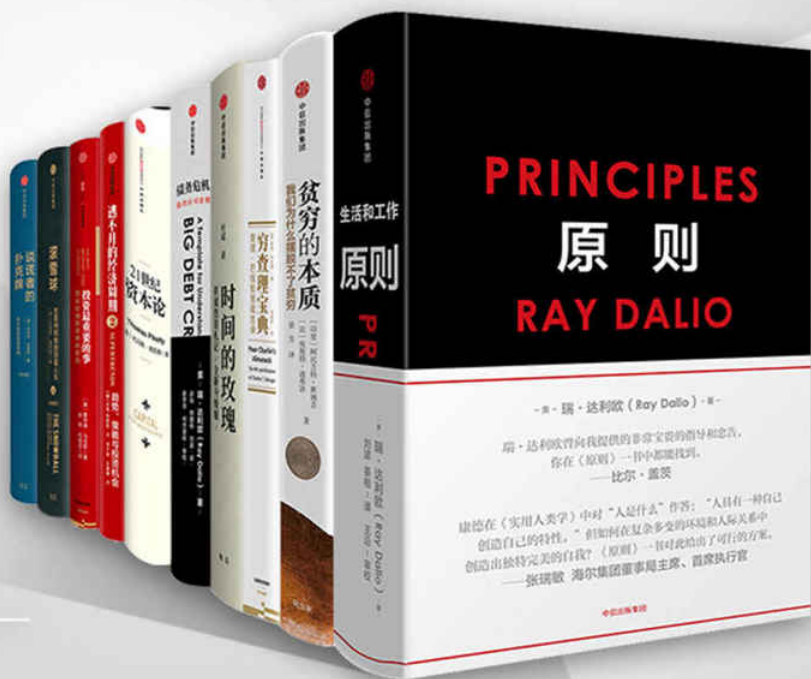


学会投资： 中信投资经典系列

(套装共10册)



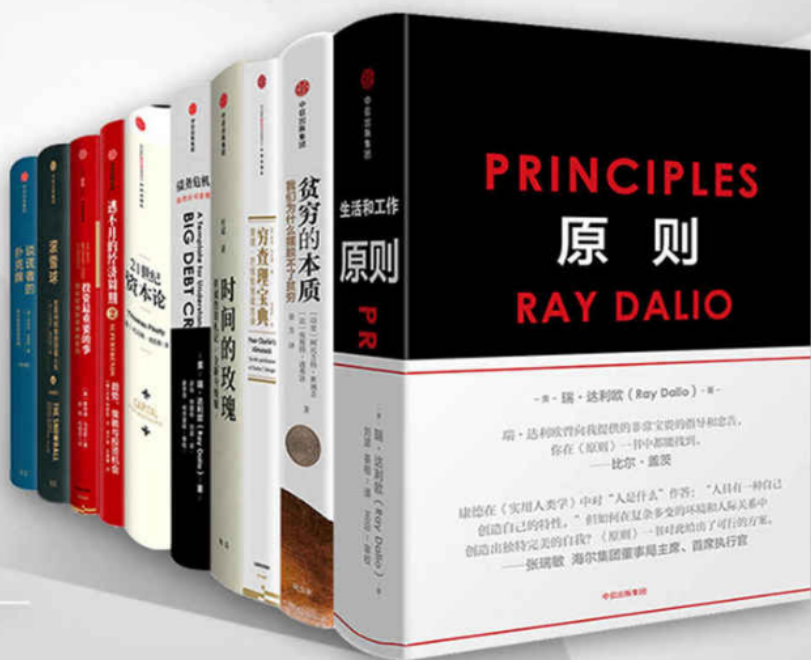
中信出版集团
CITIC Press Group

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

学会投资： 中信投资经典系列

(套装共10册)



中信出版集团
CITIC Press Group

学会投资：中信投资经典系列套 装10册 | 读这一本书够了

【美】瑞·达利欧 【印度】阿比吉特·班纳吉 【美】彼得·考夫曼 等著

中信出版集团

目录

原则

贫穷的本质：我们为什么摆脱不了贫穷（修订版）

穷查理宝典：查理·芒格智慧箴言录

时间的玫瑰（全新升级版）

债务危机

21世纪资本论

逃不开的经济周期：历史，理论与投资现实

投资最重要的事

滚雪球：巴菲特和他的财富人生·上（纪念版）

滚雪球：巴菲特和他的财富人生·下（纪念版）

说谎者的扑克牌：华尔街的投资游戏：畅销版

版权页

PRINCIPLES

原则

RAY DALIO

- 美 - 瑞·达利欧 (Ray Dalio) - 著 -

瑞·达利欧曾向我提供的非常宝贵的指导和忠告，
你在《原则》一书中都能找到。

——比尔·盖茨

康德在《实用人类学》中对“人是什么”作答：“人具有一种自己
创造自己的特性。”但如何在复杂多变的环境和人际关系中
创造出独特完美的自我？《原则》一书对此给出了可行的方案。

——张瑞敏 海尔集团董事局主席、首席执行官

中信出版集团

目录

中文版序

导言

第一部分 我的历程

- 1 我的探险召唤（1949—1967年）
- 2 跨越门槛（1967—1979年）
- 3 我的低谷（1979—1982年）
- 4 我的试炼之路（1983—1994年）
- 5 终极恩惠（1995—2010年）
- 6 回报恩惠（2011—2015年）
- 7 最后的一年和最大的挑战（2016—2017年）
- 8 从更高的层面回顾

第二部分 生活原则

- 1 拥抱现实，应对现实
 - 2 用五步流程实现你的人生愿望
 - 3 做到头脑极度开放
 - 4 理解人与人大不相同
 - 5 学习如何有效决策
- 生活原则总结
- 生活原则概要与列表

第三部分 工作原则

- 工作原则概要与列表

打造良好的文化……

- 1 相信极度求真和极度透明
- 2 做有意义的工作，发展有意义的人际关系
- 3 打造允许犯错，但不容忍罔顾教训、一错再错的文化

- 4 求取共识并坚持
- 5 做决策时要从观点的可信度出发
- 6 知道如何超越分歧

用对人.....

- 7 比做什么事更重要的是找对做事的人
- 8 要用对人，因为用人不当的代价高昂
- 9 持续培训、测试、评估和调配员工

建造并进化你的机器.....

- 10 像操作一部机器那样进行管理以实现目标
 - 11 发现问题，不容忍问题
 - 12 诊断问题，探究根源
 - 13 改进机器，解决问题
 - 14 按既定计划行事
 - 15 运用工具和行为准则指导工作
 - 16 千万别忽视了公司治理
- 将工作原则融会贯通

结语

附录

参考文献

致谢

审校后记

瑞·达利欧在这本书中分享的生活和工作原则，帮助 he 从一个普通中产阶级家庭的孩子成长为我们这个时代最成功的人士之一——任何人运用这些原则也都能达成自己的人生目标。

致芭芭拉，
陪伴了我40多年的另一半，是她使我
的生命完整

中文版序

在中国出版《原则》，把曾帮助过我的那些原则分享给读者，对我具有极其重大的意义，因为中国和中国人民一直是我生活的重要部分。从约30年前作为中国国际信托投资公司（现称中信集团，出版本书的中信出版集团是其旗下企业）的客人访问中国到现在，我与中国一直保持着诸多密切联系，这让我在中国比在任何地方都更有家的感觉，都更感觉遇到了亲人。

在这30年里我和中国一起成长，我的进化和中国的进化交织在一起。第一次来中国时，我还是一名青涩的职业投资者，而中国还缺乏资金，没有资本市场。坦率地说，我来到中国的唯一原因是好奇心驱使。中国方面邀请我帮助中国国际信托投资公司了解金融市场，我很乐于做这件事，因为这让我接触到了中国和中国人，也给我的工作带来了有益的影响。直到1989年，一小群坚毅的年轻人（组成“中国证券市场研究设计中心”，即“联办”）才开始构建中国的资本市场。中国证券市场研究设计中心的成员年轻而充满理想，在中国经济改革者尤其是王岐山的领导下协力工作。我也助了一臂之力。在一些方面，这个团队与我创办的桥水团队有相似之处，当年我们也是年轻、充满理想、想要努力闯出一番事业的人。

从那时到现在的近30年里，我们一起合作，以实现我们的梦想，我们不断成长，并成为好朋友，而在帮助发展中国资本市场、帮助中国人理解资本市场的过程中，我交到了更多的中国好朋友。

在这一交流过程中，我们全家也受益了。我们经常访问中国，我们夫妻俩曾把11岁的儿子送到一所全中文学校读书。16岁时他创建了一家慈善机构——中国关爱基金会，该机构挽救了一些急需特殊帮助的孤儿的生命。我不想一一复述让我和中国建立特殊关系的所有交流，因为太多了，读者应该对此已经有了整体的印象。

本书中的原则对我帮助很大，我希望能通过分享这些原则略尽绵薄之力，继续帮助中国，回报我们一家人在中国得到的友善相待。我还希望《原则》一书能帮助更多的中国人，在可预见的将来，我期待继续和

他们一起成长。

瑞·达利欧

导言

在我开始告诉你们我的思考之前，我想先说明，我是个“愚人”，相对于我需要知道的东西而言，我真正知道的并没有多少。不管我一生中取得了多大的成功，其主要原因都不是我知道多少事情，而是我知道在未知的情况下自己应该怎么做。我一生中学到的最重要的东西是一种以原则为基础的生活方式，是它帮助我发现真相是什么，并据此如何行动。

我现在分享这些原则的原因是，到了生命的这个阶段，我更关心的是如何帮助他人取得成功，而不是让自己变得更成功。因为这些原则让我和其他人受益匪浅，所以我想和你们分享。这些原则的价值到底有多大，你们将如何对待它们，应由你们自己决定。

原则是根本性的真理，它构成了行动的基础，通过行动让你实现生命中的愿望。原则可以不断地被应用于类似的情况，以帮助你实现目标。

每一天，我们每个人都会面对纷至沓来的、必须做出反应的各种情况。假如没有原则，我们将被迫针对生活中遇到的各种难以预料之事孤立地做出反应，就好像我们是头一次碰到这些事一样。但假如我们把这些情况分成不同的类型，并且拥有处理不同类型情况的良好原则，我们就能更快地做出更好的决策，并因此过上更好的生活。拥有了一系列良好的原则，你就拥有了一系列成功的秘诀。所有成功人士都是依据原则行动的，这些原则帮助他们取得成功，只是选择在什么方面成功因人而异，所以他们的原则也因人而异。

做一个有原则的人意味着，总是依据可以清晰解释的原则做事。但不幸的是，大多数人并不能清楚地解释他们的原则。人们很少把自己的原则写下来与别人分享，这太令人遗憾了。我很想知道阿尔伯特·爱因斯坦、史蒂夫·乔布斯、温斯顿·丘吉尔、列奥纳多·达·芬奇等人奉行的原则是什么，这样我就能弄明白他们追求的目标是什么，他们是如何实现目标的，并对他们的不同做法进行比较。那些希望我给他们投票的政治家，以及所有那些其决定能影响到我的人，我都想知道在他们看来，最

重要的原则是什么。我们是拥有共同的原则能够把我们连接在一起，组成家庭、社区、国家以及跨国的朋友？还是说，我们的原则是相互对立的，导致了我们的分裂？这些原则是什么？我们应该具体说明自己的原则。如今，把我们的原则弄明白，对我们而言是极为重要的。

我的希望是，阅读本书将促使你以你认为最合适的方式发现自己的原则，并最好把它们写下来。这样做将使你清楚地知道自己的原则，并能更好地理解彼此。这样一来，你可以在遇到更多情况时改进自己的原则，反思自己的原则，这将帮助你做出更好的决定，并让别人更好地理解你。

拥有你自己的原则

我们以不同的方式得到自己的原则。有时我们通过自己的经验和反思总结出原则；有时我们从其他人，比如从父母那里接受原则；有时我们接受一整套的原则，例如宗教原则、法律框架等。

因为我们有着各自不同的目标和性格，所以我们每个人都必须选择最适合自己目标和性格的原则。尽管使用他人的原则不一定是一件坏事，但不假思索地采用他人的原则有可能将你置于风险之中：你的行动方式将与你的目标和性格不符。同时，像我一样，相对于你需要知道的东西而言，你真正知道的东西也许是有限的，承认这一点是明智的。如果你能独立思考，同时保持开放的头脑，清醒地寻找并发现最适合你的事情，如果你能鼓起勇气这么做，你将会让自己的生命发挥最大的价值。如果你做不到这一点，你应当思考为什么，因为这很可能是你面临的实现自己人生愿望的最大障碍。

因此我总结出了我的第一条原则：

- 独立思考并决定：（1）你想要什么；（2）事实是什么；（3）面对事实，你如何实现自己的愿望.....

.....而且要保持谦逊和心胸开阔，以便你能动用自己的最佳思维。清楚地知道你的原则很重要，因为这些原则将影响你生活的所有方面，这会日复一日地频繁发生。例如，当你培养人际关系时，你的原则和别人的原则将决定你们如何互动。拥有共同价值观和原则的人才会

相处融洽。没有共同价值观和原则的人之间将不断产生误解和冲突。想想和你关系最紧密的人：他们的价值观和你一致吗？你是否知道他们的价值观或原则是什么？在人际关系中很常见的是，人们的原则是不清晰的。在那些成员需要有共同的原则才能成功的组织里，这尤其会造成问题。我在写作本书时为何要字斟句酌？就是因为我想明白无误地展现自己的原则。

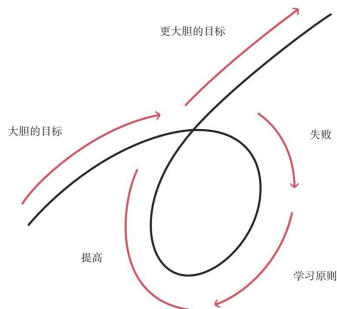
只要原则是真实的（即能够反映你的真实性格和价值观），你就可以随心所欲地选定自己的原则。你在生活中将面临无数的选择，而你做出选择的方式将反映你的原则，所以用不了多久，你身边的人就将明白你依据怎样的原则为人处世。最糟糕的情况是你很虚假，因为假如你虚假的话，你将失去自尊和人们的信任。所以你必须清楚自己的原则是什么，并且“知行合一”。如果知与行之间似乎存在矛盾，你应当解释这些矛盾。最好的方法是写下来，因为这样一来，你将能够改进你写在纸面上的原则。

我将分享自己的原则，但我想明确地告诉你们，我不希望你们盲目地遵循这些原则。相反，我希望你们质疑我的每一句话，从我的这些原则中精挑细选，以便找出适合你的组合。

我的原则，以及我是如何总结出这些原则的

我这一生犯了很多错误，花了很多时间反省这些错误，在这个过程中，我总结出自己的原则。从很小的时候起，我就是一个充满好奇心的、独立的思考者，追求大胆的目标。我激动地在头脑中设想要追求的东西，在追求的过程中我也经历了一些痛苦的失败，从中总结出了原则，使我免于再犯同种类型的错误。我因此而改变、进步，从而可以设想、追求更大胆的目标，并在很长一段时期里快速地、不断地这么做。所以对我而言，生活就像是你将在下一页看到的那幅图。

我认为成功的关键在于，既知道如何努力追求很多东西，也知道如何正确地失败。“正确地失败”是指，能够在经历痛苦的失败的过程中吸取重要的教训，从而避免“错误地失败”，即因为失败而被踢出局。



一直以来，这种不断学习和改进的方式是最适合我的，这源于我的性格，以及我的工作。我的机械记忆能力一直很差，不喜欢听从他人的指示做事，而是喜欢自己把事情弄明白。因为不愉快的学校记忆，我不喜欢上学，但当我12岁时，我爱上了市场交易。想要在市场上赚钱，一个人需要成为一个独立的思考者，习惯于打赌会发生与共识相反的情况，而且赌对。这是因为共识性的观点通常已经反映在价格中了。在这个过程中，一个人肯定要犯下很多代价惨痛的错误，所以知道如何正确地犯错对一个人的成功至关重要。一个人想要成为一个成功的企业家，情况是相同的：也必须成为一个独立的思考者，正确地打赌会发生与共识相反的情况，这意味着在很多时候会犯下代价惨痛的错误。我既是一个投资者也是一个企业家，所以我逐渐养成了一种健康的害怕犯错的习惯，并思考出了一种能将犯错可能性最小化的决策方式。

- 以可信度加权的方式做决定。

我犯下的代价惨痛的错误使我改变了看问题的角度，从“我知道我是对的”变成了“我怎么知道我是对的”。这些错误让我养成了谦逊的习惯，我需要用谦逊平衡我的勇敢。我知道我可能会错得离谱，又好奇为什么其他聪明的人对事情的认识与我不同，这促使我既从自己的视角看问题，也从别人的视角看问题。这让我看到了很多维度，如果我只从自己的视角看问题，是看不到这么多的。我懂得了如何对不同人的观点进行加权，从而选择最好的观点，也就是说，我用可信度加权的方式做决定。这降低了我犯错误的可能性，真是太棒了。同时，我还学会了：

- 遵照原则做事……

……这些原则是以非常清晰的方式列明的，人们可以轻松地进行评估其中的逻辑，所以你和其他人可以判断你是否知行合一。经

验告诉我，在做任何决定时，仔细思考并写下我的决策标准，是价值无限的，于是我养成了这么做的习惯。随着时间的推移，我收集的原则变成了一系列决策所需的要素。我与我的公司——桥水的员工分享这些原则，并邀请他们帮助我在行动中检验我的原则，通过这么做，我不断地提炼和完善我的原则。事实上，我已经把我的原则改善到了一定程度，使我可以看到这么做的重要性：

- 以系统化的方式来决策。

我发现我可以这么做，方法是以算法的形式把我的决策标准表达出来，而我可以把这些算法植入我的计算机。我同时运行着两套决策体系——头脑中的一套和计算机中的一套，并在此过程中发现，计算机能够比我做出更好的决策，因为它能处理的信息比我多很多，而且它能够不带感情地以更快的速度处理这些信息。这让我以及与我共事的人可以逐渐深化我们的认识，提高我们的集体决策质量。我发现这样的决策系统（尤其是在实践可信度加权的情况下）是极其强大的，它将快速且深刻地改变世界各地的人们做出各种决策的方式。我们的原则驱动型决策方式不仅改善了我们的经济、投资与管理决策，而且帮助我们在生活的方方面面做出更好的决策。

你自己的原则是不是系统化或者计算机化的，并不是最重要的。最重要的事情是总结出你自己的原则，最好将其写下来，尤其是在你与其他人共事的情况下。

正是这种做法以及通过这种做法总结出的原则，而不是我本身，让我从一个普通的美国长岛中产阶级家庭的孩子，变成了一个依据常规标准衡量很成功的人，例如：从两居室的公寓起家创建一家企业，使其位列美国最重要的私营公司榜单的第五位（《财富》杂志）；成为全球最富裕的100个人之一（《福布斯》杂志）；被视为100位最具影响力的人物之一（《时代周刊》）。这些原则让我达到了一定高度，在这个高度上，我可以以从未想到过的方式重新看待成功与生活。这些原则还给予了我有意义的工作和人际关系，与我常规意义上的成功比起来，这是更加珍视的。这些原则给予了我与桥水很多我从未梦想过的东西。

直到最近，我都没有想过在桥水之外分享这些原则，因为我不想引起公众的注意，而且我认为告诉别人他们应该有什么样的原则，是自以为是。但在桥水成功预测到了2008—2009年的金融危机之后，我个

人、我的原则，以及桥水独特的运营方式，得到了很多媒体的关注。这些报道大多数是扭曲的、哗众取宠的。于是在2010年，我在桥水的网站上贴出了我们的原则，以便让人们自己判断。让我意外的是，这些原则被下载了超过300万次，我收到了来自世界各地的感谢信。

我将在两本书中为你们讲解这些原则，一本关于生活与工作原则，另一本关于经济与投资原则。

这两本书的组织结构

因为我成年以来的大部分时间都花在思考经济和投资问题上，所以我曾考虑先写有关经济与投资原则的书。但我最后决定先写生活与工作原则，因为这些原则更为宏观，而且我已经看到了它们会对人产生多大帮助——不管人们的职业如何。因为生活与工作这两部分搭配得很好，所以我把它们并入本书，并以一篇简短的自传“我的历程”作为先导。

第一部分：我的历程

在这一部分，我将分享我的一些经历（其中最重要的是我的失败经历），正是这些经历引导我发现了那些指导我进行决策的原则。说真的，对于讲述我的私人故事，我至今依然有一种错综复杂的感觉，因为这可能会分散你的注意力，导致你忽视原则本身，以及构成这些原则精髓的永恒的、普适性的因果关系。因此，假如你决定跳过这一部分，我不会介意。假如你确实打算阅读这一部分，请试着通过我和我的真实故事，看到我所描述的原则的逻辑与价值。想想这些原则，权衡它们，并判断它们究竟在多大程度上适用于你和你自己的生活环境，以及它们能否帮助你实现目标，不论这些目标是什么。

第二部分：生活原则

在“生活原则”这部分，我将说明那些在一切事情上引导我的首要原则。我将在这部分更深入地阐述我的原则，并说明如何将其应用于自然世界、我们的私人生活与人际关系、企业经营与决策，当然还有桥水。我将分享我探索出来的实现个人目标、做出有效决策的“五步流程”；我还将分享我在心理学和神经科学方面获得的一些深刻见解，并说明我如何将这些见解应用于私人生活和企业经营。这部分是本书的真正核心，

因为它将说明为什么几乎任何人都可以将这些原则应用于几乎所有事情。

第三部分：工作原则

在“工作原则”这部分，你将看到对桥水非同一般的运营方式的特写式介绍。我将解释我们如何将我们的原则凝聚为一个理念——创意择优，力求通过极度的求真和极度的透明实现有意义的工作和有意义的人际关系。我将向你展示，这在极微观的层面上是如何实践的，以及如何将这一做法应用到几乎任何组织之中，从而提高它的效率。你将看到，我们只不过是一群追求卓越的人，而且我们承认，相对于我们需要知道的东西而言，我们真正所知的并不多。我们相信，在独立思考者之间出现的经过深思熟虑的、不掺杂情绪因素的分歧，可以转化为更明智、更有效、能够起到“ $1 + 1 > 2$ ”的效果的可信度加权决策。这些工作原则以生活原则为基础，但由于组织的力量远远大于个人的力量，所以我相信，这些原则比生活原则更重要。

本书将有什么样的后续

在纸质书出版之后还会有一本交互式的书，将以App（应用程序）的形式带你观看各种视频，体验仿真经历，以便你更身临其境地学习。这个App在和你交流的过程中还将了解你的情况，以便向你提供更加个性化的意见。

在本书和这个App之后，还会有另一本书，包含另外两个部分：经济原则和投资原则。在那本书中，我将传授一直以来对我有效的各项原则，我相信它们在这些领域也能帮到你。

我的所有建议都将包含在这两本书中。在那之后，我将进入生命的新阶段，我将归隐田园。

自己思考！

你想要什么？

事实是什么？

如何行动？

第一部分 我的历程

时间就像一条河流，
载着我们顺流而下，
遇到现实，需要决策，
但我们无法停留，
也无法回避，
只能以最好的方式应对。

当我们还是孩子时，其他人，通常是我们的父母，会在我们遇到现实问题时不断地指引我们。随着年龄增长，我们开始做出自己的决定。我们选择自己追求什么（我们的目标），而这会影响我们走的道路。如果你想成为一名医生，你就要去上医学院；如果你想成家，你就要找一个伴侣，等等。在我们追求这些目标时，我们会遇到问题，犯下错误，并发现自身的各种弱点。我们不断了解自身和现实，然后做出新的决定。在一生中，我们会做出无数的决定，这些决定实质上都是赌博，一些是大赌，一些是小赌。思考我们如何做出决定是有好处的，因为这将最终决定我们的生活质量。

我们所有人天生就有各种不同的思维能力，但我们不是天生就有决策能力。我们在接触现实的过程中学习决策能力。尽管我走的路是独特的——独特的父母、独特的职业道路、独特的同事，但我相信，我一路走来学到的原则将适用于走在大多数路上的大多数人。当你阅读我的故事时，请努力透过故事和我这个人，看到潜在的因果关系，看到我做的选择和这些选择的后果，看到我从中学到了什么，以及我在总结经验后是如何改变决策方式的。你要问自己要什么，将那些得到了你想要的东西的人作为范例，努力分析出潜藏在他们成就背后的因果关系模式，这样你就能应用这些模式，帮助实现自己的目标。

为了帮你理解我是从哪里来的，我将如实地向你讲述我的一生与职业生涯，在此过程中，我将重点强调我犯过的错误和我的弱点，以及我从这些错误和弱点中总结出的原则。

我的探险召唤 (1949—1967年)

我出生于1949年，在长岛的一个中产阶级社区长大。我的父亲是一名职业爵士乐手，母亲是家庭主妇，我是他们的独子。我是一个普通家庭里的普通孩子，学习成绩较差。我喜欢和伙伴们一起玩：小时候在街上踢足球，在邻居的后院里打篮球，稍大后喜欢追求女孩。

我们的基因决定了我们固有的优点和缺点。我最显著的缺点是机械记忆能力很差。直到现在，我一直记不住没有内在逻辑的东西（如电话号码），而且我不喜欢听从别人的指示。同时，我的好奇心很强，喜欢自己把事情弄清楚，不过当时我并不像现在这么清楚地知道这一点。

我不喜欢上学，不只是因为上学需要背很多东西，也是因为我大多数教师认为重要的事都不感兴趣。我一直都不明白，除了能得到母亲的认可之外，上学上得好还能带给我什么。

母亲宠爱我，担心我糟糕的成绩。直到上中学之前，她都会要求我在房间里学习几个小时后出去玩，但我对此无法投入。她总是在支持我。她会把我送的报纸叠起来，扎上橡皮筋；周六晚上看惊悚电影时，她还会烤饼干给我吃。母亲在我19岁时去世了，当时我觉得我再也不会笑了。现在每当我想起她时，我都会微笑。

作为一名乐手，我的父亲通常工作到很晚，大约到凌晨3点钟，所以他会在周末睡懒觉。因此，在我小的时候，我们之间的关系不怎么亲密，除了他总是催我做各种杂事，如修剪草坪和树篱，而这些都是我讨厌做的。他是一个负责任的男人，而那时的我却是一个不负责任的孩子。在今天的我看来，我们当时的交流显得有些滑稽。例如，有一次他让我割草，而我决定只割前院的，后院的之后再说，但接下来的几天里不停下雨，后院的草长得很高，我只能用一把镰刀去割。这用了太长时间，等我割完后院的时候，前院的草又长高了，就这样反反复复。

母亲去世后，我和父亲变得很亲密，尤其是在我建立了自己的家庭之后。我喜欢他，也爱他。他身上有一种乐手身上常见的随和、欢快的气质，而且我钦佩他坚强的性格。我觉得经历大萧条以及在“二战”、朝鲜战争中作战，使他形成了这种性格。我对他记忆深刻的是，他70多岁时毫不犹豫地 in 暴风雪天气里开车，每当被困住时他就自己铲雪然后把车开出来，就好像这不是什么事一样。他把一生中的大部分时间花在了录制音乐和在俱乐部里演奏上，65岁左右时开始了第二份职业，在高中和一所地方社区学院教音乐，直到81岁时突发心脏病。之后他又活了10年，头脑从来没有变得迟钝。

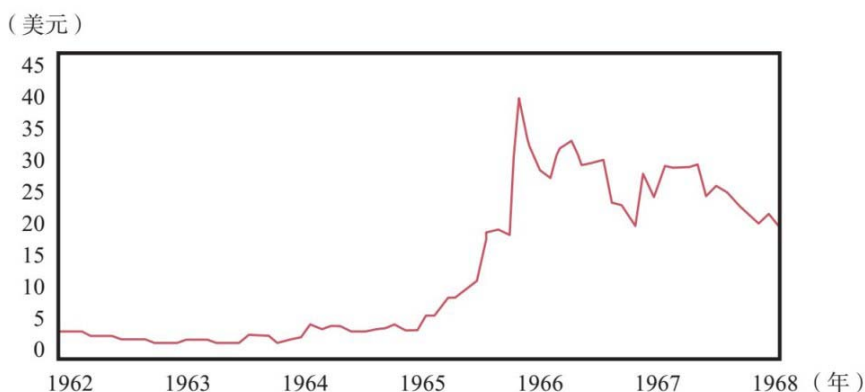
当我不想做什么事情的时候，我会抗拒，而当我乐于做什么的时候，什么都阻挡不了我。例如，虽然我抵制在家里做杂务，但我在外面很积极地打零工赚钱。从8岁起，我就开始送报纸，给别人家的车道铲雪，做球童，在一家本地餐馆擦桌子、洗碗碟，在附近的一家百货商店做理货员。我不记得我父母鼓励过我打这些零工，所以我不好说我是怎么做起来的。但我确实知道的是，在那么小的时候就有这些工作，并有一些可以独立支配的钱，教给了我很多宝贵的经验，这些经验是我无法通过上学和玩耍学到的。

我年轻时正值20世纪60年代，那时美国国内的普遍情绪是豪情万丈、鼓舞人心的，鼓励人们实现伟大和高尚的目标。后来，我再也没有遇到过这样的景象。我最早的记忆之一是约翰·F. 肯尼迪，一个聪明、魅力超凡的人，他描绘着生动的画面，探讨如何改变世界——探索外太空、实现平等、消除贫困。肯尼迪及其思想对我的世界观的形成有很大影响。

那时，相对于其他国家来说，美国处于极盛期：经济总量占全球的40%——而现在只有20%左右，美元是全球货币，美国是主宰性的军事大国。那时，做“自由派”意味着致力于以快速而合理的方式向前奋进，做“保守派”意味着固守传统的不可取的习惯——至少我和我身边的大多数人是这么理解的。当时，我们眼中的美国富裕、进步、有条不紊，肩负着在一切方面快速进步的使命。这些想法可能有些幼稚，但有这些想法的人不止我一个。

那些年，每个人都在谈论股市，因为股市很红火，人们都在赚钱，包括那些在一个名叫林克斯的地方高尔夫球场打球的人。我从12岁起开始在那里做球童。于是我开始拿做球童挣的钱炒股。我的第一笔投资投

给了东北航空。我买这个公司的股票，是因为在我听说过的所有公司里，只有它发行的股票低于5美元一股。我发现，我买的股票越多，赚的钱就越多。这是一个很粗浅的策略，但我的钱因此增长了两倍。其实当时东北航空快要破产了，另一家公司收购了它。我很走运，不过当时的我并不知道这一点。我只是觉得在股市里赚钱很容易，于是我上瘾了。



当时，每期《财富》杂志上都有一张很小的可以撕下来的赠券，把赠券寄给杂志社后，你就能得到免费的《财富》世界500强的年度报告。我要了所有企业的报告。我现在还记得，邮递员很不情愿地把那些报告全部拖到了我家门口，然后我就仔细地阅读每一份报告。我就是以这样的方式开始打造一座投资图书馆的。随着股市持续攀升，“二战”和大萧条看起来就像是遥远的往事，而投资似乎很简单——随便买只股票看着它涨就是了。当时的流行认知是，股市肯定会不停地上涨，因为如何管理经济已经发展成了一门科学。毕竟，在之前的10年里，股价已经平均上涨了近三倍，而且一些股票的涨幅比这还要大得多。

因此，“成本平均策略”——每个月向股市投入金额基本相同的钱，不管这笔钱能买到多少股份——是当时大多数人采取的策略。当然，能选中最好的股票更好，所以这也是包括我在内的所有人努力的方向。可以选择的股票成千上万，全都清晰地列在报纸的最后几页上。

我喜欢买卖股票，也喜欢和朋友一起玩。小时候我和左邻右舍玩，十几岁时用伪造的身份证件进酒吧玩，现在则和朋友一起参加音乐节或者去潜水。我一直是一个独立的思考者，为赢得奖赏而甘愿冒险——不仅是在市场上，而是在几乎所有方面。同时，与失败比起来，我对乏味

和平庸的恐惧要严重得多。对我而言，很好的事要比糟糕的事好，而糟糕的事要比平庸的事好，因为糟糕的事至少给生活增加了滋味。在高中毕业纪念册上，我的朋友为我挑选了梭罗的一句名言：“如果一个人和同伴的步调不一致，也许因为他听到的是不同的鼓点。让他跟着他听到的音乐前行吧，不管节奏是迟缓还是激越。”

1966年，我从高中毕业，那一年股市依然一片繁荣，我赚着钱，享受着美好生活，和我最好的朋友菲尔逃课去冲浪，做着喜好玩乐的高中男孩通常做的各种事情。当然，当时的我并不知道，那一年是股市的顶点。在那之后，几乎所有我曾经对股市的认识都被证明是错误的。

2

跨越门槛 (1967—1979年)

我进入这个时期时带着基于自身经历以及受周围人影响而形成的偏见。1966年，资产价格反映了投资者对未来的乐观情绪。但在1967—1979年，各种不良经济冲击导致资产价格出人意料地大幅下跌。不仅经济和市场变差，社会情绪也恶化了。经历这些让我认识到，尽管几乎所有人都会估计未来和当下大同小异，但未来通常会和当下大相径庭。而1967年时的我并不知道这一点。我相信股价最终会反弹，所以尽管股市走低，始终亏钱，我还是不停地买进，直到我最终弄明白出了什么差错，以及应该如何应对。我逐渐认识到，股价反映了人们的预期，所以当实际结果比预期好时，股价上涨；当实际结果比预期差时，股价下跌。而大多数人会因为近期的经验而产生偏见。

那年秋天，我开始在长岛大学C. W. 波斯特校区就读。我进校时有试读期，因为我高中时的平均成绩是C。但和高中不同的是，我喜欢大学，因为我能学习我感兴趣的东西，而不是强塞给我的东西，于是我开始取得好分数。我还喜欢拥有独立性的离家生活。

学习冥想对我也有帮助。1968年披头士乐队访问印度，在玛哈瑞诗·玛哈士的静修所学习了“超觉冥想”，我对此很好奇，于是我也开始学习。我很喜欢冥想。在我的一生中，冥想对我帮助很大，因为冥想让我拥有平静的开放思维，让我可以更清晰、更有创造性地思考。

我在大学里主修金融学，因为我喜欢市场，而且这个专业对外语没有要求。这让我可以学习我感兴趣的东西，无论是在课堂上还是课外。我从一位很有趣的同学那里学到了很多关于大宗商品期货的知识。他是一名越战老兵，比我大很多。大宗商品对我很有吸引力，因为大宗商品交易的保证金要求很低，这意味着我能利用我手中有限的钱去投资。如果我能按计划做出成功的决策，我就能借到更多钱，然后赚更多钱。当时，股票期货、债券期货、货币期货还没有出现。大宗商品期货严格局限于真正的大宗商品，像玉米、大豆、牛、猪肉等。所以我开始在这些

市场上交易，并学着了解它们。

我上大学时，正值自由恋爱、尝试致幻毒品、拒斥传统权威的时代。经历这个时代对我以及同时代的很多人产生了持久的影响。例如，这个时代深刻影响了史蒂夫·乔布斯，一个我后来敬仰，并与之惺惺相惜的人。和我一样，他学习冥想，不愿意被人牵着鼻子走，喜欢发挥想象力，打造出新奇的好东西。我们所处的时代教会我们质疑传统的做事方式。乔布斯在苹果标志性的“1984”和“向疯狂者致敬”的广告里极好地展示了这种态度。

对于美国整体而言，那是一段艰难的岁月。随着征兵规模扩大，以及被装在裹尸袋里运回国的年轻人激增，越战分裂了美国。当时，美国实行了一种根据生日抽签以决定征兵顺序的做法。我记得是在和朋友打桌球时通过广播听到了这个抽签的消息。人们曾猜测大约前160个被抽中的日子，对应生日的人会被征募，但他们一口气读了所有366个日子。我的生日是第48个被抽到的。

我当时还没有聪明到为参战而感到害怕的程度，因为我幼稚地觉得不会有坏事情发生在我身上。但我确实不想参战，因为我的生活正在高歌猛进，为战争而搁置两年，那感觉会像永久一样。而我父亲坚决反对越战，强烈反对我入伍，尽管他曾参加过“二战”和朝鲜战争，并相信那两场战争是正当的。他找了个大夫为我检查身体，发现我患有低血糖症，这使我可以免于被征募。当我回想这件事时，我明白我是因为一个技术性原因而免于服兵役的，事实上是我父亲帮助我躲避了兵役。现在我对这有一种五味杂陈的感觉：对于未能为国家尽一份力，我感到愧疚；但令我稍感宽慰的是，战争给许多其他人造成的伤害性后果，没有发生在我身上。同时我感激我的父亲，他是出于对我的爱而采取行动保护我的。假设我今天遇到相同的情况，我不知道我会怎么做。

随着美国政治和经济的恶化，美国民众的情绪变得低落。1968年1月的“春节攻势”^[1]似乎让人觉得美国正在输掉这场战争。同年，林登·约翰逊总统决定不再竞选第二任期，理查德·尼克松当选美国总统，开启了一段更艰难的岁月。与此同时，法国总统夏尔·戴高乐把法国国库中的美元全都拿出来兑换黄金，因为他担心美国会通过印钞筹集越战经费。通过这些新闻和市场走向结合起来观察，我开始看到整个图景，并开始理解政治与经济之间的因果关系。

大约在1970年或1971年时，我注意到黄金开始在国际市场上升值。在那之前，像大多数人一样，我不怎么关注汇率，因为自打我出生以来，汇率体系一直保持稳定。但随着汇率事件越来越多地出现在新闻里，这引起了我的注意。我了解到，其他国家的货币是和美元挂钩的，而美元是和黄金挂钩的；美国人不能拥有黄金（不过当时的我不清楚为什么），但其他国家的央行可以把它们持有的美元纸钞换成黄金，以确保它们不会因美国过度印钞而受损。我听到，对于人们对美元的担忧、对黄金的兴奋，美国政府官员嗤之以鼻。官员们向我们保证，美元是稳健的，黄金只不过是一种过时的金属。他们说，是投机者在推动金价上涨，一旦事情尘埃落定，他们将引火自焚。那时，我依然认为政府官员是诚实的。

1971年春，我以几乎完美的GPA（平均学分绩点）从大学毕业，接着被哈佛商学院录取。这一年夏天，在我开始进入哈佛商学院学习之前，我在纽约股票交易所得到了一份大厅交易员的差事。到盛夏时，美元问题发展到临界点。有报道说，欧洲人已经不愿接受美国游客的美元了。全球货币体系正在走向崩溃，但当时的我还不能清晰地看到这一点。

接着，1971年8月15日，周日，尼克松总统出现在电视里，宣布美国不再遵守允许以美元自由兑换黄金的承诺，这导致美元大跌。由于此前政府官员承诺不会让美元贬值，所以尼克松的话使我感到惊愕。他没有直面美元面临的贬值压力背后的根本性问题，而是继续指责投机者。尼克松精心组织话语，使之听起来像是他在采取行动支撑美元汇率，而事实上他的行动起到的效果恰好相反。“让美元自由浮动”——正像尼克松所做的那样，然后任由美元汇率像一块石头一样下沉，这在我看来很像是一个谎言。从那时到现在的几十年里，我不断目睹，就在决策者即将让货币贬值的前夕，他们还在信誓旦旦地承诺不会这么做。于是我学会了，当政府决策者向你承诺他们不会允许货币贬值发生时，不要相信他们。他们越是坚决地做出这样的承诺，局势也许就越严重，因而货币贬值即将发生的概率也越大。

当我听尼克松讲话时，我在想这些事态发展意味着什么。根据我们一直以来的理解，纸币是一种能够随时兑换黄金的东西，但情况再也不是这样了。这肯定不是什么好事。在我看来很清楚的是，肯尼迪曾经代表的让人憧憬未来的时代正在土崩瓦解。

周一早晨，我步入纽约股票交易所的大厅，想着会看到一片喧嚣的场景。的确是一片喧嚣，但不是我原本想象的那样：股市并没有下跌，而是上涨了约4%，一天上涨了这么多很不寻常。

为了把事情弄明白，在那个夏天剩下的时间里，我用心研究过去的几次货币贬值。我知道了，当时发生的一切事情，即美元与黄金脱钩并贬值，以及接下来的股市大涨，以前都发生过，而且符合逻辑的因果关系使这样的事态发展成为必然。我明白了，我之所以未能预见到这样的情况，是因为我对自我出生以来未曾发生过的而之前发生过很多次的事情感到惊奇。这个现实传递给我的信息是：“你最好弄明白其他时间、其他地点、其他人身上发生的事，因为如果你不这么做，你就不知道这些事情会不会发生在你身上，而且一旦发生在你身上，你将不知道如何应对。”

那年秋天入学哈佛大学商学院时，对于能与来自世界各地的绝顶聪明的人做同学，我感到很兴奋。我的期望值很高，而真实体验更是超乎预料。我与来自世界各地的人们一起生活，我们一起在令人兴奋、多元化的环境中举行聚会。没有教师在黑板前告诉我们什么东西要记住，也没有考试测试我们有没有记住。相反，教师给我们的都是真实的案例研究，让我们进行阅读与分析。然后我们分成小组自由讨论，假如我们处在和案例中的人相同的情况下，我们会怎么做。这正是我喜欢的教学方式！

同时，拜金本位终结后政府大量印钞所赐，美国经济和股市一片繁荣。1972年，买股票再次流行起来，当时流行的是“漂亮50股”。这50只股票的收益增速很快、很稳定，被广泛认定为稳赚不赔的买卖。

虽然股市很火，但我对做大宗商品交易更感兴趣，于是第二年春天，我请求美林证券的大宗商品主管给我一份暑期工作。他感到奇怪，因为来自哈佛大学商学院这种地方的人通常不会对大宗商品感兴趣，当时的大宗商品交易被视为华尔街证券经纪业的一个默默无闻的副产品。据我所知，截至当时，从来没有哈佛大学商学院的学生在任何地方从事过大宗商品期货交易。大多数华尔街企业甚至没有大宗商品期货部，而美林证券的大宗商品期货部很小，隐藏在一条偏僻的街道上，里边配备的是简朴的金属办公桌。

几个月之后，当我回到哈佛大学商学院开始第二学年时，第一次石

油危机爆发，油价在几个月里涨了三倍。美国经济增长放缓，大宗商品价格暴涨，股市也在1973年下跌。我又被打打了个措手不及。但回头来看，我可以看到，相关的多米诺骨牌是以符合逻辑的顺序倒下的。

在这个案例中，20世纪60年代靠借债支持的过度开支一直延续到20世纪70年代初。美联储曾通过宽松信贷政策为这样的过度开支提供资金，但美元不再以黄金为后盾后，美国必须用贬值的纸币偿还欠下的债务，这导致它事实上违约。印钞这么多，美元币值自然大幅下跌。这为更宽松的信贷创造了条件，进而导致了更多的开支。金本位制崩溃后通胀率上升，导致大宗商品价格变得更高。作为回应，1973年，美联储收紧了货币政策，通常当通胀率过高、增速过快时各国央行都会这么做。这进而导致了大萧条以来最严重的股价下跌和经济恶化。“漂亮50股”受冲击尤为严重，股价暴跌。

教训是什么？当所有人想法都一样时（例如都相信买入“漂亮50股”包赚不赔），这一情况几乎必然会反映在价格中，而把赌注押在这上面，就有可能犯错。我还学到了，所有行为（如宽松的货币和信贷）都会产生与该行为大致相称的后果（在这个例子中是更高的通胀率），这会引来一个大体相同的反向反应（货币和信贷的收紧），以及市场的反转。

这只是个开始，后来我看到类似的事情不断发生，这让我发现，几乎所有的事情都是“情景再现”：以前，几乎所有事情都以符合逻辑的因果关系不断发生过。当然，准确地判断出哪些事情正在重演，并理解背后的因果关系，对于当时的我依然是困难的。尽管回头来看，几乎所有事情都是必然的和符合逻辑的，但在事情的发展过程中看，就绝不是这么清晰明了了。

因为人们都是什么火追什么，不火的不追，所以1973年之后，投资股票不再受欢迎了，大宗商品交易流行起来。由于我在大宗商品领域的从业经历和哈佛大学工商管理硕士的学历，我成了抢手货。拥有百年历史的中型证券公司多米尼克聘请我做大宗商品业务主管，年薪2.5万美元，这在当年哈佛大学商学院毕业生的起薪中排在接近最高的位置。我的新老板给我找了一个比我年长、经验更丰富的搭档，他在大宗商品代理交易方面有很多经验，我们受命创立一个大宗商品部门。这份工作本是我不能胜任的，但我当时太骄傲了，没有认识到这一点。假如我能将这份工作继续做下去，我也许能学到很多痛苦的教训，但没等我们大展

拳脚，行情不佳的股市就导致多米尼克倒闭了。

当美国经济陷入困境时，“水门”丑闻主宰了媒体头条，而我再次看到了政治和经济是如何交织在一起的，通常是经济因素先起作用。这场恶性循环导致人们变得悲观，于是他们卖掉自己的股票，股市继续下跌。情况并不会变得特别糟糕，但当时所有人都担心会这样。这恰好是我在1966年市场触顶时看到的情况的镜像，而且和当时一样，人们的共识是错误的。当人们极度悲观时，他们就廉价甩卖，价格通常会变得非常低，同时政府不得不采取行动改善经济形势。毫不意外的是，美联储放松了货币政策，股价在1974年12月触底。

当时我单身，生活在纽约。我和来自哈佛大学商学院的朋友聚会，和很多人约会，过得很快乐。当时我的室友正在和一名古巴女子约会，他安排我与他女友的一个朋友“盲约”。这是一个有异国风情的女子，来自西班牙，名叫芭芭拉，几乎不会说英语。这并不是问题，因为我们以各种不同的方式沟通。在接近两年的时间里她不断带给我惊喜，后来我们就住在一起，结婚，生了4个儿子，共度美妙的生活。至今她仍在给我惊喜，但她是我的家人，所以对她的介绍到此为止。

在我从事证券经纪工作的同时，我也在用自己的账户做交易。尽管我赚钱的次数比赔钱的次数多得多，但我现在只能回忆起那些失败的交易。我至今仍记得一场大失败：当时我持有猪腩期货，连续几天，猪腩期货市场都是跌停——意思是价格已经跌得过低，不得不停止交易。我后来把这段经历对我的影响描述给了《对冲基金奇才》的作者杰克·施瓦格：

当时我们有一块巨大的大宗商品交易板，每当价格变动时就会发出咔嚓声。于是每天早上开市时，我都会看到并听到市场价格下跌了200点——这是每天的下跌上限——然后就在那个价格上保持不动。于是我就知道我已经损失了那么多钱，而进一步的潜在损失尚不确定。那是刻骨铭心的经历……这段经历让我意识到了风险控制的重要性，因为我再也不想经历那种痛苦了。这段经历增强了我对犯错误的恐惧感，让我懂得了必须确保任何一次押注，甚至赌注组合，都不能使自己的损失超过可以接受的限度。在交易中，你必须既有防御心又有进攻心。如果没有进攻心，你就赚不到钱；而如果没有防御心，你的钱就保不住。我相信，任何在交易中赚到钱的人，都必然经历过可怕的痛苦。交易就像跟电打交道，你可能被电

击。在做这桩猪腩期货交易及其他交易时，我感受到了电击，以及与之相伴的恐惧。

在多米尼克关闭其零售业务部门后，我转到了一家更大、更成功的证券公司。在我于该公司任职的短暂时间里，它收购了多家其他公司，并数次易名，最终成为希尔森公司，不过在此过程中桑迪·韦尔一直是该公司的负责人。

希尔森公司让我负责其期货对冲业务，既包括大宗商品期货也包括金融期货。我负责帮助那些经营中存在价格风险的客户利用期货管理这些风险。我逐渐成了熟悉谷物和牲畜交易市场的专家，因为这些交易的缘故，我经常去得克萨斯州西部和加利福尼亚州的农业区。和我打交道的希尔森公司的经纪人、牲畜生产商和谷物交易商都很不错，他们把我带进了他们的世界，带我去播放乡村音乐的酒吧，猎鸽子、烧烤。我们一起工作，并一起欢娱。我和他们拥有一段共同的生活，这样的生活延续了好几年——尽管我只在希尔森公司工作了一年多一点。

我很喜欢这份工作和我的同事，但我和希尔森公司格格不入。我太野性了。在加利福尼亚谷物与饲料联合会的年度大会上，我开了一个现在看起来很蠢的玩笑：我雇了一名脱衣舞女，让她在我演讲时脱掉外衣。我还在我老板的脸上打了一拳。毫无疑问，我被解雇了。

但该公司的经纪人、他们的客户，甚至那些解雇了我的人，都很喜欢我，并且愿意继续得到我的建议。更让我高兴的是，他们愿意为此向我付费。于是在1975年，我创办了桥水。

创办桥水

事实上，我是在“重启”桥水。在我从哈佛大学商学院毕业、去多米尼克大宗商品部门工作后不久，我就和一位同样来自哈佛大学商学院的朋友创办了一个小企业。我们与身在其他国家的一些伙伴合作，心不在焉地试图从美国向其他国家出售大宗商品。我们称它为“桥水”，这是因为我们的业务是“在不同的水域之间架起桥梁”，而且这个名称听起来很响亮。到1975年时，这家大宗商品公司几乎已经名存实亡了，但因为它已经登记在册，所以我就把它利用了起来。

我利用了自己的两居室公寓。我曾和一位哈佛大学商学院的朋友合租这间公寓，在他搬走后，我就把他的卧室变成了一间办公室。我与另一位经常一起打橄榄球的朋友合作，我们还雇了一位很棒的年轻姑娘作为我们的助理。这就是最初的桥水。

我把主要精力用来追踪市场动态，并设身处地地为我的企业客户展示，假如我是他们，我会如何处理市场风险。当然，我还在继续用自己的账户做交易。努力和朋友一起帮助客户打败市场，要比拥有一份真正的工作有意思得多。我知道，只要我基本的生活花费能够满足，我就会快乐。

1977年，我和芭芭拉决定要个孩子，于是我们结婚了。我们在曼哈顿租了一套赤褐色砂石墙的房子，搬了进去，我也把公司搬到了那里。当时苏联人购进了很多谷物，希望得到我的建议，于是我带着芭芭拉去了一趟苏联，既是度蜜月，也是出差。我们于新年前夜抵达莫斯科，在漫天雪花中从灰暗的机场乘坐公共汽车，我们经过圣巴西尔大教堂，加入一场盛大的聚会，那里有很多非常友好、喜欢玩乐的苏联人。

我的工作一直能把我带到各种充满异国情调的场所，让我遇到有意思的人。如果我能从这些旅行中赚到钱的话，那不过是锦上添花。

设计机器化的市场模型

我真的一头扎进了牲畜、肉类、粮食和油料种子市场中。我喜欢这些东西，因为它们是有形的，与股票相比，人们对其价值的认识比较不容易出现扭曲。由于“更傻的人”不断买卖股票，所以股票的价格可以一直保持在太高或太低的水平上，但牲畜最终要被宰杀，变成柜台上的肉，在那里其定价将取决于消费者愿意出多高的价格。我可以想象这些产品从生产到最终出售的过程，并看到潜在的关系。因为牲畜吃粮食（主要是谷物）和豆粕，又因为谷物和豆类的种植面积存在竞争关系，所以这两个市场是密切相关的。我了解几乎一切能想到的与这两个市场有关的事情，例如：这两种主要作物的计划种植面积与通常产量分别是多少；如何根据作物生产季节不同时间段的降雨量估测产量；如何预测收成规模、运输成本，以及不同体重、不同饲养地点和不同增重率的牲畜的存栏量；如何预测净肉率、零售利润率、消费者对于不同部位的肉的

偏好，以及每个季节的屠宰数量。

这并不是学术学习：在这方面有实践经验的人告诉我农业经营的过程，我把他们告诉我的东西组织成模型，然后使用这些模型考察随着时间的推移这些不同部分之间的互动关系。

例如，如果我知道牛、鸡和猪的饲养数量是多少，它们吃多少谷物，它们的增重率是多少，我就能预测出有多少肉将在何时上市出售，以及有多少谷物和豆粕在何时被消费。类似地，我考察谷物和豆类在所有种植业领域的种植面积分别是多少，进行回归分析，发现降雨量如何影响每个领域的产量，然后就可以应用天气预报和降雨量数据预测谷物和豆类的产出时间与数量。对我而言，整个过程像是一部有着符合逻辑的因果关系的美丽机器。通过理解这些关系，我就能得出用来建立模型的决策规则（或者说原则）。

这些早期的模型和我们现在使用的模型相去甚远。这些模型是我随手画的草图，我用当时可以利用的科技分析它们，将其转化为计算机程序。最初的时候，我在我的手持惠普HP-67计算器上做回归分析，用有色铅笔手动绘图，并在笔记本上记下所有的交易。个人计算机出现后，我就可以把数字输入计算机，看计算机自动把数字转化为图片，然后观察电子数据表中呈现的情况。弄清楚牛、鸡和猪的肉量在各自的不同生产阶段中如何增长，这些肉类如何为争取肉类消费者的金钱而竞争，肉类消费者将如何花钱以及为什么这么花钱，肉类包装商和零售商的利润率将如何影响自身的行为（例如他们将在广告中推广哪个部位的肉）之后，这部机器就能计算出牛、鸡和猪的价格，我就能对这些价格下注了。

虽然这些早期的模型很初级，但我喜欢构建和改进它们，它们也是帮我赚钱的好工具。我使用的这种定价方式和我在经济学课堂上学到的不同，在课堂上，供给和需求都是用出售的商品数量进行衡量的。我发现，用付出的金额（而不是购买的商品数量）衡量需求，考察买家和卖家分别是谁以及他们为什么买卖，是一种实用得多的方式。我将在有关经济与投资原则的书中解释这一做法。

我之所以能够发现其他人错过的经济与市场变动，这一不同的做法是主要原因之一。从那时起，当我观察任何市场时，不管是大宗商品、股票、债券还是外汇市场，我都能发现并理解其中的一些失衡之处，这

些失衡是那些用传统方式定义供给和需求（将其视为彼此相等的单位）的人觉察不到的。

把复杂的系统设想为机器，发现其内部的因果关系，把处理这些因果关系的原则写下来，将其输入计算机，从而让计算机为我“决策”，所有这些后来都成了标准做法。

不要把我的意思领会错了。我的做法远远称不上完美。我清晰地记得，一次“绝对不会赔”的押注，让我个人损失了约10万美元，相当于我当时大部分的个人财富净值。更令人痛苦的是，这个押注也给我的客户带来了损失。不断真切显现的最痛苦的教训是，没有任何东西是确定的：总是存在会给你造成重大损失的风险，即使在看起来最安全的押注中也是如此，所以，你最好总是假设自己没有看到全部。这个教训在很多方面改变了我做决定的方式，在本书中我将反复提到这些改变，而且我的成功在很大程度上要归功于它们。但在犯下许多其他错误之后，我才彻底改变了我的行为方式。

发展业务

尽管赚钱很好，但拥有有意义的工作和人际关系要比赚钱好得多。对我而言，有意义的工作是指一项我能全身心投入的使命；有意义的人际关系是指我既深深地关心对方，对方也深深地关心我。

想想吧：把赚钱作为你的目标是没有意义的，因为金钱并没有固有的价值，金钱的价值来自它能买到的东西，但金钱并不能买到一切。更聪明的做法是，先确定你真正想要什么，你真正的目标是什么，然后想想你为了得到这些目标需要做什么。金钱只是你需要的东西之一，但当你已经拥有了实现你真正想要的东西所需的金钱时，金钱就不再是你唯一需要的东西，也肯定不是最重要的东西。

当思考你真正想要的东西时，最好思考它们的相对价值，以便合理权衡。就我个人来说，我需要有意义的工作和有意义的人际关系，它们对我的重要性相等，而我对金钱的价值评价较低——只要我的钱足够满足我的基本需求就行了。在考虑有意义的人际关系与金钱相比的重要性时，很明显，人际关系更重要，因为一种有意义的人际关系是无价的，

我用再多的金钱也买不到比这更有价值的东西。因此，对我而言，从过去到现在，有意义的工作和有意义的人际关系都是我的主要目标，我做的一切事情都是为了实现这两个目标。赚钱只是其附带结果。

20世纪70年代末，我开始把我对市场的观察通过电报发给客户。这些《每日观察》（“谷物和油料种子”“牲畜和肉类”“经济和金融市场”）的源起很简单：尽管我们的首要业务是管理风险敞口，但我们的客户也给我打电话，请教我对市场的看法。接这些电话很费时间，所以我认定，更有效的方式是每天把我的想法写下来，以便其他人理解我的逻辑，并帮着一起改进它。这是一项很好的自律措施，因为这迫使我每天都进行研究和反思。这也成为我们企业的一个主要沟通渠道。《每日观察》已经持续了将近40年，累计近1万篇。今天，世界各地的客户和决策者都在阅读、思考和讨论它。目前我依然在和桥水的其他人一起写《每日观察》，并期待一直写下去，直到人们不愿再读它，或者我离世。

除了向客户提供这些观察和建议外，我还开始通过代理他们的交易管理他们的风险敞口。我得到的回报有时是每个月一笔固定费用，有时是从我赚到的利润中分成。在此期间，麦当劳和雷恩加工是我为其提供咨询服务的两家客户，当时前者买入大量牛肉，而后者是美国最大的鸡肉生产商。我帮它们赚了很多钱，尤其是雷恩加工，它通过在谷物和豆类市场上进行投机交易赚到的钱，比通过养鸡和卖鸡赚到的钱还多。

当时麦当劳已经设计出一款新产品——麦乐鸡，但它犹豫要不要将其上市，因为它担心鸡肉价格可能上涨，从而挤压它的利润率。雷恩加工等鸡肉生产商不愿意以固定价格向麦当劳出售鸡肉，因为它担心自己的生产成本会上升，利润会受挤压。

当我思考这个问题时，脑子里出现的一个念头是，从经济学角度出发，可以把一只鸡看作一部简单的机器，该机器包含一只小鸡和它的饲料。鸡肉生产商最需要担心的、波动最剧烈的成本，是饲料的成本。我向雷恩加工展示，如何利用一种谷物期货和豆粕期货的组合锁定成本，这样一来，它就能向麦当劳提出一个固定报价。在大大降低自身价格的风险之后，麦当劳在1983年推出麦乐鸡。对于帮助它们干成这件事，我感觉非常好。

我在牲畜和肉类市场上发现了类似的价格关系。例如，我向牲畜饲

养者展示，他们可以如何通过对冲在自己的成本项目（育肥用牛、谷物和豆粕）和6个月后出售的产品（育好的牛）之间设定良好的价格关系，从而锁定强劲的利润率。我研究出了一种方法：出售不同部位的鲜肉时，约定在未来以固定的、远低于冻肉的价格交付，但依然能产生巨大的利润。我的客户深深地明白，他们所从事的业务“机器”是如何运行的，而我正好了解市场的运行方式，这二者的结合，对于我们双方都有好处，同时也让市场在整体上变得更有效率。我设想出这些复杂机器的能力，让我们与那些瞎蒙的人相比拥有了竞争优势，并最终改变了这些产业的运行方式。而且，一如往常，和我喜欢的人共事是莫大的快乐。

1978年3月26日，我妻子生下了我们的第一个儿子德温。要一个孩子是我迄今做过的最艰难的决定，因为当时的我显然不知道养孩子将是一种什么样的经历，而且这个决定是不可撤回的。但事实证明这是我做出的最好的决定。虽然在本书中我不会过多展示我的家庭生活，但我是那种把家庭和职业看得同等重要的人，而且我把二者联系在一起。举个例子来说明这二者是如何在我的头脑里紧密交织在一起的：我给儿子起名“德温”，而“德温”是人类所知的最早的牛种之一，也是最早输入美国的牛种之一，并以繁殖率高著称。

[1] 一场由越南民主共和国军队发动的奇袭式的联合攻势，同时攻打了越南共和国的100多个城市和村镇。

3 我的低谷 (1979—1982年)

1950—1980年，市场大潮平稳涨落，债务、通胀率与增长率也随之涨落。宏观市场波动的幅度一次比一次大，尤其是在1971年金本位制结束之后。20世纪70年代，发生了三次这样的宏观波动。第一次发生于1971年，是美元贬值的结果。第二次发生于1974—1975年，在此期间通胀率上升到了“二战”以来的最高水平。美联储收紧了货币供应，利率攀升到创纪录的高水平，从而造成了20世纪30年代以来最严重的股市下跌和经济下滑。第三次也是最大的一次宏观波动发生于1979—1982年，也是自1929—1932年以来最大规模的经济/市场涨落之一：利率和通胀率先是猛涨，然后暴跌；股票、债券、大宗商品和外汇经历了有史以来最动荡的时期之一：失业率达到了大萧条以来的最高水平。无论是对于全球经济、各个市场，还是我本人而言，这都是一段极为动荡的时期。

1978—1980年（与1970—1971年和1974—1975年一样），不同市场开始出现相同的变化趋势，因为它们更多地受货币供应与信贷增长速度波动的影响，而不是受各自内部供求平衡变化的影响。伊朗巴列维王朝倾覆后，石油危机爆发，加剧了这些宏观变化。石油市场的这种波动性催生了史上最早的石油期货合同，这给了我交易的机会（当时利率期货和外汇期货市场也都已经存在了，而我对这些市场均有所涉猎）。

因为所有市场都由这些因素驱动，所以我一头扎进对宏观经济和历史数据（尤其是利率数据和外汇数据）的研究中，以增进我对发生作用的“机器”的认识。当1978年通胀率开始上升时，我觉察到美联储可能采取行动收紧货币供应。到1979年，通胀已明显失控，吉米·卡特总统任命保罗·沃尔克为美联储主席。几个月后，沃尔克宣布美联储将把货币供应增速限定为5.5%。根据我当时的计算，5.5%的货币增速将打破恶性通胀，但也将扼制经济和各个市场，并有可能造成一场灾难性的债务危机。

白银过山车

感恩节前不久，我在达拉斯的石油俱乐部与邦克·亨特会面，当时他是全球第一富翁。几年之前，我的一位客户和朋友，在石油和牲畜方面生意做得很大的德州人巴德·迪拉德介绍了我们认识。我经常与邦克讨论经济和市场问题，尤其是通胀。就在我们这次会面几周之前，伊朗武装人员攻击了美国驻德黑兰大使馆，将52名美国人扣为人质。当时美国人排很长的队购买天然气，市场波动剧烈。显然，空气中弥漫着一种危机感：整个国家困惑、沮丧、愤怒。

和我差不多，邦克也看到了债务危机和通胀风险。在之前的几年里，他一直想把自己的财富从纸币上转移，于是他一直在购买大宗商品，尤其是白银。他最初是以约1.29美元一盎司的价格买入白银，以对冲通胀风险。随着通胀率和银价上升，他不断买入白银，直到他已基本接近白银市场的顶点。那时，白银的交易价格约为10美元。我告诉他，我觉得可能是时候退出了，因为美联储已采取更保守的态度，准备将短期利率提高到长期利率之上（这种情况又称为“收益率曲线倒挂”）。每当发生这种情况时，对冲通胀的资产价格都会下跌，经济都会下滑。但邦克当时在做石油交易，而他接触的中东石油生产商仍然担忧美元贬值。他们告诉邦克，他们也将买入白银，作为对冲通胀的资产，于是邦克在对银价会继续上升的预期中继续买入白银。我则退出了。

1979年12月8日，我和芭芭拉有了第二个儿子保罗。一切都在飞快地变化，但我喜欢这种快节奏。

到1980年年初，银价已上涨到接近50美元，一直都是富翁的邦克更是富得流油。虽然在银价上涨到10美元的过程中，我曾赚了很多钱，但我还是后悔自己错过了向50美元狂奔的银价。但至少，通过退出，我确保了自己没有赔。在每个投资者的职业生涯中，都有焦虑的时刻，你对未来的期待与真正发生的情况不符，你不知道自己面临的是巨大的机会还是灾难性的错误。因为我很强的“看对但及早收手”的倾向，所以我更愿意相信这样做是对的。这种做法的确是对的，但错过了40美元的银价涨幅，对我而言是不可原谅的。

最终在1980年3月，银价的暴跌开始了，一直跌到11美元以下。这给邦克造成了毁灭性打击，在他破产的同时，几乎整个美国经济也下滑

了。^[1]美联储不得不出手干预，以控制连锁反应。所有这些让我牢牢记住了一个永不磨灭的教训：时机就是一切。我很宽慰自己提前退出了白银市场，但看到全球首富（也是一个我惺惺相惜的人）破产实在是一件令人心碎的事。但与即将到来的事情相比，这不算什么。

扩大团队

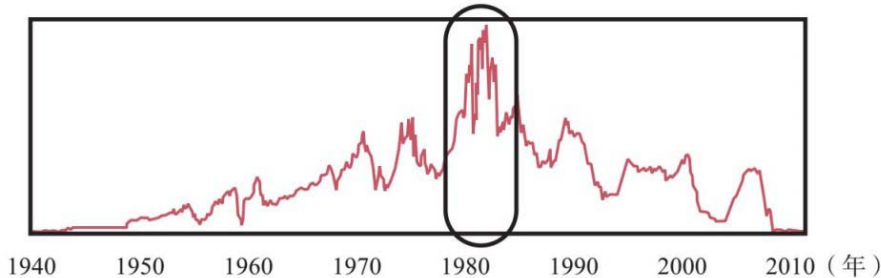
这一年稍晚的时候，一个很不错的家伙保罗·科尔曼加入了桥水。此前我们在做牲畜和牛肉交易时成为好朋友，我欣赏他的才智和价值观，所以我说服他相信，我们能够联手征服那个世界。科尔曼从俄克拉荷马州的盖蒙带来了他迷人的妻子和孩子，我们两家变得亲如一家。我们以一种随性的、不拘小节的方式经营着桥水。因为这座公寓里我用来工作的办公区域通常一片狼藉，桌子上经常摆满了前一天晚上边吃饭边工作时剩下的鸡骨头和其他杂物，所以我们所有的会见客户活动都在哈佛俱乐部进行。科尔曼会在我那凌乱的房间里藏一件干净的蓝色牛津布衬衫和一条领带，以便我穿去开会。1981年，我们两家决定在一种更具乡村气氛的环境中生活，所以我们搬到了康涅狄格州的威尔顿，在那里经营桥水。

我和科尔曼的工作方式是挑战彼此的想法，努力找到最好的解决方案。我们一直是来回交锋，而且很喜欢这么做，尤其是在有很多事情需要弄清楚的时候。我们经常就市场以及市场背后的力量辩论到深夜，在上床睡觉之前把数据输入计算机，第二天早上查看计算机得出了什么结果。

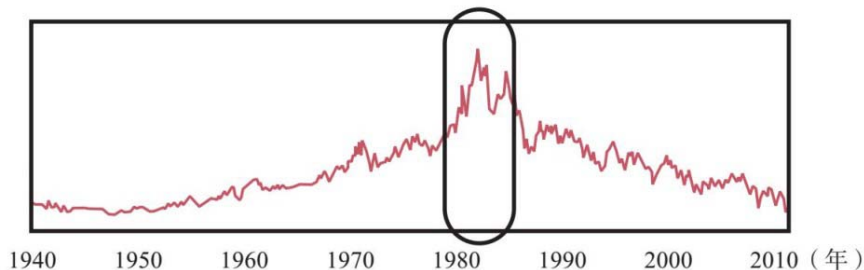
我的大萧条预警

1979—1981年，美国经济的状况比2007—2008年金融危机期间还要差，市场变得更加动荡。事实上，一些人会说这是迄今为止最动荡的一段时期。下图显示了1940年至今收益率和黄金价格的波动性。

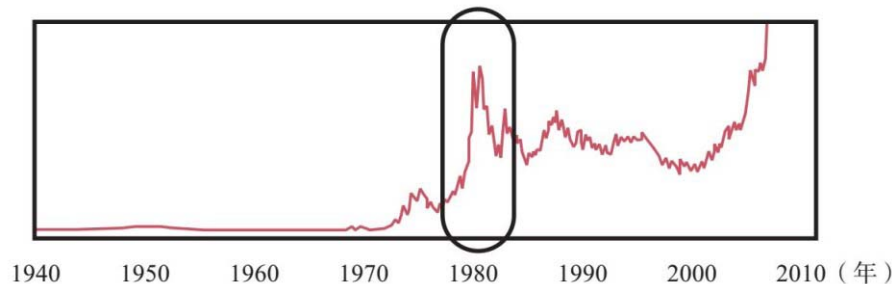
美国3个月期国库券收益率



10年期债券收益率



黄金价格



从图中可以看出，1979—1982年的情况是史无前例的。这是过去100年里最具有转折点意义的时代之一。全球的政治钟摆摆向了右侧，使玛格丽特·撒切尔、罗纳德·里根和赫尔穆特·科尔走上政治舞台。“自由主义”不再意味着支持进步，而是变成了“付钱让人不工作”。

正如我当时察觉到的那样，美联储处在两难境地。他们有两种选择：通过印钞缓解债务问题，让经济保持增长（印钞已经使通胀率在1981年达到了10%，导致人们抛售债券，买入对冲通胀的资产）；或者采取极为严厉的紧缩政策，彻底打垮通胀（这将让债务人损失惨重，因为当时的债务已经达到了大萧条以来的最高水平）。问题变得越来越明显：通胀水平不断升高，而经济活力不断下滑。这两者似乎都发展到了危急关头。债务增速继续远远高于收入增速，而借债者需要收入来还

债，同时美国的银行大量向新兴国家放贷，规模远远超过了它们的资本金。1981年3月，我写了一篇《每日观察》，题为“下一场萧条已经显现”，末尾的结论是：“我们债务的庞大规模意味着这场萧条将和20世纪30年代的那场一样严重，或者更糟。”

这个观点极具争议性。对大多数人而言，“萧条”是一个吓人的字眼，只有怪异和耸人听闻的人才会使用，而慎思明辨的人是不会郑重宣扬这个词的。但我当时已经研究过可追溯到1800年的债务和经济萧条问题，进行了自己的计算，并确信一场以新兴国家为先导的债务危机将会爆发。我必须和我的客户分享我的思考。因为我的观点极具争议性，所以我请求其他人推演我的逻辑，并向我指出哪里不严谨。谁都没能找到我逻辑中的任何缺陷，但他们都不愿赞同我的结论。

因为我相信只有两种可能，或者是通胀加速，或者是一场通缩性的萧条，所以我同时持有黄金（它在通胀加速的情况下表现很好）和债券（它在通缩性萧条的情况下表现很好）。截至当时，黄金和债券一直在朝相反方向变化，变化方向取决于通胀预期是上升还是下降。持有这些资产似乎比持有其他资产安全得多，例如会在通胀环境下贬值的现金，以及会在萧条发生时暴跌的股票。

最初，市场的变化对我不利。但我在白银和其他领域的交易经验告诉我，我对于时机的选择存在滞后性，于是我相信我只是提前行动了，我所期待的情况很快会发生。没过多久，1981年秋，美联储的紧缩政策产生了毁灭性的结果，我在债券上的押注开始取得回报，而我之前提出的怪异观点看起来已经开始变得正确了。1982年2月，美联储暂时性地增加流动性，以避免发生“钱荒”。1982年6月，随着争抢流动性的竞争加剧，美联储以印钞作为回应，使流动性达到了保罗·沃尔克被任命为美联储主席以来的最高水平。但这依然没有产生足够的效果。

人生最惨重失利

1982年8月，墨西哥对其债务违约。那时，几乎所有人都清楚地看到，很多其他国家也会步其后尘。这件事非同小可，因为美国银行正在向像墨西哥一样高风险的其他国家提供贷款，总额约为其资本金总和的250%。美国的商业贷款活动逐渐陷于停顿。

因为我是少数预见到这一情况的人，我开始得到很多关注。美国国会就这场危机举行了听证会，并邀请我去作证。11月，我成为《路易斯·鲁凯泽华尔街一周》的特约嘉宾，这是从事市场交易工作的人必看的节目。在这两个场合，我都自信地宣称，我们正在走向一场萧条，并解释了原因。

在墨西哥违约之后，作为对经济崩溃和债务违约的回应，美联储增加了货币供给。这使得股市出现了创纪录的涨幅。尽管这让我意外，但我将这一现象解读为市场对美联储行动的条件反射式反应。毕竟，在1929年，股市上涨15%之后，就出现了史上最大规模的崩盘。1982年10月，我在一份备忘录中写下了我对事态的诊断。我认为，美联储的努力失效，经济走向崩溃的概率是75%；美联储的行动一开始成功刺激经济，但最终仍然失败的概率是20%；美联储提供了足够的刺激来挽救经济，但最终触发恶性通胀的概率是5%。为了通过对冲规避最不利的可能性，我开始买入黄金和国债期货，作为对欧洲美元的对冲，这是一种押注于信贷问题加剧的风险控制方式。

但我大错特错了。在经历了一段延迟期后，美国经济对美联储的努力做出了回应，以一种无通胀的方式复兴。换言之，在通胀率下降的同时经济增长加速。股市开始了一轮大牛市。在接下来的18年里，美国经济经历了一段史上最繁荣的无通胀增长时期。

怎么会发生这样的事？最终，我找到了原因。随着资金大举撤出那些借债国，回流美国，一切都改变了。这使美元升值，给美国经济造成了通缩压力，从而使美联储可以在不加剧通胀的情况下降息。这驱动了一场经济繁荣。银行得到了保护，一是因为美联储借给它们现金，二是因为债权国委员会以及国际货币基金组织、国际清算银行等国际金融重整机构做出了安排，使债务国能够以举借新债的方式履行还债义务。这相当于所有人都可以假定一切良好，然后在许多年的时间里逐渐把那些不良债务减记。

我在这段时期的经历，就好像不断被球棒打到自己的头。犯下如此大的错误，尤其是在众目睽睽之下，是极具羞辱性的，也让我几乎失去了我在桥水创造的一切。我发现之前的我是一个自以为是的笨蛋，顽固地坚信一个大错特错的观点。

这就是我从业8年之后的情况，毫无成就可言。尽管我对的时候比

错的时候多得多，但我还是一下子回到了原点。

那段时间，我损失的钱太多了，以致我付不起与我共事的人们的工资了。我不得不让他们一个接一个地离开，只剩下两名职员——我和科尔曼。接着科尔曼也不得不离开了，在所有人的泪水中，他一家收拾行装回到了俄克拉荷马州。于是桥水只剩下了一名职员——我自己。

失去我如此关心的人，我为自己而工作的梦想差一点就要毁掉，这对我来说都是毁灭性的。为了实现收支平衡，我甚至不得不向我父亲借了4 000美元，直到我卖掉了第二辆车。我走到了一个岔路口：我是不是应该打起领带在华尔街找一份差事？那不是我想要的生活。但另一方面，我有一个妻子和两个尚且年幼的孩子要养活。我意识到，我正面临着人生中最重大的转折点之一，而我的选择将对我和家人的未来产生巨大的影响。

找到一种方法，克服我顽固难治的投资问题

通过市场交易赚钱是很困难的。对此，才华横溢的交易者和投资家伯纳德·巴鲁克形象地说道：“如果你已经做好准备放弃一切其他东西，像医科学生研究解剖一样仔细地研究市场的整个历史和背景，并研究所有主要上市公司——如果你能做到上述的一切，同时你还拥有赌博者的镇定、洞察者的第六感和狮子的勇气，你才有可能抓住一丝机会。”

回头来看，导致我崩盘的那些错误明显得令人难堪。第一，我离谱地过度自信，并放纵自己被情绪左右。我（再次）学到，无论我知道多少东西，无论我多么勤奋，我都不能自信地做出绝对的断言，就像我在《路易斯·鲁凯泽华尔街一周》节目中所说的那样：“软着陆将不会发生。我可以绝对肯定地这么说，因为我知道市场是怎么运作的。”直到今天，我都为当初的自以为是感到震惊和难堪。

第二，我再次领会到了研究历史的价值。归根结底，当时发生的不过是“旧事重演”。我当时应该意识到，以一国货币计价的债务，可以在该国政府的帮助下被成功重组，而且，当各国央行同时提供刺激时（它们在大萧条达到谷底的1932年3月这么做过，而且在1982年又这么做了），通胀和通缩能够互相对冲。像1971年时一样，我未能意识到历史

的教训。对这一点的认识，引导我努力理解过去100年里所有主要经济体与市场发生的所有活动，并总结出经过仔细验证的永恒和普适的决策原则。

第三，这次事件提醒我注意，把握市场的时机是多么困难。我对市场平衡水平的长期估计并不是足够可靠的押注对象。从我下注到我的估计变成现实（如果真的会发生的话），其间会发生太多事情。

凝视着这些失败，我明白了，如果我不想带着再次遭遇重大挫折的高概率继续前行的话，我就必须客观地看待自己，并做出改变。我在追求自己的目标时总会表现出一种天然的进攻性，我要学习一种更好的方式来处理这种进攻性，这可以成为我改变的出发点。

想象一下，为了拥有美好的生活，你必须穿越一片危险的丛林。你可以安全地留在原地，过着普通的生活；你也可以冒险穿越丛林，过着绝妙的生活。你将如何对待这一选择？花点时间想想这件事，因为无论其形式如何，这是我们所有人都必须做出的一个选择。

即使在我一败涂地之后，我也明白，我必须追求这种伴随着种种风险的精彩生活，因此我的问题是如何“穿越这片危险的丛林”而不在途中被杀死。回头来看，我的一败涂地是在我身上发生过的最好的事情之一，因为它让我变得谦逊，而我正需要谦逊来平衡我的进攻性。我学到了一种很好的恐惧犯错的意识，这把我的思维定式从认为“我是对的”变成了问自己“我怎么知道我是对的”。我清楚地看到，回答这个问题的最好方式是找到其他的独立思考者，他们与我肩负共同的使命，但对问题的看法与我不同。通过以一种经过深思熟虑的辩论方式与他们交流，我就能理解他们的推理，并让他们对我的推理进行压力测试。我们都可以通过这种方式降低自己犯错的可能性。

换言之，我的目标只是让自己正确——我并不关心正确的答案是不是来源于我。所以我学会了让自己保持极度开明的心态，允许其他人指出我可能疏忽的东西。我发现，我能够成功的唯一途径将是：

- 1.找到与我观点不同的最聪明的人，以便自己能够努力理解他们的推理。
- 2.知道自己在什么时候不能有明确的意见，不急于下结论。
- 3.逐步归纳永恒和普适的原则，对其进行测试，将其系统化。

4.通过平衡风险来保持较大的回报，并降低下行波动。

这么做将显著提高我相对于风险的收益，而且相同的原则也适用于生活的其他领域。最重要的是，这一经历引导我把桥水打造成了一个创意择优的机构。它不是一个专制机构，由我领导，其他人跟从；也不是一个民主机构，每个人都有平等的投票权；而是一个创意择优的机构，鼓励经过深思熟虑的意见不一致，根据不同人的相对长处分析和权衡他们的观点。

使人们相互对立的观点公开化，并对其进行分析，让我对人们的思考方式有了很多了解。我逐渐发现，人们的最大缺点与其最大优点互为正反面。例如，一些人倾向于过度冒险，而其他人的风险规避性过强；一些人过度关注细节，而其他人的思维过于宏观。大多数人都是在某个方面过度，而在另一方面不足。通常，当我们遵循自己的自然秉性做事时，我们可能考虑不到自身的弱点，这将导致我们走向失败。最重要的是失败之后怎么做。成功的人改变他们的做法，这使他们能够继续利用自己的优势，弥补自身的不足，而不成功的人不会这样做。在后文中，我将描述改变的具体策略，但在这里需要注意的重要一点是，只有当你能承认甚至接受自身的弱点时，你才能做出对自身有益的改变。

后来我发现，我遇到的大多数极为成功的人都曾经历过类似的惨痛失败，这让他们得到了教训，正是这些教训最终帮助他们走向成功。史蒂夫·乔布斯在回顾1985年其被苹果解雇的经历时说：“那是一剂苦药，但我猜患者需要它。有时生活会给你当头一棒。不要失去信念。我确信推动我不断向前的唯一动力，是我喜欢我做的事。”

我发现，想要追求卓越，你就必须挑战自己的极限，而挑战自己的极限可能会使你一蹶不振，这将造成很大的痛苦。你会觉得自己已经失败了，但这不一定是失败，除非你自己放弃。信不信由你，但之后你的痛苦将会逐渐消散，你在未来将会迎来很多其他机会，尽管当时的你也许看不清这些机会。你能做的最重要的事情是总结这些失败提供的教训，学会谦逊和极度开明的心态，从而增加你成功的概率，然后继续挑战自己的极限。

我最后的这个教训也许是最重要的一个教训，因为在我的一生中，这个教训一次次地适用。最初，我似乎面临着一个“要么全得、要么全

失”的选择：我或者冒很大的风险追求高回报（并有可能在此过程中一败涂地）；或者降低自己的风险，满足于取得较低的回报。但我想要的是既承受低风险也享受高回报，在探索如何使之变得可能的过程中，我学会了在面对两个你都需要但看起来相互矛盾的东西时，你需要耐心地做出选择。通过这种方式，你将摸索出如何尽最大可能让二者兼得。几乎总是存在着一条你还没有发现的有利的道路，所以你需要不断找下去，直到找到它，而不是满足于最初对你显而易见的那种选择。

尽管这个过程很艰难，但我最终找到了一条鱼与熊掌兼得的道路。我称它为“投资的圣杯”，这也正是桥水成功背后的秘密。

[1] 邦克无力履行自己的义务，尤其无法满足经纪公司对他的保证金要求，最终导致连锁违约。

我的试炼之路 (1983—1994年)

在我一败涂地后，我几乎破产，甚至筹不到足够的钱买一张飞机票去得克萨斯州拜访一个潜在客户，尽管我可能从中赚到的服务费是票价的很多倍。于是我没有成行。不过，我逐渐培养新客户，赚到收入，并组建了一支新团队。随着时间的推移，我的顺境大幅增多，而我的逆境既是可以容忍的，又是具有教育意义的。我从来不认为我所做的是建立（或者重新建立）一家公司，我只是想争取得到玩我的投资游戏所需要的东西。

计算机是我得到的价值最高的东西之一，因为计算机对我的思考有很大帮助作用。没有计算机，桥水绝不可能取得后来的成功。

最早的微计算机（后来被称为个人计算机）在20世纪70年代后期上市，而我一直像计量经济学家一样使用计算机，把统计学和计算能力应用于经济数据，以分析经济机器的运行状况。我在1981年12月发表的一篇文章中写道，我相信（我至今依然相信）“理论上……假如有这么一台计算机，能存储世界上所有的事实，同时拥有完美的程序，能以数学方式表达世界所有不同部分之间的所有关系，我们就能完美地预见未来”。

但我距离能够这么做还很远。尽管我拥有的早期系统能够对不同商品的价格最终在什么点达到平衡状态做出有价值的深入分析，但它们未能帮助我总结出强有力的交易策略，它们只能向我显示一个具体的押注最终可能取得回报。例如，我可以通过我的分析最终得出一个观点：某种大宗商品的价格可能是75美分左右。如果它现在的价格是60美分，我就知道买入对我有利，但我无法预测它的价格在升至75美分之前会不会先跌到50美分，所以我无法预知何时买入、何时卖出才是合理的。虽然在很少的情况下，系统可能大错特错，我可能会损失很多钱，但这个“很少”对我而言已经够频繁了。

那段时间我经常引用一句话：“靠水晶球谋生的人注定要吃碎在地上

的玻璃。”1979—1982年，我已经吃了足够多的碎玻璃，也懂得了最重要的事情并不是预知未来，而是知道在每一个时间点上如何针对可获得的信息做出合理的回应。为了做到这一点，我必须拥有大量的经济和市场数据，以便进行分析——而我当时确实拥有这些数据。

从很早的时候起，每当我在市场上开始一笔交易，我都会把自己用来做决策的标准写下来。然后，每当我结束一笔交易，我都会回顾一下这些标准的效果怎么样。有一天我想到，如果我把这些标准转化成公式（现在更时髦的叫法是“算法”），然后用这些公式计算历史数据，我就能检测，假如把我的这些公式运用到历史交易中，效果会怎么样。实践中我是这么操作的：与往常一样，我从自己的直觉开始，但我会用合乎逻辑的方式将这些直觉表达为决策标准，然后用一种系统化的方式描述这些标准，就我在每个特定情境下会如何操作绘出一幅思维导图。然后我会用这些系统处理历史数据，观察我的决策在过去的表现如何，进而根据具体结果合理地改进这些决策规则。

我们利用能够得到的最久远的历史数据（通常超过一个世纪）检测这些系统，范围涉及所有有数据记录的国家，这让我可以很好地透视经济/市场机器在历史上是如何运行的，以及如何对其押注。这样做让我得到了教益，并引导我改进我的标准，使之成为永恒和普适的标准。一旦仔细审查完这些关系，我就能把现实中不断得到的数据输入这些系统，然后计算机就会处理这些数据，做出决策，就跟我在头脑中做的一样。

桥水最初的利率、股票、外汇和贵金属系统就是这么产生的。接着我们把这些系统合并为一个系统，以管理我们的投资组合。我们的这个系统可以对经济的主要症状进行心电图解析，当经济症状变化时，我们就改变自己的投资组合。然而，我并不是盲从计算机的建议，而是在计算机工作的同时自己也进行分析，然后对二者的结果进行对比。当计算机的决定与我不同时，我会检查原因。大多数时候是因为我忽略了某些东西。在这些情况下，是计算机教育了我。但有时我会思考一些新的、我们的系统会忽略的标准，这时是我在教育计算机。我与计算机互相帮助。不久之后，拥有强大处理能力的计算机就比我高效得多了。这很不错，因为这就像是一位国际象棋大师在帮助我对弈，只不过这位大师所依据的一系列标准是我理解而且相信其是符合逻辑的，因此，我们没有理由在任何时候出现根本性的分歧。

在同时“思考”很多因素方面，计算机比我的大脑有效多了，而且计算机做起来更精确、更快、更不易受情绪干扰。并且，因为计算机的记忆力高超，所以随着桥水的发展，它能更好地把我的知识和公司同事的知识积累起来。我和合作伙伴不是就结论进行争论，而是就我们不同的决策标准进行争论。然后我们通过客观地检验这些标准解决我们之间的分歧。在那个年代，计算机飞速增长的处理能力，就像是诸神不断赐予我们的一件件宝物。我记得当时电器连锁店RadioShack推出过一款价格不高的掌上弈棋机，我们给每个客户都送了一台，上面附了一句话：“来自桥水的系统化方法”。这个小小的弈棋机里的游戏共分9级，它在第2级就能轻易打败我。把这个弈棋机送给我的每一个客户是一件很好玩的事，因为这样他们就能看到想要打败计算机化的决策程序是多么困难。

当然，我们也可以选择把系统推倒重来，但我们这么做的时候不到2%，通常是在发生没有计入程序的异常事件时，例如导致世界贸易中心倒塌的“9·11”事件，撤出资金。虽然计算机在很多方面比我们的大脑棒得多，但我们拥有的想象力、理解力和逻辑能力是它不具备的。正因如此，我们的大脑与计算机的合作才是绝配。

这些决策系统比我原来使用的那些预测系统好得多，主要原因是它们能够纳入我们对事态发展的即时反应，让我们可以处理更大范围的可能性。这些系统还能包含择时规则。在1987年1月发表的一篇题为“赚钱还是做预测”的文章中，我解释道：

说实话，预测的价值并不是很高，而且大多数做预测的人并没有在市场上赚钱……原因是没有什么是确定的，而且当一个人把所有影响未来的不同事物的可能性叠加起来，以便做出预测时，他会得出各种各样发生概率各不相同的可能性，而不会得出一个可能性很高的结果……我们相信市场变动反映经济变动，而经济变动反映在经济数据中。通过研究经济数据和市场变动的关系，我们已经归纳出精确的规则用来确认经济/市场环境中发生的重要变化，进而决定我们的投资组合。换言之，我们并不是预测经济环境中发生的变化，然后根据这些预测调整投资组合，而是在变化发生时捕捉它们，不断调整我们的投资对象，以使投资始终集中在当时表现最好的市场上。

在构建这些系统的过去30年里，我们又纳入了许多其他类型的规

则，用来引导我们交易的各个方面。现在，当实时数据发布时，我们的计算机能够分析来自1亿多个数据组的信息，然后以在我看来合乎逻辑的方式向其他计算机发出详细的指令。假如没有这些系统，我很可能已经破产了，或者因要从事如此繁重的工作而被压力逼死了。假如没有这些系统，我们肯定不可能在市场上做得这么好。你将在后文看到，我现在正在研发类似的系统帮助我们做出管理决策。我相信，想要改进你的决策，你能做的最有价值的事情之一，是深入思考你的决策原则，同时以文字和计算机算法的形式把这些原则写下来，在条件允许的情况下进行返回测试，并以实时的方式，在用你的头脑进行决策的同时运用这些原则。

但上面写到的这些内容有些超前了，让我们回头看看1983年的情况。

复兴桥水

到1983年年底，桥水共有6名职员。截至那时，我没有做任何营销。我们得到的业务都源于口碑，以及阅读我的《每日观察》、看到我在公开场合出现的人。但很明显，对于我们的研究的需求越来越多，而我也意识到，我可以出售这些研究，从而补充我们的咨询费和交易收入。于是我雇用了第7名职员罗布·弗里德，他曾做过上门推销《圣经》的工作。于是我们拖着一台幻灯机和一大堆幻灯片上路，四处推销一项月收费3 000美元的打包研究服务，内容包括我的《每日观察》、每周电话会议、双周刊和季度刊的研究报告，以及季度会议。在接下来的一年里，罗布拉来了许多机构客户和机构投资管理者客户，包括通用电气、拱石托管基金、世界银行、布兰迪公司、卢米斯-塞勒斯公司、远见资产管理公司、辛格公司、洛斯公司、通用电话电子公司和威灵顿管理公司。

那时，我们的业务包括三个主要领域：付费咨询服务、管理企业风险从而获得奖励费，以及出售打包研究服务。我们与各种存在市场风险敞口的企业、金融机构、政府机构合作，如银行、多元化国际企业、大宗商品生产商、食品生产商、公用事业机构等。例如，如果一家在不同国家运营的跨国公司面临外汇风险敞口，我们会设计一项计划帮助它应对这些风险。

我的做法是全身心投入对一家企业运营状况的研究，直到我感觉我提交给他们的策略和假设我亲自运营这家企业所用的策略一样。我会把每个公司分成多个独立的逻辑部分，然后想出一项使用各种金融工具，尤其是衍生工具来管理每个部分的计划。最重要的部分是区分核心业务产生的利润，以及价格变化造成的投机性利润与亏损。我们将通过这么做向客户们展示，一种“风险中性”的仓位将是什么样的，也就是说，在企业对市场没有判断的情况下，应当持有何种合适的对冲仓位。我会建议它们，只有在它们愿意从事投机交易时，才可以偏离这个仓位，而且它们必须以慎重的方式，并在全面知晓投机可能对自身核心业务产生何种影响的情况下，才可以进行投机。对于大多数与我们合作的企业客户而言，这个思路令它们眼前一亮。这能让它们看清楚并掌控形势，同时带给它们更好的运营效果。有时企业客户希望我们代理它们进行投机交易，而我们会要求一定的利润分成。

确立一个“风险中性”的基准仓位，在进行慎重的冒险时偏离这个仓位，这种做法是一种投资管理方式的起源。后来我们将这种投资管理方式称为“阿尔法叠加”，在这种方式中，消极（“贝塔”）和积极（“阿尔法”）的风险敞口是区分开来的。来自某一市场（如股票市场）的回报本身称为该市场的“贝塔”，与别人竞争而冒险押注所产生的回报称为“阿尔法”。例如，一些人的回报高于股市平均水平，而另一些人的回报低于股市平均水平，我们就说他们分别有正面和负面的“阿尔法”。我们用阿尔法叠加的方法提供了一种不受潜在市场表现影响的押注方式。利用这种方式对待市场让我明白，成为一个成功的投资者的要诀之一，是只对你有高度信心的投资对象进行冒险押注，并对这些对象进行充分的分散投资。

艾伦·邦德是我们在20世纪80年代中期服务过的一个客户。他是一个大胆的企业家，是澳大利亚最富有的人之一。作为一个靠自己努力成功的人，邦德成为第一个在美洲杯帆船赛上夺冠的非美国人，当时该赛事已有132年的历史。他因此成名。像邦克·亨特一样，邦德最终押下了错误的赌注，被迫宣布破产。在他和他的团队取得成功的过程中，我向他们提供建议，在他倒下的过程中，我也一直伴随，因此我近距离目睹了这场悲剧的发生过程。邦德的情况是一个经典案例：混淆了经营和投机，而选择对冲的时机又太晚。

邦德借入美元购买资产，如澳大利亚的酿酒厂。他这么做是因为美

国的利率低于澳大利亚的利率。尽管他没有意识到，但其实他是在赌最终用来还债的美元不会升值。20世纪80年代中期，美元真的对澳元升值了，而邦德从啤酒销售中赚得的澳元收入不足以偿还他的债务，于是他的团队请我提供咨询意见。我计算了在进行外汇对冲的情况下邦德公司的财务状况将会如何，发现这么做的结果肯定是毁灭性的亏损，所以我建议他们等待。当澳元汇率上涨时，我建议他们开始做对冲，但他们没有做，因为他们相信自己面临的汇率问题已经消失了。不久之后，澳元汇率急剧下跌到新低，他们又请求我参加一场紧急会议。但这时几乎不管他们怎么做，结果都将是毁灭性的亏损，所以他们再次什么也不做，而这一次澳元汇率没有再上涨。目睹世界上最富有、最有成就的人之一失去了一切，给我留下了深刻的印象。

我们还开展了与市场有关的一次性咨询项目。1985年，我和我的好朋友、了不起的交易者保罗·都铎·琼斯合作，设计了一项美元期货合同（一项跟踪美元相对于一篮子外汇的价格变化的可交易指数）。这项合同在纽约棉花交易所上市交易，直至今天。我还和纽约期货交易所合作，帮助设计和推销它的CRB期货合同（一项跟踪一篮子大宗商品价格变化的可交易指数）。

与大多数从事市场交易工作的人不同的是，我从来不愿仅仅因为投资产品会卖得好就去设计它们，尤其是常规投资产品。我想要的只是进行市场交易，建立人际关系，设身处地地为我们的客户服务。但我也喜欢设计崭新的东西，尤其是当这些东西很了不起、很有革命性的时候。到20世纪80年代中期时，我能够清楚地看到以下情况：首先，我们在利率和货币市场上做得很不错，而购买我们研究的机构投资管理者们也在利用这些研究赚钱；其次，我们正在成功地管理企业的利率与货币风险敞口。随着这两方面业务的顺利进展，我开始设想我们自己也能成为成功的机构投资管理者。所以我去游说世界银行养老基金的运营者，其中最重要的是希尔达·奥乔亚，当时世界银行的CIO（首席投资官）。尽管当时我们并没有管理任何资产，也没有这方面的从业经历，但她授权我们管理一个500万美元的美国债券账户。

这对我们来说是一个巨大的转折点，因为我们今天所知的桥水就奠基于此。我们为世界银行采取的运营策略是在持有现金和持有20年期美国国债券之间转换，因为这些仓位让我们可以对利率的变化方向进行杠杆化押注。当我们的系统显示利率所承受的压力会导致利率下降时，我

我们就持有20年期国债；而当系统显示利率会上升时，我们就继续持有现金。我们干得很不错，不久之后，其他大型机构投资者也开始授权我们管理资金。我们接下来赢得的两个资金账户来自美孚石油和辛格公司，其他客户也接踵而至。我们逐渐成为全球表现最优秀的美国债券管理者。

在中国“关闭的大门”背后探险

提供咨询服务的一个好处是，它给了我旅行的机会。越是不寻常的地方，我发现的乐趣越多。在这种好奇心的驱使下，我在1984年来到北京。在我此前的人生中，我看过的唯一的中国景象是挥舞着“红宝书”的人群，因此，有机会到这个当时依然几乎国门紧闭的国家看看，是很有吸引力的。我得到邀请是因为我在香港有一个小的办公室，其主管是中国国际信托投资公司的顾问。当时，中国国际信托投资公司是中国唯一允许与外界交流的“窗口企业”。北京到处都有很棒的、极为好客的人，他们教给了我们一项传统——在喊“干杯”的同时一口喝下杯中的茅台酒，并盛情地款待了我们。我、我妻子和另外几个人参加了这一次的中国之旅，由此开启了一段成果颇丰的30多年的历程，这段历程给我和我的家人都带来了深刻影响。

当时的中国还没有金融市场。最终由9家中国企业（包括中国国际信托投资公司）联合成立的、一个名为“中国证券市场研究设计中心”的小组开始建设金融市场。这个小组在1989年启动，他们最初是在一个很小的宾馆房间里运作，几乎没有任何资金。我现在还清晰地记得去他们的办公室要经过一个弯曲的金属楼梯，楼梯下有一个巨大的垃圾箱。我真的很敬重这些年轻人敢在这种时候冒这些风险，所以我向他们捐了一笔小钱，助他们一臂之力，并对能和他们分享我了解的东西而感到兴奋。这些人从无到有，建立起了中国的资本市场，以及政府的证券监管机构。

1994年，我成立了一家公司，名为“桥水中国合作伙伴”。我确信中国注定会在21世纪成为全球最大的经济体，可是当时几乎没有人在中国投资。但划算的交易总是能够达成。我能向我的机构投资客户介绍机会，从而带来钱；我也能把中国企业介绍给美国企业，从而提供专门知识，作为交换，我们能在这些企业中得到股份。从实质意义上说，我正

在中国建立第一家总部在美国的私人股权企业。

我带了一小群机构投资者客户访问中国，从而启动了这家企业。这些机构投资者客户一共管理着700亿美元的资产。回到美国后，我们一致同意更进一步，在北京设立一家联合控股的商业银行。尽管我早就知道，进入一个此前几乎没有人涉足的地域，需要很多试验和学习很多东西，但我很快意识到，我严重低估了我们给自己设定的任务的复杂性，以及所需要的时间。我发现我总是需要在凌晨3点接电话，努力弄明白我们感兴趣的那些企业不可靠的财务报表和可疑的股权结构，而在天亮之后，我还需要处理桥水的各种工作。

在这样的情况持续了约一年之后，我明白同时运作桥水和“桥水中国合作伙伴”是不可能的，所以我关闭了这家公司。没有人赚钱也没有人赔钱，只是因为我对我看到的情况不放心，不足以让我做出任何投资决策。我相信如果我把全部时间都用到这方面的话，我们会取得很大的成功，但那样的话，桥水也不会是今天这个样子。尽管错过了这个好机会，但我并不后悔我的决定。我了解到，如果你以勤奋和有创造性的方式工作，你几乎可以得到你想要的任何东西，但你不可能同时得到所有东西。成熟意味着你可以放弃一些好的选择，从而追求更好的选择。

尽管我放弃了这个机会，但中国依然是我个人和家人生活的重要组成部分。我们喜欢中国，尤其是中国人。1995年，我、我的妻子芭芭拉和我11岁的儿子麦修共同决定，麦修将在北京待一年，上一所全中文教学的学校，并和我们的朋友顾阿姨一起生活。顾阿姨曾与我们在美国一起生活过一段时间，麦修3岁时，我和芭芭拉带他去中国拜访过顾阿姨。当时中国的生活水准与麦修熟悉的康涅狄格州的情况大为不同。例如，顾阿姨和她丈夫的住所每周只有两次洗热水澡的机会，而麦修上的史家胡同小学直到冬天开始后很久才会供暖，所以学生在教室上课时都穿着棉袄。麦修不会说汉语，而他的同学没有一个会说英语。

所有这一切并不只是麦修面临的一场大冒险。这样做绝对是史无前例的，而且需要得到中国政府的特别许可。我为麦修感到兴奋，因为我知道他将会看到一个不同的世界，并开阔他的眼界。芭芭拉需要一些信心，并且几次咨询了一位儿童心理学家，以便打消疑虑。但她曾独自一人在世界各地生活，知道这样的经历对自己有多大的好处，于是她最终也接受了这个想法，尽管对于让儿子与我们分开生活，她没有我那么兴奋。这段艰难但改变了麦修一生的经历，对他的价值观和人生目标产生

了深刻的影响。因为他爱上了中国（他说他从那一年起就成为中国的一部分），也因为他明白了同情心相对于物质财富的价值，所以当麦修只有16岁时，他就成立了一家慈善机构——中国关爱基金会，以帮助有特殊需求的中国孤儿。他运营这家机构12年（直至今今天，但投入程度已大大降低），后来把主要精力转向重新构思如何在新兴市场国家发展计算技术，并通过他的公司“无穷”落实这一构思。我也从麦修那里学到很多，尤其是从事慈善活动的快乐，而且我们都学习到拥有很好的人际关系能够给人带来巨大的快乐。这些年来，我（以及桥水）也和中国很多了不起的人物建立起了富有意义的关系，而且我们帮助中国的金融机构从雏形组织发展为复杂的庞然大物。

桥水逐渐与不少国家的人和政府建立了关系，中国不是唯一的一个。新加坡、阿布扎比和澳大利亚的政府投资基金，俄罗斯和欧洲的决策者，都通过他们的代表与我们接洽。我拥有的经验、我掌握的看问题的视角、我能够提供的帮助，加在一起构成了一系列巨大的回报，和我从我的职业生涯中获得的其他类型的回报一样大。

我与新加坡人民以及该国机构的联系，也给我带来了惊喜。直至今今天，李光耀一直是最景仰的领导人，他把新加坡从一个蚊虫肆虐的默默无闻之地变成了一个现代经济体。这样说并不夸张，因为我还认识并景仰另外几位世界级的领导人。我一生中最兴奋的时刻之一就是和李光耀在我纽约的家中共进晚餐，那是在他2015年去世前不久。李光耀主动提出和我一起吃饭，以讨论世界经济形势。我邀请了美联储前主席保罗·沃克（也是我景仰的一个人）、前美国财政部长鲍勃·鲁宾（他的丰富经历给了他很好的看问题的视角），以及查理·罗斯（他是我认识的最有好奇心和洞察力的人之一）。除了回答李光耀的问题之外，我们也询问了他对于世界事务和世界领导人的看法。因为他几乎认识过去50年里所有的世界领导人，所以我们问李光耀，具有什么品质的领导人才是伟大的领导人，而不是糟糕的领导人，以及他对当时正在发挥领导作用的那些人的看法。李光耀认为安格拉·默克尔是西方世界最好的领导人，普京是全球最好的领导人之一。他解释说，评判一个领导人时必须结合相关背景，即他们遇到的具体情况，进而向我们说明了，领导俄罗斯是多么困难，以及他为什么认为普京在这方面做得不错。他还回忆了他与邓小平的独特关系，他认为邓小平是所有领导人中最好的。

我喜欢在有趣的地方认识有趣的人，并通过他们的眼睛看世界。不

管他们是富是穷，这样做都有益处。我在巴布亚新几内亚认识了那里的土著人，对我而言，学习从他们的视角看待生活，与从全球政治经济领导人、改变世界的企业家和最优秀的科学家那里学习看问题的视角具有同样的启发作用。我永远都忘不了我们在叙利亚的一座清真寺里遇到的那位盲眼圣哲，他向我解释了《古兰经》，以及他和真主的联系。类似这样的邂逅让我明白，人类的伟大和不同凡响并不取决于财富或者其他世俗的成功衡量标准。我还明白，在没有真正通过别人的视角看待事物之前就对别人下判断，会妨碍对他们所处环境的理解，而且这样做很不明智。我建议你保持足够的好奇心，始终愿意去理解那些看问题与你不一样的人是怎么形成他们看问题的方式的。你将会发现这很有趣，而且益处无穷，而你获得的更丰富的视角将帮助你决定你应当怎么做。

我的家庭和我的大家庭

我的家庭、由同事组成的大家庭以及我的工作，一直以来对我都极为重要。像对任何人一样，兼顾工作和家庭，对我来说也是个巨大的挑战，更重要的是我希望两边都料理得很好，所以我总是尽可能地把二者结合。例如，我在出差时会带上孩子们。我最初带着大儿子德温去中国出差，后来带着麦修，招待我们的人始终非常友善，会给他们饼干和牛奶。在阿布扎比时的一段美好回忆是，我的客户兼朋友带着我和二儿子保罗去沙漠，用新宰的羊做烧烤。保罗身穿对方给他的传统长袍，我问他感觉如何，他说：“席地而坐，身穿宽衣大袍，与亲切的人一起用手吃东西，还有比这更美好的事吗？”我们听了哈哈大笑。我还记得有一次，当时只有10岁左右的大儿子德温，在中国以每条1美元的价格购买了许多黑丝巾，然后在圣诞节前夕在一个购物中心以每条20美元的价格卖出。这仅仅是展现他商业天赋的最初迹象。

到20世纪80年代中期，桥水已经发展到了10个人左右，于是我租了一栋巨大的旧农舍。桥水占据了一部分，我的家占据了其余部分。当时公司的气氛就像家庭一样，非常随意：所有人都在行驶道上停车，我们围着厨房的餐桌开会，我的孩子们在上厕所时会把门开着，和我共事的人在经过时会向他们招手。

最终，这个农场被挂牌出售，于是我买下了这块地产上的一座大农舍，并装修了一下。我、我妻子，以及我们的孩子（最终我们有了4个

孩子）住在这座大农仓中的一个套间里。同时我给那个尚未完工的干草仓装上了电力地暖，将其改造成一个办公室。我选择电力地暖是因为它装起来最便宜。那是一个举办聚会的好地方，那里也有足够的场地供我们踢足球、打排球、吃室外烧烤。圣诞节聚会时，全家人会和同事们各自带上拿手菜。几杯酒下肚，圣诞老人会出现，我们会坐在他的腿上拍照，再看看拍照过程中谁在淘气，而谁表现得很端庄。这样的夜晚总是以尽情跳舞结束。我们还有一年一度的“不拘小节日”，所有人都会穿得很随便。明白我的意思了吧：桥水是由相亲相爱的人组成的一个小集体，这些人工作时勤奋努力，玩耍时开心畅快。

鲍勃·普林斯于1986年加入桥水，当时他只有20多岁，到现在30多年过去了，我们两人作为联合CIO，依然是亲密的合作伙伴。从最初的时候起，每当我们俩就观点展开辩论和交锋时，都像是在“弹奏一曲美好的爵士乐”。我们至今仍然喜欢这么做，而且会一直这样做直到死亡将我们分开。无论对客户还是同事而言，鲍勃都是一位好老师。随着时间的推移，他变得就像我的兄弟一样，也是桥水最关键的建设者和支柱之一。

很快，桥水开始看起来像是一家真正的公司了。我们因规模扩大而搬出了那个农仓，搬进了一个商业区里的一间小办公室。到20世纪80年代末，我们共有20个人。但即使在我们扩大规模的过程中，我也没有把任何与我共事的人看作雇员。我一直希望过上一种充满有意义的工作和有意义的人际关系的生活（也希望和拥有相同愿望的人做伴），对我而言，有意义的人际关系是指开放诚恳的关系，人们彼此坦诚相待。我从来都不看重更传统的、冷冰冰的人际关系，人们只是摆出一副礼貌的面孔，不说出心里真实的想法。

我认为所有的组织中基本只有两种类型的人，一种是把工作视为一项使命的一部分，另一种是为薪水工作。我希望我周围的人都是和我有相同需求的人，即那些为了自己而把事情弄明白的人。我说话很坦诚，也希望我周围的人说话坦诚。我为追求我觉得最好的东西而奋斗，而我希望他们也一样。当我觉得谁做了什么蠢事时，我会直说，同时我也希望他们在我干了蠢事时直言相告。这样做将让我们所有人获益。在我看来，强大而富于创造力的人际关系就是这个样子的。以任何其他方式运行的组织都将是低效的、不符合伦理的。

经济与市场发生的更多剧烈动荡

剧烈的市场动荡帮助塑造了我，以及我看待生活和投资的方式，而1987年和1988年这两年充满了这样的动荡。我们是少数几个在1987年10月19日“黑色星期五”之前做空股票的投资经理之一，那一天美国股市出现了历史上的最大单日跌幅。我们得到了很多关注，因为我们的业绩增长了22%，而大多数人的业绩都下滑了很多。媒体称我们是“十月英雄”。

很自然地，1988年到来后我感觉很不错。我在一个高度动荡的年代长大，而且学到了对付这种动荡的最好方式就是搏击弄潮、为我所用。我们使用我们的指数系统捕捉经济基本面的不断变化，同时用我们技术性的趋势跟踪过滤系统证实价格变化情况与指数系统显示的一致。当二者指向同一方向时，系统会发出一个强烈信号；当二者不一致时，信号就很微弱或者没有。但后来的事实证明，1988年几乎没有发生什么市场动荡，于是我们的技术性过滤系统给我们造成了很大损失，最终我们把1987年收益的一半多一点又弄丢了。这种滋味不好受，但这件事也教给了我们一些重要的教训，并促使我和鲍勃用更好的价值衡量与风险控制手段取代了技术性的趋势跟踪过滤系统。

直至那时，我们的系统完全是分立式的：当我们越过某个预先设定的门槛时，我们就会从完全的多头仓位转向完全的空头仓位（很像我们为世界银行服务时从债券转向现金）。但我和鲍勃在看待形势时的确信程度并不总是相同，而且，当我们这么来回转换时，高昂的交易成本也会让我们吃不消。这让鲍勃烦恼不已。我记得他总是围着办公楼一圈圈地跑步，让自己冷静下来。所以到1988年年底时，我们转而采用一种更具可变性的系统。这个系统让我们可以根据我们的信心程度决定自己押注的规模。从那时到现在，鲍勃对我们的系统做出的这些改进，以及其他改进，不断地取得回报。

并不是桥水每个人的看法都和我与鲍勃一样。公司里的一些人怀疑系统化运作是否可行，尤其是当系统的表现效果不佳时，就像通常的人类决策一样，这种情况经常出现。我向一些同事说了很多道理，才说服他们继续信任这种方式。尽管我无法让他们确信，但他们也改变不了我的想法，因为他们无法向我展示，为什么我们这种把自己的逻辑清晰地详述、测试和系统化的做法，与一种系统化程度较低的决策方式相比，

不是一种更好的选择。

所有了不起的投资者和投资策略都是有弱点的。在弱点呈现时就对其失去信心是一种常见的错误，就像在其有效时对其过于迷恋一样。因为大多数人都有情绪化倾向，不会严格遵守逻辑，所以他们通常会对短期结果反应过度：情况不好时他们放弃，并以过低的价格脱手；好的时候他们又以过高的价格买进。我发现这个道理不仅对投资适用，对人和事物的关系同样适用：明智的人在经历各种沉浮时都始终盯紧稳健的基本面；而轻浮的人跟着感觉走，做出情绪化的反应，对于热门的东西一拥而上，不热的时候又马上放弃。

桥水的下一个立足点

20世纪80年代结束时，我们仍然是一个很小的公司，只有24名职员。1988年，鲍勃介绍我认识了吉赛尔·瓦格纳。在后来的20年里，我和她合作管理桥水的非投资事务。丹·伯恩斯坦和罗斯·沃勒分别在1988年和1989年加入，当时他俩都刚从达特茅斯大学毕业。当时以及此后的很长时间内，我都倾向于聘用没有多少经验，但聪明、坚定、一心致力于把桥水运营好的新毕业生。

与经验相比，我更看重个性、创造力和常识感。我想这与我的经历和信念有关：我在从学校毕业两年后就创办了桥水；我相信拥有把事情探究明白的能力，要比拥有如何做某件事的具体知识更重要。在我看来，年轻人正在创造令人兴奋的鲜活的新东西。用老办法做事的老人没有吸引力。不过我必须补充说明，把责任交给羽翼未丰的年轻人并不总是能产生很好的效果。你即将在后文中读到的一些痛苦教训，这些教训让我明白低估经验的价值也可能是一个错误。

从世界银行最初授权我们管理的500万美元起家，到这时，我们已经在为各种客户管理1.8亿美元的投资，但我们依然想要努力在机构投资业务领域夺得更大的一席之地。当柯达公司养老基金部门的CIO拉斯蒂·奥尔森找我们解决一个投资问题时，我们马上抓住了这个机会。拉斯蒂是一个非凡的创新者，品格卓越，1954年进入柯达，于1972年主管其养老基金。他在养老基金业广受尊重，被视为行业领袖。我们一直在向他发送我们的报告。1990年，他给我们发传真，请我们对他担忧的一件

重要事情发表意见。柯达的资产组合过多集中于股权投资，拉斯蒂担心，假如他掌管的资产的价值剧烈下滑，将会发生什么样的事。在此之前，他已经在努力寻找一种方法对冲这一风险，同时不会导致预期回报降低。

拉斯蒂的传真在一个周五下午到达，我们马上行动起来。得到一位如此有名望、有创新性的客户，将给我们带来很大的改变。我们知道，我们能为柯达提供独特的优质服务，因为我们对债券和金融工程很熟悉，而且我们拥有业内无与伦比的历史性视角。我和鲍勃·普林斯、丹·伯恩斯坦在那个周末连续工作，分析柯达的资产组合，以及拉斯蒂考虑采取的策略。然后我们给他写了一份很长的备忘录，说明了我们的想法。

和我在20世纪70年代解构鸡肉生产商的业务，以及后来解构许多其他公司的业务的做法一样，我们把柯达的养老基金分成不同的组成部分，以便更好地理解这部“机器”。我们提出的解决方案利用了一系列资产组合工程理念，这些理念后来成为桥水独特的理财方式的核心。拉斯蒂邀请我和鲍勃去罗切斯特，然后我们就带着管理1亿美元账户的任务回家了。这改变了一切，不仅给我们带来了很大名望，还为我们提供了一个可靠的收入来源，而当时我们正需要这笔收入。

发现“投资的圣杯”

从早期的失败经历中，我懂得了不管我在进行押注时多么有信心，我依然可能是错的，而要降低风险又不降低收益，合理的多样化是关键。如果我能打造一个充满高质量回报流[1]，并适度多样化（意思是相互补充、相互平衡）的资产组合，我就能向客户提供一个总的资产组合收益，这比他们能从其他来源得到的收益要稳定得多、可靠得多。

几十年以前，诺贝尔经济学奖得主哈里·马科维茨构建了一个被广泛应用的模型，你可以把一组资产以及它们的预期回报、风险和相关性（显示这些资产在过去的表现有多高的相似度）输入该模型，然后确定一个由这些资产组成的“最优组合”。但这个模型无法告诉你改变其中任何变量所产生的渐进变化效果如何，以及如何处理这些假设的不确定性。那时我极其忧虑，如果我的假设是错的怎么办，所以我希望以一种很简单的方式理解多样化。我找到了布莱恩·戈尔德，一名刚从达特茅斯

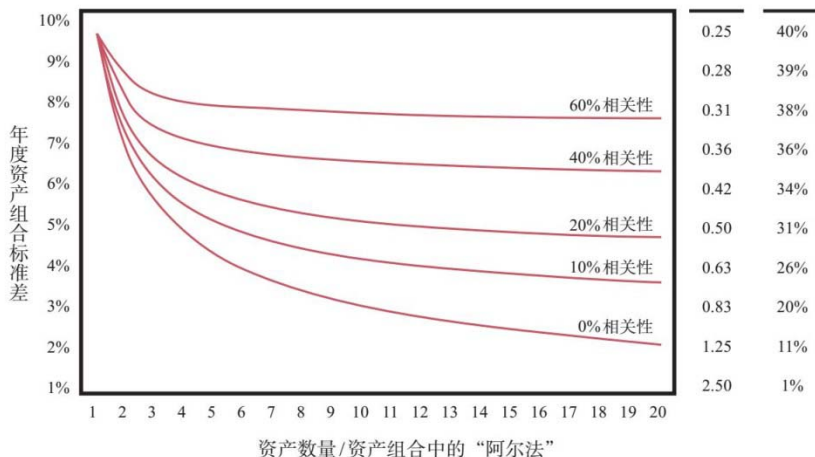
大学毕业的数学系学生，于1990年加入桥水。我请他制作了一张图表，这张图表显示了假如我渐进地增加具有不同相关性的投资，一个资产组合的波动性将如何减弱，其质量（以相对于风险的收益规模来衡量）将如何提升。我将在“经济与投资原则”中更详细地解释。

这个简单的图表带给我的震撼，可能就像爱因斯坦在发现 $E=mc^2$ 时的感觉一样：我发现如果我拥有15—20个良好的、互不相关的回报流，我就能大大降低我的风险，同时又不减少我的预期收益。这简单明了，但如果这个在纸面上行得通的理论在实践中的效果也很好的话，那将是一个重大突破。我称之为“投资的圣杯”，因为它指出了赚大钱的方法。这是我们学习过程中的又一个关键时刻。

我们发现的这些原则适用于所有的经营活动。无论经营宾馆、科技公司还是任何其他东西，你的业务都会产生回报流。拥有几个良好的、互不相关的回报流，要比只有一个好，而且，知道如何结合不同的回报流，要比能够选出好的回报流更有效果（不过显然你必须二者都做）。当时（而且直至现在），大多数投资经理没有明白这一点。他们管理单一资产类别的投资：股权管理者管理股权，债券管理者管理债券，等等。他们的客户给他们钱，是希望他们在收获此类资产的总体收益（例如标准普尔500股市指数）之外，还能通过押注、高估和低估特定资产的价值（例如买入比特定指数中更多的微软股票）取得一些额外收益。但同一资产类别内部的具体资产通常约有60%是相互联系的，这意味着在一半以上的情况下，这些资产的价值是一起上升或下跌的。如下图显示，如果一个股权投资经理把1 000只存在60%相关性的股票纳入自己的资产组合，与只选择5只股票的情况相比，多样性并没有高多少。如果下图指出的方式平衡我们的押注，我们将轻松击败那些选择了相关性较高的资产组合的人。

投资的圣杯

风险回报 特定年份的
比率 赔钱概率



由于我的做法是系统性地记录我的投资原则，以及这些原则预计可能产生的收益，所以我积累了很多互不相关的回报流。事实上，我掌握着约1 000个回报流。因为我们的交易涉及许多不同的资产类别，同时在每一类里，我们都会调适和检验许多基本交易规则，所以我们有很多高质量的回报流可供选择；而一个普通的投资经理只会跟踪少量的资产，而且可能不会以系统化的方式交易，与我们相比，他的选择就要少得多。

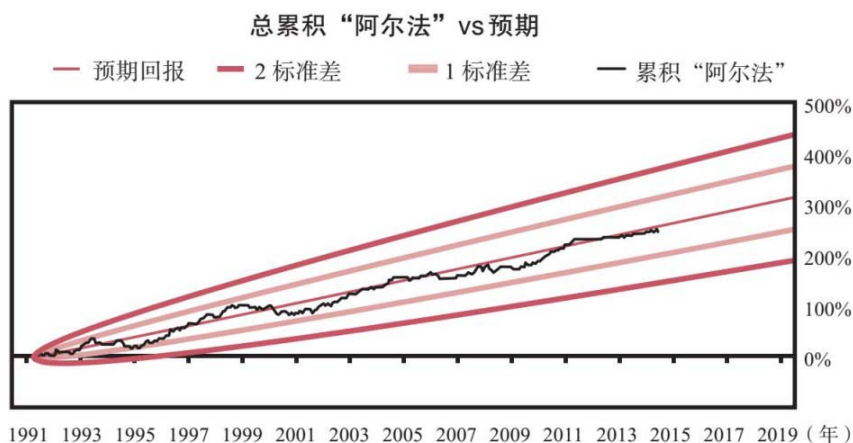
我和鲍勃、丹合作，从浩繁的原始信息中总结出了最好的决策规则。规则得出后，我们就在长时间框架里对其进行返回测试，利用系统模拟，将这些规则放在过去的环境中，看看它们的共同表现将会如何。

结果让我们感到震撼。理论上，这种新方法将让我们的单位风险收益增长3—5倍，而我们可以根据可容忍的风险规模调节我们想要的收益规模。换言之，我们会比别人赚得多得多，同时降低因失败而出局（我以前就几乎出局）的风险。我称此为“杀手体系”，因为它既可能为我们和客户创造可以“杀死”别人的收益，也可能因我们忽略某些重要因素而“杀死”我们。

这一做法的成功教会了我一个原则，后来我把它应用到生活的所有方面：想要拥有很多优势，而又不暴露于不可接受的劣势之下，最稳妥的方式是做出一系列良好的、互不相关的押注，彼此平衡，相互补充。

虽然对这一新做法很兴奋，我们还是谨慎推进。我们最初只给了这一系统10%的权重，在我们表现最好的20个月里，该系统在19个月里赚了钱。在我们的信心变得更大之后，我决定去找我精选的一些熟识的投资者，说服他们给我100万美元的试验账户，运用这一策略来做投资。我知道，请求这些机构投资者投入这样相对不多的钱，将让他们难以拒绝。最初我称这一新产品为“精华5%”，因为它由我们决策规则中最好的5%组成，后来我将其改名为“纯粹阿尔法”，以表示它只包含阿尔法。因为“纯粹阿尔法”不包含任何贝塔，所以它没有随任何市场沉浮而升降的倾向。它的回报只取决于我们能在多大程度上超越竞争者。

通过我们全新的“阿尔法叠加”方法，投资者不仅可以得到他们选择的资产类别（无论是标准普尔500股市指数、债券指数还是大宗商品）带来的收益，还能得到我们在所有类型的资产中挑选和押注产生的收益。尽管这一做法史无前例，但我们还是细致地向投资者讲解了我们的逻辑，说明它为什么事实上比传统方法安全得多。我们还向他们说明，累积性表现的预计范围如何，围绕总体表现的预计浮动范围将会有多大。在我们的客户看来，这好像是一架从没试飞过的飞机模型，但从构造上看要比任何其他飞机都好得多。有没有敢于登上这架飞机的人？



一些客户理解了这套理论，积极改变规则；其他客户或者不理解，或者他们代理的组织拒绝尝试最新的东西。坦率地说，他们中的任何人愿意尝试，都令我们惊喜。到现在，在超过26年的时间里，这种新飞机的飞行效果一如预期，在其中的23年里取得收益（其余3年只有小幅亏损），而且为我们的客户创造了对冲基金业历史上最高的总收益。“纯粹

阿尔法”背后的投资管理理念最终改变了对冲基金业，但从提出理念到被普遍接受，一群敬业的合作伙伴进行了很多年的学习，而且付出了艰辛的劳动。

把我们的“杀手系统”国际化

“纯粹阿尔法”是我们所知的最好的积极理财方式，但我们也知道，想要管理足够多的机构投资者的钱，必须接受一个现实，即只有一部分有创意的客户愿意尝试这一做法。所以，尽管我们努力说服客户接受我们的方法，到世纪之交时，“纯粹阿尔法”管理下的资产只占我们管理总资产的10%左右。

尽管我们不能用纯债券账户交易股票和大宗商品，但在该领域，我们也应用了自己发现的资产组合原则，并用“纯粹阿尔法”为债券客户创造了低风险的高回报。这包括交易外国政府债券、新兴市场债券、通胀挂钩债券、公司债券，以及海外投资带来的外汇风险敞口。在我们最不受限制的债券投资组合中，我们会进行约50种不同类型的押注，比传统债券管理者多得多。这样做给了我们很大优势，并让我们年复一年地跻身投资管理表现最佳榜单。

“纯粹阿尔法”只是我们带给客户的第一个创造性设计。1991年，我们成为第一家为机构投资者服务的货币外包管理人。当时，机构投资者正在把更大比例的资产投入全球股权与债券市场。国际投资增添了有价值的多样性，但也带来了缺乏管理的外汇风险敞口。这是一个大问题，因为外汇敞口只导致了风险的增加，却没有带来预期收益的增加。我们做货币交易已有很多年，并在投资组合设计方面形成了专长，所以我们是解决这一问题的最佳选择。最终，我们成为全球最大的积极货币管理者。

我们还创造了几种其他的新型、有效的理财方式。在运用每种方式时，我们都会用一张图表向客户清晰地展示业绩预期，图上有一条累积利润曲线，以及围绕这条线的预期变化。我们能这么做是因为，我们可以基于系统化的决策程序，在大量不同条件下对决策的表现进行压力测试。

把我们从错误中总结的教训系统化

当然，我们也在不断犯错误，但错误都在我们的预期范围之内。而我们会尽最大可能利用我们的错误，因为我们养成了习惯，把错误看作学习和改进的机会。我们印象最深刻的教训之一发生在20世纪90年代初，当时负责交易的罗斯忘了把一位客户的钱投入交易，还是保持现金状态。等到这个错误被发现时，已经造成了几十万美元的损失。

这是一个可怕的、代价高昂的失误，而我不能做出太激烈的反应，比如把罗斯炒了以儆效尤，告诉大家我们不能容忍错误。因为错误总是免不了的，所以这么做只会促使其他人隐藏错误，而这将导致更大、代价更高的错误。我坚信，我们应当把问题和分歧摆到桌面上，从而总结应当怎么做才能改进。于是我和罗斯合作编写了一份交易部门的“错误日志”。从那时起，任何时候出现任何性质的不良结果（如一项交易没有执行、我们支付的交易费显著高于预期等），交易员都会记录下来，然后我们采取补救行动。随着我们不断跟踪和解决这些问题，我们的交易执行机制不断完善。

用一套程序确保问题会摆在桌面上，同时确保问题根源会得到剖析，这样才能实现持续的改进。

基于这一理由，我坚持在桥水上下采用问题日志的做法。我的规则很简单：如果事情出了岔子，你必须写入日志，写明其严重程度，并写清楚谁为此负责。如果一个错误发生，记入日志，你就没事；如果没有记，你就会有麻烦。通过这种方法，问题会被呈送到管理者面前，这比管理者不得不把问题找出来要好得多。错误日志（现在我们称其为问题日志）是我们的第一项管理工具。后来我明白了，管理工具在促使人们采用正确的行为方式方面发挥着重要作用，这一认识引导我创造了不少其他工具，后文将详述。

这种把问题和分歧摆到桌面上的文化造成了很多不适和冲突，尤其是在深入探讨人们的弱点时。不久之后，矛盾就爆发了。

我“顽固难治”的人事管理问题

1993年的一个冬日，鲍勃、吉赛尔和丹提议带我出去吃饭，议题是“就瑞如何影响职员和公司士气，给他一个反馈”。他们先给我发了一份备忘录，大意是我的运作方式正在对公司里的每个人产生负面影响。他们是这么写的：

瑞在哪些方面做得好？

他非常聪明而且有创意。他理解市场和资金管理。他热情，活力四射。他奉行很高的标准，并以这样的高标准要求周围的人。他善意地促进团队合作，培养群体归属感，为职员提供灵活的工作环境，给职员很好的报酬。

瑞在哪些方面做得不够好？

瑞有时对员工的言辞或对待方式会让他们感觉自己不能胜任工作、可有可无、被羞辱、不堪重负、被蔑视、被压迫，或者产生其他不好的感觉。在瑞有压力时这种情况出现的概率会升高。在这些时候，瑞对他人的言辞和行为会造成对他的敌意，并留下持久的印象。由此带来的影响是，人们的工作动力降低而不是增强。这会使工作效率和工作环境的质量降低。这一影响波及的不只是单个员工。我们这个公司很小，人际交往很开放，这意味着当一个人被打击、被糟糕对待、没有得到足够的尊重时，所有人都会受影响。本公司未来的成功高度取决于瑞在人员管理方面能否像在投资管理方面做得一样好。如果他在人员管理方面做得不好，就会妨碍公司发展，我们所有人都会受影响。

啊，这让我感到痛苦和惊讶。我从来没有想到我会给别人带来这样的影响，而这些人是我的大家庭的成员。我不想让他们觉得“不能胜任工作、可有可无、被羞辱、不堪重负、被蔑视、被压迫，或者产生其他不好的感觉”。他们为什么不直言相告？我哪里做错了？我的标准太高了吗？桥水要持续成为一个万里挑一的公司，我们之中就必须要有卓越的人，同时以极高的标准要求别人。我是不是要求太高了？

那时的我仿佛站在一个岔路口。我必须从两种看上去都极为重要但彼此不相容的选项中做出抉择：（1）对他人保持极度的真诚，包括努力把我们的问题和弱点摆上桌面，以便我们直截了当地处理；（2）拥有快乐而满意的员工。而这又让我想起了，当面对两种你都需要但看起来矛盾的选择时，你需要耐心思考如何尽最大可能兼顾二者。几乎总有

一条道路是存在但你还没有找到的，所以你应该努力寻找直到找到，而不是凑合着接受那个看起来明显的选择。

我的第一步是确保我知道问题到底出在哪里以及如何解决。于是我询问鲍勃、吉赛尔和丹，情况究竟是怎样。我发现，他们以及许多了解我的其他人，并不像另一些人那样强烈地觉得被我打击，因为他们知道我的心意是好的。如果他们不知道，他们可能早就辞职了，因为正像他们说的：“如果我要他们无怨无悔地忍受我发脾气的话，我单付给他们的钱是不够的。”

他们知道，我希望他们和桥水都尽善尽美，而为了实现这一点，我需要对他们极度真诚，也需要他们对我极度真诚。不仅是因为这样做能够创造更好的成果，也是因为我相信坦诚相待是根本的相处之道。我们都认为，这样的相处方式是必需的，但既然这种做法会让一些人感觉不愉快，我们就需要做出一些改变。

和我关系密切的人理解我，不讨厌我，有时甚至喜欢我，而那些与我联系不太密切的人被我的直率冒犯。很明显，我需要加深对别人的理解，别人也需要加深对我的理解。之后我意识到，在人际关系中，人们应当把各自的相处原则说得极为清楚，这至关重要。

以此为起点，我们开始书面记录我们的原则，这种做法持续了几十年，最终形成了“工作原则”。这些原则既是我们一致同意的相处规范，也是我对我们如何处理不断出现的新情况的思考。因为大多数情况都是以略微不同的形式不断出现的，所以这些原则被持续改进。就我们一致同意的相处规范而言，最重要的一条是，我们需要做三件事：

1. 把我们的真实想法摆在桌面上；

2. 存在经过深思熟虑的分歧，但人们愿意在相互了解的过程中更改观点；

3. 如果分歧依然存在，拥有一种大家一致同意的决策方式（如投票或者拥有清晰的权威），以便我们能够不带怨气地把分歧留在身后。

我相信任何组织或任何人际关系想要保持得好，这些都是必需的。我还相信一个集体决策体系要有效，该体系的使用者必须相信它是公平

的。

把我们的工作原则写下来，并一致遵守，就像遵守我们的投资原则一样，这对我们理解彼此至关重要。尤其是因为，为我们带来独树一帜的好业绩的独特运作方式（极度探寻真相和极度透明），对一些人来说是反直觉的和在情感上难以接受的。

我想理解我们如何通过这种坦率的做法实现有意义的工作和有意义的人际关系，于是在其后的几十年里，我与神经科学家、心理学家、教育工作者交流。我学到了很多，总结如下：每个人的大脑都有两部分——层次较高的逻辑部分与层次较低的情绪部分。我称此为“两个你”。它们会争夺对于一个人的控制权。管理这一冲突的方式，是我们行为最重要的驱动因素。鲍勃、吉赛尔和丹提出的问题背后最大的原因，就是这一冲突。大脑的逻辑部分可以轻易理解了解自身弱点是一件好事（因为这是克服弱点的第一步），但大脑的情绪部分通常讨厌这么做。

[1] 我说的“回报流”是指因为执行一个特定决策规则而获得的收益，可以将其想象为一张图表上的多条曲线，这些曲线反映了随着时间的推移一项投资的价值改变，以及或者让其继续升值或者将其出售的决定。

5 终极恩惠 (1995—2010年)

到1995年，桥水已拥有42名职员，管理着41亿美元的资产，这是我从未梦想过的，尤其是考虑到12年前桥水曾经缩小到只剩我一个人。尽管情况变得好多了，更稳定了，我们做的事却基本未变：与市场博弈，独立和有创意地思考如何押注，犯错误，把错误摆上桌面分析，找出根本原因，设计出新的更好的做事方法，系统化地落实这些更新，犯下新的错误，如此循环。[\[1\]](#)凭借这种循环往复、不断演进的做法，我们持续改进我从1982年开始建立的投资体系。当时我们展示了，一些用计算机工作的聪明人能够击败大型的、设施完备的、已经确立市场地位的大公司。而现在我们自己正在成为设施完备的、已经确立市场地位的大公司。

随着系统里的决策规则和数据变得越来越复杂，我们聘用了年轻的程序员，他们能更好地把指示转化为代码，我们还聘用了聪明的大学毕业生，帮助我们进行投资研究。这些新的“神奇小子”中的一位，格雷格·詹森，在1996年以大学实习生的身份加入桥水。因为他表现突出，所以我挑选他做我的研究助理。在此后的几十年里，他做出了很多贡献，先是和我、鲍勃·普林斯兼任联合CIO，然后和我兼任联合CEO（首席执行官）。他也逐渐把我视为教父。

我们还投资于功能越来越强大的计算机。[\[2\]](#)利用这些机器运行系统解放了我们，使我们不必再盯着市场的每日变动，可以从更高的层面思考问题，从而创造出新颖的、有创意的联系，为我们的客户进行创新。

发现通胀挂钩债券

在这段时间，我与戴维·怀特吃过一次饭，他掌管着洛克菲勒基金会的钱。戴维问我我会怎么管理该基金会的投资组合，从而创造比美国通

胀率高5%的回报。我答道，杠杆化的外国通胀挂钩债券，加上与美元对冲的该国货币，这样的投资组合应该能实现这个效果。（必须是外国债券，因为当时美国没有通胀挂钩债券，而且它需要与美元对冲以便消除汇率风险。）

后来在回想这件事时，我意识到我们可以创造一种全新的、极为不同的资产类别，于是我和丹·伯恩斯坦开始更深入地研究这样一种资产组合。根据我们的分析，这种全新的资产类别的效果会比我们预想的更好。事实上，其效果将是独特的，因为我们可以通过设计，使其拥有与股权投资相同但风险更低的预期回报率，并长期与债券和股权投资保持负相关性。我们向客户展示了这一研究成果，他们很喜欢。不久之后，我们就成为第一家全球性的通胀挂钩债券管理者。1996年，美国财政部副部长拉里·萨默斯开始考虑美国是否应该发行本国的通胀挂钩债券，而由于只有我们管理着这种债券的资产组合，他把我们作为专家召去咨询。

于是我和丹前往华盛顿会见萨默斯和其他财政部官员，以及很多著名华尔街企业的代表。我们迟到了（准时不是我的长项），通往财政部大会议室的门紧关着。我不愿让这阻挡我，于是我一直敲门，直到有人开了门。那是一个大房间，中间有一张桌子，旁边是媒体旁听席。桌子旁的空位只剩一个了，上面摆着丹的名牌。只允许派一个代表，我们曾商定由丹担任，因为他已经做了很多准备工作。我忘了这茬，而是走到媒体席上抓起一把椅子，搬到丹旁边，也坐在了桌子旁。丹形容说，这场会议大体与我们在20世纪90年代遇到的情况一样：我们必须奋力搏杀，争取机会。拉里·萨默斯后来说，他从我们这儿得到的建议，对于构建这个市场是最重要的。当财政部后来引入这种债券时，他们遵循了我们建议的结构。

发现“风险平价”

到20世纪90年代中期，我有了足够的钱为我的家庭设立一个信托，所以我开始思考，为了将财富传承给多代人，最好的资产配置组合应当是什么样子。在我做投资者的岁月里，我看到了各种各样的经济与市场环境，以及财富被创造和毁灭的各种途径。我知道什么能带来资产收益，但我也知道不管持有什么类型的资产，总有一天它会失去大部分价

值。这些资产包括现金，现金是长期投资产品里最差的一种，因为它会因通胀和税收因素而不断贬值。我还明白，想要预见导致这些损失的波动是很难的。我毕生都在做这件事，也和其他人一样估错市场。当我不在时，我不敢保证其他人能把预估做好。通胀不停涨落，兴衰不断交替，找到在所有经济环境里都做得好的投资者就像大海捞针，即使找到了，他们也不是不老之身，所以这不是可行的办法。我不希望等我死后，我创造的、用来保护家人的财富尽付东流。这意味着，我必须创造一种能在所有经济环境中表现良好的资产组合。

我知道经济环境的哪种变化能引起资产类别的变化，我也知道这些相关关系在几百年里基本保持不变。只有两个重大因素需要担忧：增长率和通胀率。这两者可以升也可以降，所以我发现，如果找到4种不同的投资策略，每一种适用于一个特定环境（增长率上升加通胀率上升，增长率上升加通胀率下降，以此类推），我就能创造一种资产配置组合，它足够均衡，可以在长期里表现良好，同时又不会遭受不可接受的损失。因为投资策略总是保持不变，所以几乎任何人都能使用。于是，在鲍勃和丹的帮助下，我创造了一种资产配置组合，在以后的100多年的时间里，我都可以放心地把我的信托资金投入其中。我称其为“全天候资产组合”，因为它适用于所有环境。

1996—2003年，我是投资于该组合的唯一“客户”，因为我们没有把它当作一种产品出售。但在2003年，一个老客户，威瑞森无线通信的养老基金主管告诉我们，他正在寻找一种适用于所有环境的投资方法。在威瑞森投资这个组合以后，其他客户接踵而来，12年之后，我们已经管理着近800亿美元的资金。这是另一个重塑全行业的新概念。看到它的成功之后，其他投资管理者也纷纷推出了自己版本的投资组合。现在这种模式统称为“风险平价”投资。

继续做一个出色的精品店，还是发展成一个大机构

随着我们的员工和企业文化创造了这些重塑全行业的投资产品，桥水真正地起飞了。截至2000年，我们管理的资金超过了320亿美元，是我们5年之前管理资金的近8倍。人员数量翻了一番，于是我们搬出了位于商场区的办公室，搬进了一个更大的办公场所，位于索格塔克河畔的一个自然保护区里。尽管我们持续发展，但并不是一切都是一帆风顺

的。在拓展这个企业的同时管理投资，我需要同时做两份具有挑战性的工作，培养两种不同类型的技巧，同时还要做个好父亲、好丈夫、好朋友。这些角色提出的要求不断变化，所以我需要的技术和能力也在变化。

多数人以为，发展一家大型企业伴随的挑战，大于发展较小企业伴随的挑战。但事实并不是这样。从一个5人组织发展为60人的组织，从一个60人的组织发展为700人的组织，从一个700人的组织发展为1 500人的组织，挑战性是一样的。回头来看，我不能说在我们经历的任何阶段，挑战的困难程度有过变化。它们只是性质不同。例如，当我一个人时，我的挑战是几乎一切都要亲力亲为；当我学到更多东西、赚到足够的钱聘请其他人时，我的挑战是管理他们。类似地，与市场和经济波动博弈的挑战也是不断变化的。我原来没想到但现在很清楚的是，尽管一个人会越做越好，但如果他想要更上一层楼的话，难度并不会降低，比如一个奥运会选手会发现，他面对的运动难度和一个新手面对的一样大。

不久之后我们就面临着另一个重要抉择：我们要成为什么样的企业？我们应该继续扩大规模，还是停留于现有的规模水平？

到2003年，我已经认定，我们需要把桥水发展成一家真正的大机构，而不是继续做一个精品店规模的投资管理机构。这么做将在许多方面让我们变得更好：更好的科技，更好的安全掌控，更丰富的人才资源——这些都将让我们变得更稳定、更持久。这意味着聘用更多技术、基础设施等领域的人员，以及更多的HR（人力资源）和IT（信息技术）部门的员工来培训和支持新员工。

吉赛尔强烈主张我们不应该扩大。她认为引入大量新人将威胁我们的企业文化，同时我们需要花费大量时间和精力去招聘、培训、管理他们，这将冲淡我们的工作重点。尽管我赞同她的观点，但我不想安于现状，不尽力突破。我对待这个岔路口情境的方式和对待其他类似情境一样：我们能不能鱼和熊掌兼得，只不过是对于我们创造力和性格的检验。例如，我可以设想各种方式，利用技术帮助我们招聘大部分所需的新员工。在慎重权衡了这些问题之后，我们决定扩大。

充实原则

自鲍勃·吉赛尔和丹在20世纪90年代将那份“瑞的反馈备忘录”提交给我以来，我就像记下我的投资原则一样，更清晰地记下并分享我的工作原则。最开始的方式是和全公司分享我总结的哲学语句和邮件。接着，每当发生什么新情况需要我做出决策时，我就思考一下我做出该决策的标准，然后将其作为一项原则写下来，这样大家就能看到具体情况、我对待这些情况的原则，以及我的行动之间的联系。于是我们开始越来越多地把所有事情都看作“类似情境的重现”，例如聘用、解雇、确定薪酬、对待不诚实行为等，而这些情境有着各自的应对原则。通过把原则明确地写下来，我就能让大家一起思考、改进并遵守原则，从而培养一种创意择优的做法。

原则的数量最开始很少，后来逐渐增多。到21世纪最初10年的中期，桥水开始快速扩大，迎来了许多新的管理者，他们努力了解和适应我们独特的企业文化，并越来越多地向我请教。还有一些桥水以外的人开始问我，他们如何创建自己的创意择优。于是在2006年，我草拟了一张列表，列出了约60条“工作原则”，将其分发给桥水的管理者们，以便他们自己评估、讨论和理解这些原则。我在开头的备忘录里写道：“这是一个草稿，但我写出来是为了让大家提建议。”

由此开启了一段持续改进的过程，我们遇到了很多新情况，从中总结出应对原则，然后和桥水的其他领导者、管理者一起制定这些原则。随着时间的推移，我遇到了在管理企业的过程中可能遇到的几乎任何事情，也总结出了几百条几乎覆盖一切的原则。就像我们的投资原则一样，这些原则成为某种“决策库”。你将在“工作原则”中看到的内容就是以这些原则为基础的。

但只编写和教大家学会我们的原则是不够的，我们还必须遵循。随着桥水变得越来越大，遵循原则的方式也在不断演进。在桥水发展的早期，所有人都互相认识，所以极度透明很容易实现：大家可以随意参加各种会议，不拘礼节地彼此沟通。但随着我们不断扩大，这在事实上变得不可能了，变成了一个真正的问题。如果大家不能了解一切，怎么能有成效地落实创意择优呢？没有了透明性，人们会曲解各种事情，使之符合自身利益，有时甚至会秘密地这样做。问题将会被隐藏，而不是被摆上桌面、得到解决。想要拥有真正的创意择优，就必须透明，以便人们自己找到真相。

为了确保这一点，我要求对几乎所有的会议都录音，让所有人都能

了解会议内容，只有极少数的例外，比如会议讨论内容是个人健康等私密问题，或者是关于某笔交易、某项决策规则的独家信息。最初，我把未经剪辑的管理层会议录音发给全公司，但这对职员的时间来说是个沉重的压力。所以我后来组建了一个小团队剪辑录音，集中选出最重要的片段，而且我们逐步增加问题，从而制作可用于培训的“虚拟现实”案例研究。^[3]这些录音带逐渐成为针对新员工的“新兵训练营”的一部分，也是一扇窗口，透过它人们可以看到层出不穷的新情况，以及相关的应对原则。

基于如此的开放性，我们可以就各自的行为及其理由展开一些非常坦率的讨论，通过讨论，我们能加深对彼此不同思维方式的理解。这能展示大家五花八门的思维方式，对所有人都很有启发。至少，现在我能够更好地理解曾经把我气得半死的那个人了。而且我认识到，如果管理者不知道员工不同的思维方式，他就不知道员工将如何处理不同的情况，这就像一个工程领队不知道他的设备将如何工作一样。在这一深刻认识的引导下，我们开始探索如何通过心理测试了解人们不同的思维方式。

发现心理测试

在我的孩子们还很小时，我让一位聪明的心理学家苏·昆兰对他们进行测试。事实证明她的评估很精确，为孩子们的未来发展提供了一个很好的路线图。因为这项测试很成功，所以我和昆兰以及其他合作人合作，试图找出最好的测试方法，对我的同事进行测试。2006年，我第一次做了MBTI（迈尔斯-布里格斯类型指标）测试，并发现它对我的倾向描述得很准确。

MBTI测试结果描述的很多差异，例如喜欢关注宏观概念的“直觉型人格”和更关注具体事实与细节的“感觉型人格”，对于理解桥水内部的冲突和分歧很有用。我开始寻找能够帮助我们加深对彼此理解的心理测试。一开始进展得很慢，主要是因为我找到的大部分心理学家都对探索差异表现出惊人的不情愿。但最终我找到了几个不错的人，尤其是心理学家鲍勃·艾兴格，他给我介绍了许多其他很有用的心理测试。

2008年年初，我让桥水的大多数管理者做了MBTI测试。结果让我

吃惊，我不相信一些人真的使用测试结果所描述的方式进行思考，但当我请他们以1—5的数字来给测试结果的准确性打分时，80%以上的人打了4分或5分。

创建“棒球卡”

在采用了MBTI测试和其他心理测试之后，我还是发现，我们难以把看到的结果和制造这些结果的人联系起来，从而对人有充足的了解。同样的人还是不断参加同样的会议，以同样的方式做事，得到同样的结果，而不试图理解为什么。（我最近看到的一份研究报告显示，存在一种认知偏好：人们总是会忽视显示一个人在某件事上做得比另一个人好的证据，而认为两个人做得同样好。我们当时看到的就是这种情况。）例如，缺乏创造力的人被安排去做需要创造性的工作，而不关注细节的人被安排去做细节导向的工作，等等。我们需要找到一种方法，把显示不同人个性的数据做得更加清晰、准确，于是我开始为员工创制棒球卡，列出他们的“指标”。我的想法是，这些卡可以被传阅，安排任务时可以参考。就像你不会安排一个在防守方面表现得很好但打击率仅为0.160的外野手作为第三棒出场一样，你也不会安排一个拥有宏观思维的人去做需要关注细节的工作。

一开始，这个想法遇到了很多抵制。人们担心这些棒球卡会不准确，制作起来太费时间，即使制成了也只是对不同的人特点的不公正的僵化表述。但逐渐地，对于这种开放地探究不同人个性的做法，所有人的态度都出现了180度的大转弯。大多数人发现，向所有人公开展示这些信息，更能起到解放作用而不是抑制作用，因为当这种做法常规化以后，人们就会像家庭成员一样彼此坦诚相待，在工作中舒适地做真实的自己。

因为这种运作方法很不寻常，所以一些行为心理学家到桥水对其进行评估。我强烈建议你们阅读他们做出的非常正面的评价。[\[4\]](#)哈佛大学心理学家鲍勃·基根称桥水“以一种形式证明了，追求商业卓越和寻求个人价值的实现，不一定是相互排斥的，而是可以相辅相成”。

我还必须说明，我当时的个人生活环境也引导我关注心理学和神经学。尽管在大多数时候我在本书中不会谈及我家庭成员的生活以保护他

们的隐私，但我想告诉你们一个关于我儿子保罗的故事，因为这个故事与本书的叙述有关，而且他也不讳言这件事。

从纽约大学的帝势电影学院毕业后，保罗去了洛杉矶工作。到了之后，他要找一个公寓，所以暂时住在酒店里。有一天他走到酒店前台，把人家的计算机给砸了。保罗被捕入狱，并遭到狱警痛打。最终，他被诊断患有双相障碍，被释放后交由我监管，并被一家医院的精神病房接收。

由此，我和保罗、芭芭拉开始了持续三年的反复折腾，保罗时而出现极度的躁狂，时而陷入极深的抑郁，我们在复杂的医疗系统里来回奔波，并与当时执业的一些最聪明、最有同情心的心理学家、精神病专家和神经科学家讨论。痛苦和迫切的压力最能激发人的学习动力，而我正在承受这样的压力。有时我觉得保罗好像正在悬崖边摇荡，快要跌下去了，而我只能用手抱着他。日子一天天过去，我不知道我还能不能坚持，他会不会从我的怀抱中滑落。我频繁和看护保罗的人交流，以便弄清楚他的状况，以及应该怎么办。由于保罗得到的帮助和他自己的优秀个性，他度过了这场磨炼，而且这段经历让他变得更优秀了，因为他培养出了一些他过去没有但很需要的优点。保罗曾经很野，深更半夜才回家，做事一团糟，吸大麻、喝酒，但他现在老老实实在地吃药、冥想，早早上床睡觉，拒绝毒品和酒精。他曾经充满了创造力，但缺乏自律，而现在他两方面都做得很好。最终，他比过去更有创造力了，快乐地步入婚姻生活，养育了两个儿子，成为一个富有成就的电影制作人，并投身于帮助双相障碍患者的事业。

保罗在自己患有双相障碍这件事上极度透明，而他在自己患有此病的同时仍然帮助其他人，这些都给我以启示。他饱受欢迎的第一部剧情片《触火之恋》，让许多生活可能被双相障碍毁掉的人既看到了希望，也看到了他们未来的前行道路。我记得我曾观看过他拍摄的一个场景，该场景基于我和他的一次真实对话，当时他处在躁狂中，而我在努力和他讲理。我既能看到演员扮演的、处在最糟糕状态下的保罗，也能看到正在指导拍摄的、处在最良好状态下的真实的保罗。看着眼前的场景，我的脑海里闪过他的整个经历，从曾经的深渊最底层，直到浴火重生，成为站在我面前的这个坚强的英雄，一个致力于帮助其他人摆脱他曾经经历过的困难的人。

这段走出地狱的历程，让我对人们看待事物是如何不同以及为什么

会产生这些不同，有了更深刻的理解。我了解到，我们的思维方式在很大程度上是由心理因素决定的，是可以改变的。例如，保罗躁狂和抑郁的交替，是因为他大脑中的多巴胺以及其他化学物质分泌不稳定，所以控制这些化学物质，控制影响其分泌的活动和刺激因素，就可以改变保罗的状态。我了解到，富有创造性的天才和疯子可能只有一步之隔，能给人带来洞察力的化学反应也能造成扭曲，而一个人被自己的大脑困住是件极其危险的事情。当保罗处在“疯狂”状态时，他总是相信自己不合逻辑的说法，无论这些说法在别人听来是多么奇怪。尽管这在双相障碍患者身上表现得更为极端，但我在几乎所有人身上都看到过类似的迹象。我还学到了，人们可以控制大脑的运行，以带来比过去好得多的结果。这些深刻见解帮助我更有效地和人打交道，我将在“理解人与人大不相同”中对此进行详细说明。

让桥水坚如磐石、锋利如刀

我在2008年6月的年度集体大会上说，在我看来，桥水一直都是“既很差又很好的”。5年前，我们决定把桥水建成一个大机构，经历了5年的快速增长后，我们遇到了一系列新问题。这一点也不新鲜。从我创办桥水开始，我们就一直面临一定的问题，因为我们总是在大胆创新，犯下错误，并快速地改进。例如，在我们经营桥水期间，科技发生了飞速变化，我们使用的工具从计算尺变成电子表格软件，又变成先进的人工智能。在变化如此之多、如此之快的情况下，随着更好的新东西不断涌现，一心要让所有东西“刚刚好”似乎是没有意义的。所以我们以一种轻巧、灵活的方式打造我们使用的技术，这样做在当时是合理的，但也导致了許多迫切需要解决的麻烦。这种快速、灵活的做法迅速在公司内部推广开来，尤其是在随着我们的发展几个部门已经不堪重负的情况下。保持先进一直是很有意思的，但我们在让自己坚如磐石方面面临着挑战，尤其是非投资部门。桥水需要通过多种途径实现更新，但这将是不容易的。

2008年，我每周花大概80个小时的时间做我的两个全职工作（管理我们的投资以及管理公司），而在我看来，我在这两方面做得都不够好。我感觉，无论是我还是整个公司，都在从各方面都很优秀的状态倒退。一开始，我一直能够兼顾投资管理和经营管理。但现在公司的规模

变大了，经营管理方面需要很多时间，而我拿不出这么多时间。我对自己所有的投资职责和经营职责进行了运行效率分析，结果表明，要在投资管理和经营管理两方面都保持卓越，满足我的期望，我需要每周花费约165个小时。这显然是不可能的。我想尽量把工作委派给别人做，所以我询问其他人是不是也能很好地胜任我的工作，如果是的话，他们是谁。所有人都认为，我的大多数职责是不能稳妥地下放给别人的。显然，我做得不够好，没有及时找到和培训其他人来代行我的职责。

在我看来，一个管理者能够实现的最大成功就是能够组织其他人在没有你的情况下把事情做好。次好的情况是你自己能把事情做好，最糟糕的是连你自己都做不好。当我反思我的职责时，我能看到，尽管我和桥水取得了很多惊人的成就，但我并没有取得最高水平的成功。事实上，尽管桥水已经非常成功了，但我还在奋力争取实现次好的水平（自己把事情做好）。

当时桥水共有职员738人，部门主管14人。各部门主管由我以及我建立的一个管理委员会管理，因为我不相信在没有与其他人探讨的情况下，我自己能做出最好的判断。我规划了这样的工作报告体系：我既向管理委员会报告，也负责监督委员会各成员的公司管理工作。我希望他们也负起确保公司在各方面表现卓越的职责，而我愿意为他们服务，帮助他们实现这个目标。

2008年5月，我给管理委员会的5名成员写了一封电子邮件，并抄送全公司。我告诉他们：“我要更进一步地让你们知道，我已经达到了我的极限，同时我的工作质量以及工作与生活的平衡，都在受到不可接受的损害。”

2008年金融与经济危机

那时，我已认识到阵线拉得过长，无法应付如潮涌来的新情况，尤其是在投资领域，而事实证明我们进入了一个历史性的大动荡期。

我经常被不同类型的事件打得措手不及，这些事件我从未经历过，但曾发生在其他时候或其他地方，如1971年的美元贬值和20世纪80年代初的债务危机，所以，我总结了一系列永恒和普适的经济和市场原

则。换言之，我知道我们需要理解所有重要的经济和市场变动，而不只是我经历过的变动，并确保我们遵守的原则在过去的所有时期、所有其他国家都适用。

所以，早在21世纪初，我们就在系统里纳入了一个“萧条测量仪”，以确定如果一系列特定情况开始出现，它们以某种方式预示着发生债务危机和萧条的风险增加，我们应当采取什么样的行动。2007年，测量仪显示一场债务泡沫即将发展到崩溃点，因为偿债成本的增速正在超过预期现金流的增速。因为各国利率已接近于零，所以我知道，各国央行将难以像在以前几场衰退中那样，采取足够力度的宽松货币政策扭转经济下滑趋势。在历史上的经济萧条之前，都发生过类似的一系列现象。

我的思维和直觉都闪回到我在1979—1982年的经历。30年来，我积累了更多知识，也变得谨慎多了。尽管我觉得经济的变化方向很明显，但我不敢保证我是对的。我记得，我曾在1982年估计美国的债务崩溃将会使经济陷入萧条，那时看起来也很明显，但后来的事实证明我犯了多么可悲的错误。

那段经历也促使我对债务危机及其对市场的影响进行了更深入的探索。在很多这样的危机期间，我都一边交易一边研究，包括20世纪80年代的拉美债务危机、20世纪90年代的日本债务危机、1998年的长期资本管理公司倒闭危机、2000年网络经济泡沫的破裂，以及2001年世界贸易中心和五角大楼遭到攻击后引发的危机。在我的桥水队友的帮助下，我拿起历史书和旧报纸，逐日研究大萧条和德国魏玛共和国时期发生的事件，比较当时发生的情况和现在的情况。这一研究进一步证实了我最严峻的担忧：在我看来势必会发生的情况是，大量的个人、企业和银行将面临严重的债务问题，同时就像1930—1932年的情况一样，美联储将无法通过降息缓解债务危机的冲击。

我担心我可能是错的，于是我找其他的聪明人给我的观点挑毛病。我还想请重要的决策者复审我的思考，一方面对这些思考进行压力测试，另一方面提醒他们我预见到的情况，于是我去华盛顿找美国财政部和白宫的人谈。尽管他们的态度礼貌，但在他们看来，我说的情况是耸人听闻，尤其是因为所有外在的迹象都显示经济似乎一片繁荣。绝大多数人没有深入考察我们的推理和计算就将其否定了，只有一个例外：副总统迪克·切尼的国内政策副助理拉姆森·贝特法哈德。他审读了我们的所有数据，并感到担忧。

因为我们看到的情况环环相扣，而且找不到任何能驳倒我们观点的人，所以我们开始这样配置客户的资产组合：假定我们的估计是正确的，我们将以某种方式对冲我们的仓位，使之保持足够的盈利可能和有限的损失可能；万一我们的估计是错误的话，我们还有一套补救方案可用。尽管我们觉得已经做了充足的准备，但我们认为预判错误和预判正确的可能一样大。毕竟，假如全球经济急速下滑，那些缺乏保障的人都会受到严重冲击，这对所有人来说都很可怕。

像1982年一样，当情况恶化、事态日趋朝着我们预计的情况发展时，决策者开始更加重视我们的观点。贝特法哈德邀请我去白宫同他会面。纽约联储主席蒂姆·盖特纳也要求见我。我带着鲍勃·格雷格和年轻的分析师鲍勃·埃利奥特参加与盖特纳的一场午餐会。我们在他面前分析了数据，他的脸真的变白了。他问我这些数据是从哪里得来的，我说都是公开的，我们只是将其汇总，并从一个独特的角度进行了审视。

在与盖特纳会面两天后，贝尔斯登公司倒闭。这并未引起市场和大多数人的太大担忧，尽管这预示着即将发生的一切。直到6个月后的2008年9月，雷曼兄弟倒闭时，所有其他人才看清了事态。那时，多米诺骨牌已经开始飞快地倒下。尽管无法控制所有损失，但决策者，尤其是美联储主席本·伯南克采取了明智的应对措施，实现了“一场和谐的去杠杆化”（即以的一种方式降低债务负担的同时保持经济增长和低通胀）。[5]

长话短说，在这段时期里我们为客户很好地保驾护航，预测到了市场的变化方向，避免了损失。2008年，我们的旗舰基金业绩增长超过14%，而很多其他投资者的损失超过30%。我们曾担心判断错误，所以对押注进行了对冲，而不是自以为是地投入更多筹码，假设我们没有这么做的话，收益还会更高。但我不后悔，因为我从过去的经历中学到，这么押注是不明智的。尽管如果我们没有放那么多精力在对冲上，收益会更高，但假如我们从一开始就以这种态度对待投资的话，我们肯定不可能存活下来，也不可能保持长久的成功，赢得今天的地位。

2008年债务危机和1982年债务危机类似，以前也发生过很多类似的事，以后还会发生更多。我喜欢对自己的惨痛错误进行反思，并珍视由此总结出的原则的价值。大约25年以后，或者不知道什么时候，下一场大危机还会发生，假如这些原则没有被妥善编写成代码装进我们的计算机里的话，它就可能让我们措手不及，造成很多痛苦。

帮助决策者

我们的经济和市场原则与大多数其他人大相径庭，所以带来了不同的结果。我将在“经济和投资原则”中解释这些差异，而不是在此详述。

就像美联储前主席艾伦·格林斯潘说的：“在我们最需要模型的时候，模型失败了……在（雷曼兄弟倒闭）三天之前，摩根大通认为美国经济会加速增长，而他们的模型失败了。美联储的模型失败了。国际货币基金组织的模型也失败了……于是这一切让我自问，这是怎么回事？”纽约联储主席比尔·达德利进一步说明了这个问题：“我认为，宏观经济学家看待经济前景、经济增长和通胀的方式存在根本性的问题……看一下主要的宏观模型，它们通常不涉及财政部门。它们不承认财政部门可能会从根本上崩溃，导致货币政策的刺激完全失效。所以我认为，这场危机的教训是，我们需要做更多的工作，确保金融人士与宏观经济学人士保持对话，构建更稳健的模型。”他是对的。我们这些“金融人士”看问题的方式和经济学家大相径庭。由于我们的成功，决策者更多地向我们请教，这让我们和美国及全世界的高层经济决策者的联系大大增加。为了尊重我们谈话的隐私性，在此不便透露太多，我只是想说明，这些决策者对于桥水非传统的看待经济与市场的方式的接受程度大大提升了，而对于未能预示和避免危机的传统经济学思维更持怀疑态度了。

我们之间大多数的交流是单方面的。我通常会回答他们的问题，而不会以让他们难堪的方式提问，避免让他们因担心泄露机密信息而不愿回答。我与这些领导者会谈时不会对他们下判断，也不关心他们所持的具体意识形态。我就像一个医生一样和他们交流，只想创造最有益的效果。

他们想得到我的帮助，是因为我作为投资者的全球宏观经济视角与他们作为决策者的视角大为不同。我们都是自身所处环境的产物。投资者独立思考，预测尚未发生的事情，使用真金白银冒险投资。而决策者所处的环境鼓励形成共识而非表达分歧，培养他们针对已经发生的事情做出反应，训练他们的谈判能力而非冒险投资能力。关于自身决策的质量，投资者能得到持续的反馈，而决策者无法得到这种反馈，所以难以区分好的和不好的决策者。他们还要扮演政治家的角色。即使最精明能干的决策者也必须不断地把注意力从他们眼前正在处理的问题上转移，

以对抗其他决策者提出的反对意见，而且他们面对的政治体系经常功能失调。

长期而言，任何政治体系都不如经济机器强大（无能的政治家会被替换，无效的政治体系将会改变），但在此时此刻，这二者之间的互动才是经济周期的驱动因素，而这种互动经常表现不佳。

获得优异回报

我们在2010年的收益是史上最高的：两个“纯粹阿尔法”基金的收益率分别接近45%和28%，“全天候资产组合”的收益率接近18%。这样的业绩几乎无人能比，因为我们设计的处理和分析信息的系统表现非常优异。比起光用我们的大脑，这些系统要有效得多。没有它们的话，我们将不得不用古老和费力的方式管理资金：努力在自己的头脑里权衡所有市场和影响市场的因素，然后形成一个投资组合。那样的话，我们将不得不聘请和管理一大堆不同的投资经理，而由于我们不能盲目地信任他们，我们又得努力弄清楚每个人是如何决策的，这意味着要观察他们的操作及其理由，从而对他们的表现形成合理预期，还要处理不同人的个性差异问题。我为什么要这么做？在我看来，这种投资方式和组织管理方式是过时的，就像参照地图而不是用GPS（全球定位系统）一样。当然，构建我们的体系也不容易，我们为此花费了30多年。

管理的资金太多有可能损害业绩，原因是太大的规模会影响市场走向，导致建仓和平仓的成本很高。在2010年实现超过40%的收益率后，我们不得不考虑向客户退回很多资金，尽管他们其实希望将更多的钱交由我们管理。我们一直谨慎地让自己不要变得过大，以免竭泽而渔。

客户不想让我们退回资金，而是想让我们使资金增值。所以我们必须面对一个难题：如何在不损害业绩的情况下让产能最大化。这是我们没有遇到过的情况，因为我们从来没有管理过那么多资金。我们很快发现，如果把做法稍微调整一下，设立一个新的基金，让它像“纯粹阿尔法”一样管理资金，但只投资于流动性最强的市场，这样一来，我们的预期收益就将保持不变，而预期风险（即市场波动性）只会稍微上升。

我们把这一新思路植入我们的计算机，对其进行返回测试，以观察

其在所有国家、所有时期表现如何，然后向客户详细解释，以便他们深入理解背后的逻辑。尽管我喜欢人工智能并一直从中受益，但我相信，只有人才能发现这样的做法，然后让计算机运行它。正是由于这个原因，我相信正确的人彼此合作并与计算机合作，才是成功的关键。

2010年年底，我们启动了“纯粹阿尔法主要市场”，客户向其投入了150亿美元。从那时起，这一产品的收益率一直与预期一致，即约等于“纯粹阿尔法”的收益率（事实上要更好，但只是好一点点）。我们的客户很高兴。事实上，这一新产品太受欢迎了，以至到2011年，我们也不得不让它停止接受新投资。

从幕后走到台前

成功是一把双刃剑。在我们预见到金融危机、我和桥水开始得到我们不想要的公众关注后，我意识到了这一点。我们不同寻常的业绩、不同寻常的看待经济和市场的方式、不同寻常的文化，使我们得到了持续关注。我希望保持不受关注的状态，所以避免和媒体打交道。但这并没有阻止媒体报道我和桥水，而其报道方式通常是哗众取宠的，不是把我描述成一个身怀绝技的投资界超级英雄，就是一个异端组织的领袖，有时二者兼有。

因为成功而得到大量关注不是一件好事。澳大利亚人称此为“高颞栗综合征”：田地里最高的颞栗最有可能被摘头。我不喜欢被如此关注，尤其不喜欢把桥水错误地描述为一个异端组织，因为我觉得这不利于我们招募优秀人才。同时我意识到，因为我们没有让媒体看到桥水的真实运行状况，所以这些耸人听闻的描述也不可避免。

于是我在2010年年底决定公开我的“原则”，这本手册明确地阐述了我们在做的事情及其理由。我把“原则”放在我们的网站上，以便让桥水以外的人免费阅读和理解。

这不是一个容易做出的决定，但事实证明这个决定很不错。大多数读者理解了我的意思，许多桥水以外的人也从阅读中获益。超过300万人下载了这些原则，有的人甚至自费将其译成他们自己的语言。我收到了大量感谢信，对方说，阅读这些原则改变了他们的生活。

未雨绸缪，让没有我的桥水继续保持成功

从年少时起，我就开始边做边学。我热切地追求我想要的东西，并努力在尽量长的时间里存活下来，以便从我的错误中学习并改进。如果我的改进速度够快，使我做的任何事情都能持续平稳发展，我就能在此基础上进一步使之尽善尽美。我对自己查明真相的能力一直很有信心，而且随着时间的推移，这样做的必要性使我越来越善于查明真相。因此，我喜欢聘用和我类似的人：全身心地研究挑战，搞清楚如何应对挑战，然后付诸实践。我认为，如果他们具有稳健的个性、常识和创造性，而且有动力争取实现我们共同的使命，那么，只要我允许他们自由地弄清楚如何做出正确的决策，他们就会发现成功的途径。我知道，对他们进行微观管理、限制他们，是行不通的，因为我和他们都不喜欢这样。如果我只发号施令的话，就不能使他们发挥自己的作用。而且，我不喜欢和那些需要我下命令的人合作。

但从20世纪90年代起，我开始认识到大多数人都有一定的情绪障碍，不愿坦率地面对自身的问题和弱点。他们不愿直面扑朔迷离的形势和艰难的挑战，在遇到这些情况时，人们通常会觉得不舒服。兼具常识、创造性和主动寻求改变等个性的人，简直是凤毛麟角。几乎所有人都需要他人帮助才能达到这个境界。于是我写下我的这些原则及其背后的逻辑，并与别人分享。我希望认同这些原则的人能利用它们，不认同的人能公开地争论。我估计，随着时间的推移，对于如何应对特定的情况，我们都能形成共识。

尽管桥水内部的几乎所有人都能很快地在思想上赞同这些原则，但要把这种认识转化为实际的行动，很多人还是需要努力。这是因为他们的习惯和情绪障碍依然比理性要强。我们的培训和虚拟现实录音带起了很大的帮助作用，但依然不够。

不管我们下多大功夫挑选新人，培训他们在创意择优的环境中工作，总是有很多人达不到要求。我的做法是经过聘用、培训、测试后，很快地决定是解雇还是升迁，这样我们就能快速地确定优秀的新人，淘汰平庸的新人。我们不断重复这个过程，直到真正优秀者的比例很高，足以满足我们的需求。

但要实现这样的效果，我们需要职员坚守高标准，毫不犹豫地淘汰

不称职的人。许多新职员（以及一些更资深的职员）还是不愿深入考察不同人的能力和个性，而这会把事情弄糟。学会快刀斩乱麻也是不容易的。

当然，大多数来到桥水的人是冒险型的，也知道自己来到了一家什么样的企业。他们知道自己表现不称职的可能性高于正常情况，但依然坦然接受这一风险，因为相对于被淘汰的消极面而言，成功的积极面是巨大的。最坏的情况不过是对自身有了更多了解，拥有了一段有意思的经历，然后可以去尝试其他工作；最好的情况则是他们加入了一个卓越团队，取得卓越成就。

新入职者通常会经历一段18—24个月的调适期，之后才会真正适应桥水企业文化的精髓——探寻真相和透明，尤其是承认自身的错误并学会对待错误的正确办法。但有些人一直都不能适应。有人告诉我，加入桥水有点像加入一个思想上的“海豹突击队”。还有人说，就像是在自我探索学校里上学。完成考验的人说，调适期很艰难但也充满了快乐，因为自己实现了卓越，也建立了不一般的人际关系。而无法适应或不愿适应的人必须被淘汰，这是让桥水保持优异的关键。

在很长时间里，建立这种文化并使其保持高标准，是由我负责的。但到2010年时，我已经60岁了，经营桥水已经35年了。尽管我希望在未来10年左右仍然保持良好的状态，但我也准备把精力投入到其他事情上去。尽管我一直都喜欢在市场上冲浪，但我想花更多时间与家人和朋友相处，为决策者提供帮助，追逐一些不断增长的热情（如海洋探索和慈善事业），以及任何我感兴趣的東西。我的计划是卸任CEO，同时作为顾问帮助我的继任者，并继续做我的投资管理工作，而我因不再做管理工作而省下的时间，可以让我在仍然力所能及的时候，尽力体验生命的精华。

像任何组织一样，桥水成功的关键是人和文化。管理企业的人每天都要面对各种重要抉择。他们如何抉择将决定企业的个性、企业与外界关系的质量，以及企业的成果。当我负责拍板时，大部分重要决策由我负责。现在这些决策将由其他人负责。尽管他们拥有稳健而深厚的企业文化和共同认可的原则，而且这些文化和原则几十年来一直卓有成效，但一切都需要由实践检验。

[1] 我称这种做法为“五步流程”，将在后文详细叙述。

[2] 我将在“生活原则”部分的“学习如何有效决策”中更详细地阐述如何使用计算机化的决策体系。

[3] 随着数字科技的进步，我们不断创新记录和分发这些内容的方法。

[4] 你们会在文中发现对罗伯特·基根、爱德华·赫斯、亚当·格兰特的著作的引述。

[5] 财政部长汉克·保尔森的行动，尤其是将政府资金注入具有系统重要性的银行，也是很关键的。

6

回报恩惠 (2011—2015年)

在我看来，人生由三个阶段组成：在第一个阶段，我们依赖其他人，我们学习；在第二个阶段，其他人依赖我们，我们工作；在第三个阶段，当其他人不再依赖我们、我们也不必再工作时，我们就可以自由地体验生活了。

我开始从第二个阶段向第三个阶段转型。在理性和感性两方面，让我更有热情的事情都不再是自己取得成功，而是让我关心的人在没有我的情况下取得成功。

我在桥水有两项工作是需要逐渐卸下的，一是作为CEO负责公司管理，二是作为CIO负责投资管理。我不会停止在市场上冲浪，因为我从12岁开始就喜欢这项运动，我将一直玩下去，直到离世。但我不希望这两项工作都必须由我来做，因为这会给桥水带来一种“必须依赖核心人物”的风险。

我和我的同伴都明白，在一个由创始人领导、具有独特文化的组织里，领导层从第一代向第二代转型是困难的，尤其是在这名领导人已经任职很长时间的条件下。2008年比尔·盖茨从微软的CEO角色转型就是最近的一个例子，此外还有很多。

我苦苦思考的最重要的问题是，我是应该彻底退出管理工作，还是作为一名顾问继续参与。一方面，我觉得彻底退出是个好主意，因为这将让新领导层在没有我注视的情况下，自由地发现取得成功的途径。我的朋友催促我这么做：“宣布胜利”，收拾行囊，转向其他方面。但我我不敢确信这场转型会顺利，因为我没有经历过这样的事情。我做事的方式是试错：犯错，找出错误原因，总结出新的原则，最终成功。而我应该以同样的态度对待这场转型。我还认为，把我背负的沉重工作负担一下子丢给那些接替我CEO职务的人，是不公正的。我知道智者李光耀——新加坡的建国者和41年的领导者，在卸下领导职务后变成了一位资

政，而且我看到了这样做效果很好。基于所有这些原因，我决定继续做一名顾问。这意味着，我或者一言不发，或者最后发言，但随时可以提供建议。我的同伴们都觉得这个想法不错。

我们一致决定应该尽早开始，这样我的继任者们就能积累经验，我们还能在必要时调整转型进程。因为对于这样的转型我们所知不多，所以我们很清楚，必须要保持谨慎。我们估计，成功的转型将花费几年时间，也许是两三年，也许是10年之久。因为已经共事了许多年，所以我们很乐观，觉得最终的所用时间将是较短的那种情况。

2011年1月1日，我向全公司宣布我将卸任CEO，格雷格·詹森和戴维·麦考密克将接替我。7月1日，我让格雷格、戴维及管理委员会的其他成员承担起所有的管理职责。同时，我们向所有客户解释了“至多为时10年的转型计划”。

认识“塑造者”

当然，在接下来的约18个月里，新的管理团队艰难前行。我们分析原因，就像工程师分析一部机器为何达不到最佳的运行状态，以便对其进行重新设计，改善其表现。因为不同人的个性不同，创造的结果也不同，因此每当建立一支团队，我们都努力“设计”合理的人员和个性组合，以实现我们的目标。所以我们考察我的特性与其他人的不同之处，从而发现不足之处在哪里，我们把这种不足叫作“瑞差距”。需要说明的是，我们寻找“瑞差距”是因为我是那个要走的人，假如鲍勃、戴维或格雷格是要走的人，我们也会寻找别人和他们的差距。

格雷格和戴维创建了一个日志，记录了我的不同职责，以及我和他们在履行这些职责方面的质量差异。所有人达成的共识是，这种差距表现为一种我们称为“塑造”的东西。

想要理解我所说的“塑造”和“塑造者”，可以想想史蒂夫·乔布斯，他也许是我们这个时代最伟大、最有偶像意义的塑造者，这表现为他塑造的东西规模很大也很成功。一个塑造者通常会在别人的质疑和反对之下提出独特和有价值的愿景，并以美好的方式将其实现。乔布斯利用有着美好设计的产品，给计算、音乐、通信、动画和摄影领域带来了革命性

改变，打造了全球最大最成功的企业。商界的伟大塑造者还有埃隆·马斯克（特斯拉、太空探索技术公司和太阳能公司SolarCity），杰夫·贝佐斯（亚马逊）和里德·哈斯廷斯（奈飞）。在慈善领域，我能想到的塑造者有穆罕默德·尤努斯（格莱珉银行），杰弗里·卡纳达（儿童关爱机构“哈莱姆儿童地带”）和温迪·科普（非营利机构“为美国而教”）。政界的塑造者有温斯顿·丘吉尔、小马丁·路德·金博士、李光耀、邓小平。比尔·盖茨和安德鲁·卡内基既是商界也是慈善界的塑造者。迈克·布隆伯格是商界、慈善界和政界的塑造者。爱因斯坦、弗洛伊德、达尔文和牛顿是科学界伟大的塑造者。基督、穆罕默德和佛陀是宗教塑造者。他们都有原创性的愿景，并成功实现了这些愿景。

这些人都是最大的塑造者，而我发现塑造者有大有小。你们可能都认识一些塑造者，可能是你们当地的商业、非营利机构或社区的领导者，即那些驱动变革并创建了持久性组织的人。我的目标是确定桥水未来的塑造者，一方面帮助那些接替我的人做好CEO的工作，另一方面从外面发现塑造者并将其带进桥水。

我开始思考一个塑造者应具备哪些素质。几个月之后，2011年10月5日，史蒂夫·乔布斯去世。我在《每日观察》中写到了他，我很少利用这个平台探讨与投资无关的内容。我这么做是因为我敬仰他，一个能以激动人心的美妙方式思考和行动的人。不久后，沃尔特·艾萨克森出版了他写的乔布斯传记。我发现我和乔布斯有不少共同点，尤其是看到被引用的乔布斯的话时。又过了不久，投资界著名刊物CIO发表了一篇题为“瑞·达利欧是投资界的史蒂夫·乔布斯吗？”的文章。此文指出了不少我们的共同点，比如我和乔布斯都是白手起家（他是从车库，我是从公寓的第二间卧室），都创造出了重塑整个业界的创新产品，都形成了独一无二的管理风格。桥水经常被称为投资界的苹果，但说实话，我认为我和桥水都无法与苹果和乔布斯比肩。

艾萨克森的书和这篇文章指出我们在背景、目标、塑造方式等方面的其他相似之处，例如：我们都是叛逆、独立的思考者，为了创新和卓越而不懈努力；我们都是冥想者，希望“在宇宙中留下印记”；我们都待人严苛而闻名。当然，我们也有重大的差别。我多么希望乔布斯在生前分享过他用来实现自身目标的原则。

我不只是对乔布斯及其原则感兴趣，我希望知道所有塑造者的品质和原则，以便更好地理解他们之间的共性与差异，总结出一个标准的塑

造者的典型样貌。我一直在用这样的方式理解一切，例如，我曾对历史上的经济衰退进行过详尽的研究，从而可以对典型的经济衰退进行不受时间局限的描绘，进而理解不同经济衰退之间的差异。我用这种方式对待所有的经济与市场变化，并倾向于将其适用于几乎一切事物，因为它有助于我理解事物的运行方式。所以我尝试用这种方式理解塑造者也是合理的。

于是我开始和艾萨克森探讨乔布斯以及其他塑造者的品质，先是在他办公室里私聊，然后是在桥水举办的一场公开论坛上聊。因为艾萨克森也写过另两位伟大塑造者阿尔伯特·爱因斯坦和本·富兰克林的传记，所以我读了这两本书，请他讲述这两个人的故事，以便总结出他们的共同特征。

然后我和我认识的、已被证明是塑造者的人交谈，如比尔·盖茨、埃隆·马斯克、里德·哈斯廷斯、穆罕默德·尤努斯、杰弗里·卡纳达、杰克·多西（推特）、戴维·凯利（艾迪欧公司）等。他们都曾构想出了不起的概念，建立组织实现这些概念，并在很长时间内反复地这么做。我请他们每人做一个小时的自我评估，以便发现他们的价值观、能力和行为方式。尽管这些评估并非十全十美，但也是无比珍贵的。（事实上我一直在调整和改进这些评估，使之能给我们的招聘和管理带来帮助。）塑造者们对这些标准化问题的回答，使我得到了关于他们共性与差异的客观的、可以用统计方式衡量的证据。

结果是他们有很多共性。他们都是独立的思考者，不会让任何东西或任何人妨碍自己追求大胆的目标。对于事情应该怎么做，他们在头脑里有十分坚定的规划，同时又始终愿意在现实中检验这些头脑规划、调整做法，从而使规划效果变得更好。他们都极为坚韧，因为相对于他们在追求梦想的过程中经历的痛苦而言，他们实现梦想的决心更强烈。也许最有意思的是，他们关于未来的视野要比多数人宽广，或者他们自己就有这样的视野，或者他们善于从能看到更多东西的人那里学习。他们都能同时看到大图景和小细节（以及中间的层次），并能综合在不同层次上总结的观点，而大多数人通常是见此不见彼。创造性、系统性、现实性在他们身上合而为一。他们既是坚决的又是开明的。最重要的是，他们对自己的事业充满热情，对表现一般的手下不能容忍，同时想给世界带来巨大、有益的影响。

以埃隆·马斯克为例。在他刚刚推出特斯拉汽车并首次向我展示自己

的车时，他既详细解释了开门用的车钥匙，也深入说明了他的宏大理念——关于特斯拉在运输业宽广未来中即将扮演的角色，以及这对世界有多么重要。然后我问他是怎么想到要创办太空探索技术公司的，他回答中的勇敢魄力令我震惊。

他答道：“在很长时间里，我一直觉得发生一场全行星规模的灾变是不可避免的，如瘟疫或者陨石撞地球，这就要求人类另找一个地方重新开始，比如火星。一天我浏览美国航空航天局的网站，想看看他们的火星计划搞得怎么样了，但我发现，他们甚至都没有计划要尽快登陆火星。”

他继续说：“在与合作伙伴卖掉贝宝后，我赚到了1.8亿美元，这时我突然想到，假如我用9 000万美元从苏联买一些洲际弹道导弹，然后送一颗去火星，我就能激发人们探索火星的热情。”

我问他在火箭学方面有没有背景，他说没有。“我刚开始读这方面的书。”他说。这就是塑造者典型的思考和行为方式。

有时，极为强烈的追求目标的决心会使塑造者显得粗率或者不关心他人，这也反映在了他们的测试结果中。他们眼中没有完美。现实和理想之间的差距在他们看来既是悲剧，也是永不枯竭的动力之源。没有人能妨碍他们追求目标。在这份自我评估中，他们都在一项上打了低分：“顾及他人”。但这并不代表他们真的不关心他人。

以穆罕默德·尤努斯为例。作为一位伟大的慈善家，他将毕生精力用于帮助他人的事业。他是小额信贷、小微金融理念的先驱，因而获得诺贝尔和平奖。他还赢得了国会金质奖章、总统自由奖章、甘地和平奖等。但他对“顾及他人”一项的打分也较低。杰弗里·卡纳达花了自己成年以来的大部分时间照顾纽约哈莱姆区周围一百个街区的所有残障儿童，而他对“顾及他人”一项的打分也较低。比尔·盖茨花费大部分财富和精力拯救生命、改善生活，但他对该项的打分也较低。显然尤努斯、卡纳达和盖茨都深深地关怀他人，但他们都在自我测试中对该项打了低分。这是为什么？在和他们交谈并让他们再次看待那些问题的过程中，原因变得清晰起来：每当面对是实现自己的目标还是取悦他人（或不让他人失望）时，他们都会选择实现自己的目标。

通过这个调查过程，我发现塑造者有着截然不同的类型。最重要的

区别是，他们的塑造是以发明还是管理的形式出现，还是二者兼有。例如，爱因斯坦通过发明进行塑造，他不用管理，而杰克·韦尔奇（掌管通用电器）和路易斯·郭士纳〔掌管国际商用机器公司（IBM）〕是优秀的管理者和领导者，但他们不必像爱因斯坦那么善于创造。乔布斯、马斯克、盖茨、贝佐斯这样的人最罕见，他们既能设想出各种发明，也能管理大型机构，让这些设想变成现实。

很多人看起来很像塑造者，他们提出了好点子，并将其发展到一定程度后卖掉从而赚很多钱，但他们并不会持久地塑造。硅谷有很多这样的人，也许他们应该被称为“发明者”。我还发现有些卓越的组织领导人并不是典型的塑造者，也就是说，他们没有提出原创性想法并落实，只是进入已有的组织并将其领导得很好。只有真正的塑造者才能一直从成功走向成功，并将成功保持几十年，而这正是我想让桥水引入的人。

对塑造者的审视以及对我自身品质的反思，让我明白了人要变得特别成功需要看到很多东西，但任何人都看不到全景，只是有的人看到的多一点。自身视野宽阔，又能与其他聪明人良好地沟通，了解他们不同的有益视角，这样的人才会做得最好。

对于因我退出管理层而进行的桥水转型而言，这一认识起到了重要作用。在过去，我会遇到问题，找出原因，以自己的方式克服问题；而现在，和我想法不同的人会做出不同的诊断，设计不同的解决方案。我作为顾问的工作是帮助他们在这方面取得成功。

这次尝试提醒我，世界上有很多人，但人的类型有限；有很多情况，但情况的类型有限。所以让合适的人应对合适的情况，是解决问题的关键。

因为近年来盖茨离开了微软，乔布斯因去世离开了苹果，所以我密切关注这两家公司，以帮助自己更好地帮助桥水做好准备，在没有我的情况下继续兴盛。显然桥水和这两家公司的最显著区别是桥水的文化：我们以创意择优的理念探寻极度真相、极度透明，让问题和缺点摆上桌面，以便直截了当地应对。

把我们的创意择优系统化

我对人的研究越多，就越明显地看到，人分为不同类型，而类型大体相同的人在相同类型的情况下，会创造相同类型的结果。换言之，了解了人的个性，我们就能对其形成合理的预期。所以我以前所未有的动力继续收集很多关于人的数据，绘制出他们的个人画像，以帮助桥水更好地将人和职责匹配。以证据为基础推进这项工作，将强化创意择优，让不同人的工作与其优点合理搭配。

尽管这一切在我看来是清晰且合理的，但在现实中落实要困难得多。在转型开始约一年后，我发现很多新管理者（以及一些更资深的管理者）仍然不能逐渐发现不同人的行为模式（换言之，他们无法把人的类型与他们创造的结果联系起来）。他们不愿努力探究不同人的个性，而这会让事情变得更加困难。

但接着我取得了一次突破，缘起是我发现我们在做出管理决策方面面临的挑战在投资决策方面并不存在。我发现，利用大数据分析工具以及其他算法，计算机能比我们任何人都更有效地把人和成果联系起来，就像计算机能够帮助我们认清市场一样。计算机系统也没有需要克服的个性偏见和情绪障碍，所以计算机得出的由数据驱动的结论不会让分析对象觉得受到冒犯。事实上他们可以考察这些数据和算法，自己做出评价，愿意时也可以提出修改建议。我们就像是科学家，努力开发测试方式和算法，对自身进行客观分析。

2012年11月10日，我在一封电子邮件中与管理委员会分享了我的想法。这封邮件的主题是：“出路：把良好的管理系统化”，邮件内容如下：

现在，在我看来很明显的是，桥水的投资管理部分将会继续表现良好，而大多数其他部分将不会表现得同样好（假如我们不改变运作方式的话）。主要原因在于，投资管理方面的决策程序已经非常系统化了，所以人们通常不会把事情搞砸（因为他们主要遵循系统指令），而桥水其他部门对人及其决策质量的依赖度要高得多。

想想看，假如桥水的投资决策方式和管理决策方式一样（取决于我们聘用的人以及他们如何以各自的方式共同决策），投资决策将会如何。那将是一团糟。

投资决策程序之所以表现良好，是因为一小群创造这些系统的投资管理看到了系统的结论和系统的逻辑，而我们只是做出自己

的结论，依靠自己探索逻辑.....机器做了大部分工作，我们以高质量的方式与其沟通.....（同时）我们不需要依赖那些可能常犯错误的人。

想想看，管理方面是多么不同。在这方面，尽管我们有原则，但我们没有决策系统。

换言之，我认为投资决策程序是有效的，这是因为投资原则已被纳入决策规则，决策通过规则做出，然后人们遵行；而管理决策程序不够有效，这是因为管理原则并没有被纳入决策规则，人们无法依据其做出管理决策。

事情不一定非得是这样。（在其他人的帮助下）我建立了投资体系，我也了解投资和管理两方面的决策，我很自信地认为，二者可以是一样的，问题只在于我们能不能尽快使其一致，以及如何操作。

我正在和格雷格（以及其他的人）合作建立这些管理体系，就像以前和格雷格以及其他的人（鲍勃等）建立投资体系一样。你们能看到我们的成果，如棒球卡、集点器、痛苦按钮、测试、工作细则等。因为我在这方面的时间有限，所以我们必须快速行动。同时我们将不得不打一场殊死之战，短兵相接，淘汰那些不称职的人，引入或重用卓越的人。

像算法一样决策的一个好处是，这可以让人们把注意力集中在因果关系上，并以此培养真正的创意择优。当所有人都能看到算法使用的标准并参与其制定时，他们就都会一致认同，这个系统是公正的，并放心地让计算机考察证据，正确地对人做出评估，给他们分配合理的职权。算法本质上就是在连续性基础上运行的原则。

尽管要让我们的管理系统达到投资系统那样的自动运行水平还需要很多努力，但我们已经探索出的一些工具，尤其是集点器（一款实时收集个人信息的App，将在“工作原则”中详述），已经给我们的工作方式带来了不可思议的改变。

所有这些工具都强化了好习惯、好思维。好习惯源于以一种遵守原则的方式不断思考，就像学习说一种语言一样。好思维源于探求原则背后的逻辑。

这一切的最终目标是帮助那些我关心的人在沒有我的情況下获得更

大的成功，这变得越来越紧迫了，因为生命的里程碑一直在提醒我，我已处于生命的哪个阶段。例如，2013年5月31日，随着克里斯托弗·达利欧的出生，我成了祖父；2013年夏，我经历了一场严重的健康恐慌，虽然最后没什么大碍，但这提醒我自己也会失去生命。同时，我依然喜欢在市场上博弈，我计划一直持续到生命的最后一刻，这让我更急于加快我的生命从第二个阶段到第三个阶段的转型。

预见欧洲债务危机

从2010年开始，我和桥水的同事就开始看到欧洲正在出现一场债务危机。我们考察了有多少债券需要被出售，以及对一系列国家来说，多少债券会被购买，然后认定，许多南欧国家的债券可能会出现卖不出去的情况。由此带来的危机可能和2008—2009年的危机一样严重，甚至更糟。

就像在1980年和2008年一样，虽然我们的计算明确显示会发生一场债务危机，但我知道自己可能是错的。假如我是对的，这就不是小事，所以我想和顶级决策者们讨论自己观察到的情况，一方面提醒他们，另一方面看他们的看法是否不同，能否纠正我。像2008年在华盛顿的遭遇一样，我遇到的情况是他们不给出合理解释，只是反对。只不过这一次是在欧洲。当时的经济形势很稳定，尽管我知道不能相信经济会一直稳定，但大多数与我对话的人不愿听我的推理。我记得在风暴来临之前的平静期里，我曾和国际货币基金组织的总裁会谈。他质疑我看上去离奇的结论，而且没有兴趣审读我的数据。

就像2008年之前的美国决策者一样，对于自己没有经历过的事情，欧洲人并不感到害怕。因为当时情况良好，而我描述的景象比他们在一生中经历的任何事情都要糟糕，所以他们觉得我的话不可信。关于债权人和债务人都是什么样的人，这些人的借债和放债能力将会如何随着市场环境变化而变化，他们也缺乏细致的理解。他们对市场和经济的运行方式的理解过于简单化，像学术人士的理解一样。例如，在他们看来投资者就是一种叫作“市场”的东西，但事实上投资者是各种不同角色的混杂，他们的买卖行为都有特殊的理由。当市场表现不佳时，决策者希望能做些事增强市场信心，他们以为只要建立了信心，资金就会到来，问题就会消失。他们没有看到的是，具体的买家不管有没有信心，都没有

足够的资金和贷款来购买所有需要出售的债券。

就像所有人体的运行方式基本相同一样，各国经济机器的运行方式也基本相同。就像人感染疾病没有国籍差异一样，经济疾病也不会因国家不同而改变。所以，由于决策者一开始持怀疑态度，我采取了这样的谈话方式：考察当前案例的病理学。我诊断他们正在遭遇的经济疾病，然后通过援引之前的类似案例，向他们展示这些症状将如何发展。然后我解释，在这种疾病的不同发展阶段，最好的疗法是什么。围绕各种因素的联系和相关证据，我们进行了高质量的商讨。

尽管我成功地帮助决策者看到了各种因素的联系，但他们所处的政治决策系统是功能失效的。他们不仅必须决定作为单个的国家应该怎么做，而且欧元区的19个成员国必须彼此达成一致才能行动，在很多情况下需要无一国反对。在很多问题上他们没有清晰的分歧解决机制，这是一个大问题，因为需要采取的应对措施（印钞）遭到了德国经济保守派的反对。因此，在危机正在向临界点恶化的情况下，欧洲各国领导人还在旷日持久的闭门会谈中撕扯。这样的权力斗争考验着所有相关者的神经。这些决策者为了他们所代表的民众的利益，忍受了很多恶劣行为，这是我不可能尽述的。

例如，2011年1月，我与路易斯·德·金多斯会面。几周之前他刚被西班牙新总统任命为经济与竞争力大臣。我了解他，也敬仰他的直率、智慧，以及为本国福祉而牺牲自我的英勇意志。那时的西班牙刚刚经历政府更迭，其银行业濒临崩溃边缘。很快，西班牙的新决策者们就不得不与国际货币基金组织、欧盟和欧洲央行（并称为“三驾马车”）的代表讨价还价。他们与对方会谈到凌晨，最终被要求签订一项贷款协议，该协议事实上是将西班牙银行体系的控制权转交给“三驾马车”，以换取该国迫切需要的资金支持。

我和德·金多斯大臣的会谈，是在第一轮也是最艰难的一轮谈判的次日清晨。他双眼充血，但思维很敏锐，耐心而坦率地回答了我提出的所有难以回答的问题，并就西班牙应当如何改革以应对问题分享了他的想法。在接下来的几年里，面对相当多的反对，他和西班牙政府一直在推进这些有争议的改革措施。他一直没有得到他应该得到的赞誉，但他不在乎，因为看到他创造的结果，他就满足了。在我看来，这正是英雄所为。

随着时间的推移，欧洲各债务国陷入了更深的萧条。这促使欧洲央行行长马里奥·德拉吉在2012年9月做出了购买债券的大胆决定。这一行动避免了迫在眉睫的债务危机，拯救了欧元，后来还给欧洲央行带来了一大笔收入。但在那些陷入萧条的国家，此举未能立竿见影地刺激信贷和经济增长。欧洲央行的任务是让通胀率保持在2%左右，但通胀率低于目标值，而且一直下降。尽管为了解决这一问题，欧洲央行以有吸引力的条件向银行提出放贷要约，但银行接受这些要约的积极性不够，所以难以带来改变。我认为，除非欧洲央行通过购买更多债券“印钞”，并向经济体系注入货币，否则事态只会继续恶化。在我看来，准备实行量化宽松是显而易见的必要选择，于是我拜访了德拉吉和欧洲央行理事会，以表达我的担忧。

我在会谈中告诉他们，为什么这一做法不会产生刺激通胀的效果（因为消费支出和通胀的驱动因素是消费支出水平，而消费支出是货币与信贷之和，不仅仅是货币量）。我集中说明了经济机器的运行机制，因为我觉得，如果我们能就此达成一致（最重要的是如何购买债券才能驱动经济体系中的货币流动），我们就能对这一举措对通胀和经济增速的影响达成一致。在那次会议以及所有类似的会议上，我都分享了我们的计算，以及我认为重要的因果关系，以便我们能一起评估我的这些结论有没有道理。

采取这一行动的主要障碍之一，是并不存在覆盖整个欧元区的单一债券市场，而欧洲央行像大多数央行一样，不能优待某个区域或国家。鉴于这些局限，我和他们分享了我的理论：欧洲央行可以成比例地从各成员国购买债券，这样就能在不违反自身规则的情况下实施量化宽松，尽管德国不需要也不想要这样的购买所能带来的宽松。（德国经济表现相对良好，而且通胀忧虑开始抬头。）

在这18个月里，我会见了几位欧洲顶级经济决策者，其中最重要的也许是德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒，一个我认为极善于思考、特别大公无私的人。我还看到了德国以及整个欧洲政治的运行方式。^[1]在催促力度逐渐加大后，欧洲央行将不得不做最符合欧洲利益的事，即我所建议的印钞和购买债券。这么做与欧洲央行的职权相符，而南欧债务国也对此投赞成票，于是我觉得，德国将是被否决的一方，并面临是否离开欧元区的抉择，而德国最终不会这么做，因为德国领导人强烈致力于维护欧元区以及德国的成员国身份。

德拉吉最终在2015年1月宣布采取这一行动。这产生了巨大的效果，也创造了一个先例，将允许欧洲央行未来在必要时进行更多次的量化宽松。市场反应很积极：在德拉吉宣布当天，欧洲股市上涨了1.5%，欧洲各主要经济体的政府债券收益率下降，欧元对美元贬值2%（这有助于刺激经济）。在接下来的几个月里，市场保持同样的趋势，激活了欧洲各经济体，支持了经济增速的提升，并扭转了通胀的下降趋势。

欧洲央行的决定显然是正确的，原因也相对容易理解。但看到此举当初引起了多大的争议，我突然想到，世界需要一种对经济机器运行机制的简单解释，因为如果所有人都理解基本机制的话，经济决策者就能以快得多的方式做正确的事情，对于未来的焦虑也会变少。这促使我制作了一段30分钟的视频——“经济机器是如何运行的”，并在2013年发布。除了解释经济运行机制外，它还提供了一个模板，帮助人们评估本国经济状况，并指导他们在危机期间应该怎么做，应该有什么样的预期。这段视频产生的效果远远超出我的预想，8种语言版本的观看人数超过了500万。许多决策者私下告诉我，视频也有助于他们自己对经济理解、处理与选民的关系，以及找到更好的前进道路。我对此感到很满足。

在和许多国家决策者打交道的过程中，我对国际关系的真实运行状况有了不少了解。这与大多数人想象的大相径庭。与大多数人认为的合理的个人行为方式相比，国家的行为方式更为自私，考虑更不周到。当国家彼此谈判时，它们通常表现得像是国际象棋比赛的对手，或者街市上交易的商人，将自身利益最大化是唯一的目標。聪明的领导人知晓本国的弱点，利用别国的弱点，并预期其他国家的领导人也会这么做。

大多数人没有与本国及他国的领导层直接打过交道，他们基于从媒体了解到的情况形成自己的观点，因而变得非常天真，并持有不合理的偏执观点。这是因为与冷静客观的分析相比，戏剧化的故事和传言能够吸引更多的读者和观众。而且，在一些情况下，“新闻工作者”也有自己的意识形态需要推动。因此，大多数通过媒体棱镜看世界的人喜欢区分好人和坏人，而不是看各方的既得利益和相对权势，以及这些因素如何相互作用。例如，如果报道告诉人们本国是多么道德，敌国是多么不道德，人们就倾向于接受，而大多数时候这些国家只不过利益不同，并努力将其利益最大化。人们能够期待的最好的行为来自这样的领导人：他们能够权衡合作带来的利益，拥有足够长远的视野，从而能看到自己今

年送出的礼物也许会在未来带来收益。

上述既得利益之间的冲突不仅发生在国际层面，各国内部也存在这种龌龊的冲突。尽管大多数决策者以为他们是真诚的，在以符合所有人最大利益的方式行事，但真正能这么做的人简直是凤毛麟角。更常见的情况是，他们的行为是为了支持自身选民的利益。例如，高收入者的代表会说高税率会遏制经济增长，而低收入者的代表的说法刚好相反。让所有人都努力客观看待事物的全貌已是很不容易，更不用说以符合整体利益的方式行事了。

尽管如此，我还是尊重大多数与我打交道的决策者，并为他们的糟糕处境感到遗憾。他们中的大多数都是很有原则感的人，但被迫在不讲原则的环境中工作。即使在最好的环境中，决策者的工作也是充满挑战的，而在危机期间，他们几乎不可能合理决策。政治是可怕的，而媒体的扭曲甚至公然的假新闻会让事情变得更糟。我遇到的很多决策者，如德拉吉、德·金多斯、朔伊布勒、伯南克、盖特纳和萨默斯等，都是真正的英雄，因为他们把他人以及承担的使命置于自我之上。但不幸的是，大多数决策者在踏入职业生涯时是理想主义者，离开时已经幻灭。

我很幸运地受教于一些这样的英雄，并希望我也给了他们帮助，其中一位就是中国的王岐山，几十年来他一直是一支了不起的推动进步的力量。受本书篇幅所限，我不能在此详细地描述他是什么样的人，以及他走向中国最高领导层之路。简言之，王岐山是一位历史学家、一位境界很高的思想者、一位很务实的人。他极为智慧又极为务实，我认识的这样的人很少。几十年来他是中国经济最重要的塑造者之一，也负责根除腐败的工作，他被公认为一个极为严肃、办事可以信赖的人。

我每次去中国，都会和王岐山交谈60—90分钟。我们讨论世界形势、当前形势与数千年的人类历史的关系，以及不变的人性。我们还讨论许多其他话题，从物理学到人工智能。我们都极为感兴趣的是，为什么几乎所有事情都是反复发生的、这些模式背后的驱动因素，以及在应对这些事情时哪些原则有效、哪些无效。

我送给王岐山一本约瑟夫·坎贝尔的伟大著作《千面英雄》，因为他是一位典型的英雄，我想这本书也许对他有用。我还送给他另外两本书，一本是威尔·杜兰特和他妻子艾丽尔合写的《历史的教训》，这本104页的书提炼了贯穿历史的主要力量；另一本是富有洞察力的理查德·

道金斯写的《基因之河》，它解释了进化的机制。王岐山送给我一本格奥尔基·普列汉诺夫的经典著作《论个人在历史上的作用》。这几本书都展示了，同样的事情是如何在历史上反复发生的。

我和王岐山的大多数交谈都是在原则层面进行的。他看到了历史的韵律，并把我們讨论的具体问题放在整体框架中看待。“难以完成的目标对英雄具有吸引力，”他有一次对我说，“有能力的人居安思危。安然无忧的是愚人。假如冲突能在变得尖锐之前被解决的话，世界上就不会有英雄了。”他的建议对我规划桥水的未来起到了帮助作用。例如，当我就权力制衡这个问题询问他时，他以尤利乌斯·恺撒推翻罗马元老院和共和国为例，说明确保任何人的权力都不能凌驾于制度之上是多么重要。当我着手改进桥水的治理模式时，我把他的建议铭记于心。

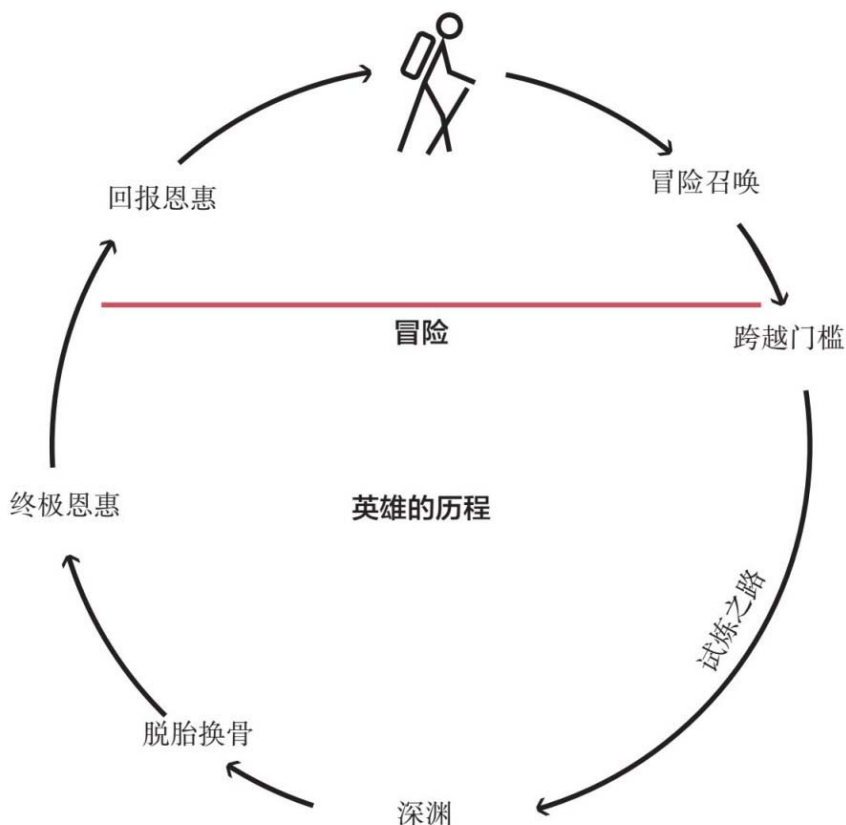
每次和王岐山交谈，我都觉得自己更接近于破解藏在宇宙法则背后的统一密码。他用自己的永恒视角更清晰地考察当下和可能的未来。

与这样的人在一起，尤其是想到我也有可能帮到他们，感觉妙不可言。

回报恩惠

约瑟夫·坎贝尔的《千面英雄》是我送给王岐山以及我认识的许多其他英雄的一本书。这本书是我儿子保罗在2014年介绍给我的。尽管我在将近30年之前曾在电视上见到过坎贝尔，并且印象深刻，但我没读过他的书。在这本书里，坎贝尔考察了不同文化里出现的许多“英雄”，包括现实中和神话中的英雄，并叙述了他们典型的生命历程。坎贝尔对英雄如何成为英雄的描述，与我对塑造者的思考相符。这本书还让我深刻地洞察了我认识的那些英雄，以及我自己的生命模式。

在坎贝尔看来，“英雄”是一个完美的、总会把事做对的人。远不止如此，英雄的特征是能“在常规的成就范畴之外发现、实现（或做到）一些事情”，并“把生命奉献给高于自身或自身之外的东西”。我一生中遇到了很多这样的人。坎贝尔的著作最有意思的部分是讲述英雄如何走上这条道路。英雄并不是一开始就是英雄，他们是通过一系列环环相扣的步骤成为英雄的。右图展示了英雄的典型历程。



资料来源：约瑟夫坎贝尔，《千面英雄》（New World Library出版公司出版），经约瑟夫坎贝尔基金会（2008）授权使用

他们通常最初在一个平凡的世界过着平凡的生活，然后被一个“冒险召唤”感召。这引导他们走上一条“试炼之路”，充满了战斗、诱惑、胜利和失败。一路上他们得到别人的帮助，通常是那些走得更远、成为导师的人，尽管一些走得不够远的人也能以不同方式提供帮助。他们还会遇到盟友和敌人，并学会如何战斗，通常是以非常规的方式战斗。他们一路上会遇到各种诱惑，并和长辈、晚辈发生冲突，也会实现和解。因为有实现目标的伟大决心，所以他们能克服对于战斗的恐惧。考验和教育他们的战斗以及别人赠送的礼物（如建议）都能让他们获得“特殊力量”（即技能）。随着时间的推移，他们既取得成功也遭遇失败，但随着他们变得更强大，持之以恒地追求更多东西，他们的成功越来越多，失败越来越少，而这会带给他们越来越大、越来越具有挑战性的战斗。

英雄总是会至少经历一次极大的失败（坎贝尔称之为“深渊”或“被鲸鱼吃进肚子”），这将考验他们有没有韧性东山再起，以更大的决心和更

多的智慧继续战斗。如果能做到这些，他们将经历一次变革（“脱胎换骨”）。他们将体验到恐惧，而恐惧在保护他们的同时又不会使他们失去推动自身向前的进取精神。胜利终将带来回报。尽管英雄在战斗中并不知道，但他们最大的回报就是坎贝尔所说的“恩惠”，即英雄在其历程中悟出的成功秘诀。

到了晚年，赢得更多战斗、取得更多回报，通常已不是最能让英雄兴奋的事了，他们更关注如何把经验传授给他人，也就是坎贝尔所说的“回报恩惠”。当回报完成后，英雄就可以自由地生活，然后自由地死去，或者对我来说，就是从生命的第二个阶段向第三个阶段转型。（在第三个阶段里，英雄可以自由地享受生活，直到生命终止。）

在阅读坎贝尔著作的过程中，我发现英雄像塑造者一样可大可小，他们是真实的人，而且我们都认识一些英雄。我还发现，英雄并不像人们通常所说的那样一帆风顺，他们也会经历很多挫折，即使在胜利之后，许多英雄也会遭到攻击、侮辱，或者被杀害。事实上，做英雄也许并不是一个理性的选择。但我能看到并认识一种会选择英雄之路并一直走下去的特定类型的人。

尽管坎贝尔对英雄历程的描述概括了我的人生旅途，以及许多我所说的塑造者的人生旅途，但我不会把自己称为“英雄”，也肯定不会把自己与坎贝尔描述的那些英雄相提并论。^[2]但了解英雄的历程确实帮助我无比清晰地认识到，我在自己的历程中已走到哪一步，以及接下来要怎么做。坎贝尔书中“回报恩惠”这一部分让我感觉我与坎贝尔似乎心有灵犀，好像坎贝尔精确地知道我正在应对什么问题一样。带着这本书给我的启迪，我能看到我的生命将在相对较短的时间里结束，而我将留给世界的东西可能是更重要、更持久的，会影响很多人，而不仅仅是桥水的同事和我的家人。这让我更清楚地明白，我需要使可能在我去世后帮到别人的东西流传下去，其中最重要的是本书阐述的原则，此外还有我的金钱。

就像俗话说的，“你不能把一切都带走”，我现在需要思考谁应该得到什么，这不只是因为年事已高，以及我需要花很多时间把这件事做好，也是出于我的直觉。随着时间的推移，我关心的人和事物的范围不断扩大，年轻时只有我自己，成为父亲后我关心自己和家人，变得更成熟后我关心自己所处的社群，现在我关心这个社群之外的人，以及整个社会。

努力做慈善

我首次接触“慈善”^[3]是在20世纪90年代末，快50岁的时候。当时麦修16岁，会说普通话，在一座中国孤儿院做义工。在那里，他了解到一次费用为500美元的外科手术可以拯救一些人的生命，或者大幅改善其生活。我和朋友出钱让他提供帮助。接着，我的朋友保罗·都铎·琼斯教会了麦修如何创建501(c)(3) 基金，2000年，还是中学生的麦修创建了中国关爱基金会。麦修带着家人去孤儿院走访，让我们和这些有特殊需求的儿童有了亲密接触，并喜欢上他们。我们还看到麦修痛苦地权衡，因为钱不够救活所有人，所以要做出取舍。想想看，我们可以选择晚上出去狂欢一次，也可以选择拯救一个儿童的生命。这其实是我们经常面对的抉择。这段经历让我们更多地涉足慈善领域，所以在2003年我们创建了自己的基金，以组织化的方式提供支持。我们希望将慈善作为一项家庭活动一起来做，事实证明这样做效果极好。

搞清楚如何以最好的方式把钱捐出去，和搞清楚如何赚钱一样复杂。尽管与刚开始时相比，我们目前在这方面的认识要深入得多，但我们还是觉得难以做出最好的决定，于是我和家人依然在边做边学。我将举几个例子说明我们一直在考虑的问题，以及对问题的认识是如何变化的。第一个问题是：应该把多少钱留给家人，把多少钱捐给那些关系较疏远但有更迫切需求的人和事业。

早在我有很多钱之前，我就决定，我只希望我的儿子们有足够的钱享受优质的医疗和教育，并有一笔启动资金支持自己的职业生涯。我自己白手起家的人生历程影响了我的看法。这段经历教会我要奋力拼搏，并让我变得坚强。我希望自己爱的人也是这样。所以，当我赚到很多钱后，我决定把其中一些捐赠给别人。

随着我们在很多领域的慈善工作中积累了经验，我认识到，花钱如流水，我们不可能拥有足够的钱去帮助自己关心的一切东西。此外，我的第一个孙子出生后，我开始思考要将财产传承给多少辈的后代以保护他们。在和处境类似的人交谈时我发现，即使最富的人也觉得钱不够，不足以做所有自己想做的事。于是我研究了其他家庭是如何解决这个问题的：多少留给家人，多少捐出去，捐献速度有多快。尽管我们家还没有就这些问题做出明确决定，但我知道，我个人愿意把自己一半以上的钱捐给其他人。

另一个大问题是，我们应该捐助哪些事业。芭芭拉一直热衷于帮助康涅狄格州最穷困的公立学校的学生，尤其是那些“无参与和无记录”的学生。^[4]她资助的一项研究显示，22%的中学生处在这两种情况，这极其令人担忧，因为其中的大多数人成年后可能生活痛苦，成为社会的负担，而不是热情的贡献者。芭芭拉和这些孩子以及他们的教师有很多直接联系，所以她理解他们的需求。当她知道1万个这样的学生没有冬大衣时，她觉得有必要去提供。她告诉我的情况让我吃惊。在这样一个“充满机遇的国度”，怎么会出现如此缺衣少食的情况？我的所有家人都认为，作为最基本人权之一的机会平等，意味着教育机会也要平等，而美国的教育机会严重不平等。如果通过投资以外的途径改善教育状况，可能会产生巨大的经济成本（以犯罪和被捕入狱的形式体现）和社会成本。尽管充满了提供帮助的动力，我们也发现，鉴于问题非常严重，单靠我们很难产生多少显著效果。

我热爱大自然，尤其是海洋。海洋是全球最重要的资产，占地球表面的72%以及地球生命可存活面积的99%。我满怀热情地支持探索海洋的科学家以及展示美妙海洋环境的媒体。我正在履行一项使命，向大家说明，海洋探索比天空探索更重要、更振奋人心，以争取更多人支持海洋事业，并使海洋得到更合理的管理。更让我开心的是，我儿子马克是野生生物影片制作人，和我一样对自然充满热情，所以我们一道追求这一梦想。

麦修的热情是把廉价而有效的计算技术引入发展中世界，以扩大、改善教育与医疗。保罗热衷于心理健康事业，他的妻子正在为抵御气候变化而战斗。与慈善相比，德温现在更专注于自己的职业，但他妻子很关心动物福利。我们家仍在支持有特殊需求的中国儿童，并资助中国公益学院，该学院把最好的慈善经验教给中国的公益从业者。我们还支持针对压力下的儿童和有创伤后应激障碍的退伍军人进行的冥想教学、尖端心脏学研究、小微金融及其他社会事业，等等。

我们把捐助视为投资，希望确保这些钱能够产生高慈善回报。因此我们需要全力解决的另一个大问题是如何衡量这些回报。衡量企业经营效率要简单得多，用收入减去成本就行了。鉴于衡量的困难性，我们养成了优先支持可持续性社会事业的习惯。不过，我还看到许多慈善投资能同时产生经济和社会回报，而我们的社会错过了这些投资机会令我痛苦。

我们考虑的另一个问题是，我们的慈善机构要做多大、应该实行什么样的管理机制，以确保慈善决策的高质量。面对这些问题，我的做法和“工作原则”里写的一样：为我们的决策确立正式的原则和政策。例如，由于我们收到了雪片般的求助信，无暇应对，我规定了一项政策：不回复主动投来的请求，以便职员拥有充足的时间精心打理我们想要聚焦的领域。我们不断改进所有的原则和政策，我也梦想着要为慈善工作制定正式的决策程序，不过现在我还腾不出手来做这件事。

你们也许已经猜到了，我们还向最可敬、最有经验的人征求意见。我们参与了比尔·盖茨、梅琳达·盖茨和沃伦·巴菲特发起的“捐助承诺”计划，盖茨以及我们在该计划中遇到的其他人都给了我们很多启发。穆罕默德·尤努斯、保罗·琼斯、杰夫·斯科尔、“奥米迪亚网络”（以公益创投为主业的慈善投资集团）的人、TED（美国一家私有非营利机构）的人，也都给予了我们很大帮助。我们学到的最重要的东西是，尽管做慈善有很多错误方式，但并非只有一种正确方式。

把我这一生赚到的钱捐出去，并且把这件事做好，是快乐，是挑战，也是我在这个生命阶段应该做的事。

桥水40周年

2015年6月，桥水创立40周年，我们举行了一场大聚会来庆祝这个了不起的里程碑。我们有充足的理由庆祝，因为以大多数标准衡量，我们是本行业最成功的公司。[\[5\]](#)40年来自始至终参与桥水发展历程的关键人物都在会上进行了发言。每个人都讲述了他们眼里桥水的发展过程：一些东西逐渐发生变化，另一些保持不变，而最重要的是我们的文化——我们通过极度探寻真相和彼此间的极度透明追求工作与人际关系两方面的卓越。他们回忆了我们如何以独特的方式不断尝试新东西，经历失败，从失败中吸取教训，改进，再次尝试，反复进行，从而形成良性的正向循环。轮到我发言时，我想表达的是，我一直在努力给予桥水人什么东西，以及在未来没有我的时候，我希望他们拥有什么东西：

一个社区，在这里，你们始终既有权利也有义务去理解事物；一个进程，让你们在分歧中进步，即真正的、运转良好的创意择优。我希望你们思考而不是跟从，同时要认识到自己可能是错的，

自己也有缺点；我希望帮助你们尽可能得到最好的答案，尽管你们可能并不相信这是最好的答案。我想给你们极度开放的头脑和创意择优，这将让你们不会师心自用，而是接触世界上最明智的人，以帮助你们为自己、为社会做出最好的决定。我想帮助你们所有人好好拼搏，不断进步，实现生命的最大价值。

尽管还有很多重要的工作要做，但那时我觉得，公司给我的逐渐退出送上了一份美好的礼物。而未来的一年有多困难，我当时还不知道。

[1] 德国政治和所有国家的一样，有相互对立、相互斗争的政治势力，决策既依靠权力也依靠协商。因此人们需要知道谁拥有什么样的权力，谁愿意就什么事情进行协商。德国的不同之处是它很注意法律方面的技术细节。

[2] 我想明确地说，我不认为“英雄”或者“塑造者”是更好的人，行走于更好的人生道路。如果一个人不愿走这样的道路，也是完全可以理解的。我认为最重要的是一个人要知晓自己的本性，并以与之相符的方式行为。

[3] 我觉得“慈善”这个词不能准确概括我们做的事。我们帮助自己关心的人摆脱困境，这是由于我们能从中得到快乐，就像帮助朋友得到的快乐一样。在我看来，“慈善”这个词显得过于正式。例如，一些人判断慈善的方式是看它是否符合税法对慈善事业的规定。而我们在做慈善时只关注那些我们乐于帮助的人和事。

[4] “无参与”是指上学但不认真学习，“无记录”是指既没有上学同时又被登记系统遗漏。

[5] 2015年1月，我们推出了十多年来第一款新产品，一个名为“最优资产组合”的基金。它结合了“阿尔法”和“贝塔”，极为适合接近零利率的全球宏观环境。这是一项巨大的成功，其规模是对冲基金业历史上最大的。

最后的一年和最大的挑战 (2016—2017年)

早在40周年纪念日之前，我们就都清楚，转型的进展并不像我们希望的那么顺利，而在纪念日之后的几个月里，我们的问题集中爆发了出来，这让我们措手不及。尽管桥水的投资部门已达到史上最好水平，但技术、招聘等其他部门都在退步。

我已经不是CEO了，所以管理公司也不是我的事。作为总裁，我的工作监督CEO们，确保他们把公司管理好。而当时的两位CEO格雷格·詹森和艾琳·马瑞已明显不堪重负。我们都认为公司管理不善，但对于如何改善，我们有分歧。这样的分歧并不意外，因为我们总是希望所有人独立思考，为他们认为的最好做法辩护。所以我们才有原则和解决分歧的程序。

所以我们连续几周交换意见。接着，主要各方将其观点和建议提交给管理委员会和利益相关者委员会（实质上就是桥水的董事会），委员们考虑这些不同建议，最后投票表决。这一程序产生的最重要的决定于2016年3月宣布：格雷格将不再兼任CEO，以便他把所有精力集中于联合CIO的工作（另两位CIO是我和鲍勃），而我将暂时和艾琳成为联合CEO，在此期间我们将落实必需的结构性改革措施，以使桥水在未来没有我的情况下继续良好运转。

尽管当我第一次卸任CEO让其他人接替时，我们都不希望以后会发生这样的事，但这并不完全是出人意料的。一段时间以来，我们的困境很明显，而且我们尝试过不同的解决办法。我们都清楚，领导层转型从来都不容易，而我们的习惯做法一直是尝试、失败、分析原因、改变做法和再次尝试。我们一直都是这么做的。而现在，桥水到了改变领导层的时刻。

但这场失败也是很痛苦的，尤其是对我和格雷格而言。我发现，我曾想让格雷格同时做CEO和CIO的工作，但这对他来说是太沉重的负

担。这是我经营桥水期间最后悔的一个失误，因为这既伤害了我和格雷格，也伤害了公司。我不仅是格雷格的导师，而且在近20年的时间里，他就像是我的儿子。他想负起经营大任，我也这么期待。同时，耸人听闻和不准确的媒体报道又向我们的伤口上撒了一把盐，尤其使格雷格更加痛苦。一篇篇的报道把此事描述成两个巨头之间的生死决战，但真实的情况是，一群热爱桥水的人以一种创意择优的方式解决分歧。在格雷格的英雄历程中，这是他“跌入深渊”的经历，而对我以及桥水的许多其他领导人来说也是这样。我这么说，不仅仅因为此事让我们痛苦，还因为它引导我们走向一场转型，带来了很大改善。

格雷格比我小25岁。我经常回忆我在他的年纪时是什么水平，在此期间学到了多少东西。我知道格雷格会继续以他自己的方式取得不凡的成功。我很高兴这件事让我们俩变得坚强，尤其值得高兴的是，我们确定和解决问题的系统像过去一样有效。尽管我们持有不同的观点，但这件事证实了我的信念，我们集体认同的创意择优能带来比任何单个人决策更好的结果。这样的机制，加上深厚的人际关系，使我们团结在一起。

我再次看到，我不知道的东西比我知道的多得多，比如在这件事上，我不知道如何逐步退出自己一直扮演的创始人——领导者角色。于是我向一些我认识的最好的专家请教。我们得到的最好的建议也许来自管理专家吉姆·科林斯。他告诉我们：“想要成功转型，你只需要做两件事——让胜任的人做CEO，同时拥有一套有效的治理机制，可以在CEO无法胜任的情况下替换他。”这正是我没有做到的，而我现在有了第二次机会。所以我开始以前所未有的方式思考治理问题。

简单来说，治理就是一套制衡机制，确保一个组织不管谁在什么时候做领导人，都会无比坚强有力。因为我是企业的创始人，所以我已在没有正式制衡规则的情况下经营了桥水35年。（不过我已经建立了一个非正式的治理机制，规定我需要向管理委员会报告，作为对我的决策的制衡。）

尽管这个非正式机制对我是有用的，但在没有我的情况下，它不可能有效。显然，我们必须建立一套新的治理体制，以确保无论谁领导企业，桥水都会保持独特的风格和不掺水分的高标准，该体制还必须很有弹性，在必要时可以更换公司管理层。我在其他人的帮助下继续做这项工作，直到现在。

我已经认识到，我们不能错误地认为在一个职位上成功的人必定能在另一个职位上成功，对一个人有效的做事方式必定对另一个人有效。这艰难的一年也让我对身边的人有了很多了解，尤其是戴维·麦考密克和艾琳·马瑞。像很多其他人一样，他们都展现出了为我们的共同使命而奋斗的决心。也有一些不应该的失败发生了，但由于我们独特的试错与吸取教训的文化，这是在意料之中的。由于我们已进行了一些变革，所以我得以在一年后的2017年4月卸下临时联合CEO的职务。

当我在2017年写下这些文字时，我认为今年是我从人生第二个阶段向第三个阶段转型的最后一年。我将在今年传授完我一路走来学到的知识，接下来就像约瑟夫·坎贝尔描述的那样，我将自由地生活，自由地老去。但现在我不考虑老去那部分，只是考虑如何自由地生活，而且对此感到兴奋。

从更高的层面回顾

在回顾我的个人经历时，想想我的看法是如何改变的，是件很有意思的事。

最初的时候，我遇到的每一个波折，无论是在市场上还是在生活中，都显得非常重大而且十万火急，就像某种独特的生死攸关的经历，不断地朝我涌来。

积累了更多经验以后，我开始把每次遭遇视为“类似情境的重现”，我能以更平静、更严谨的方式应对，就像一位生物学家在丛林里遇到一只可怕的动物时一样：首先确定它的种属，利用已有的知识预测它的行为，然后合理地做出反应。当我面对遇到过的某类情况时，我就利用在此前类似经历中总结的原则。但当我遇到从未见过的事情时，我会大吃一惊。在研究所有这些痛苦的首次体验时，我意识到，尽管我没经历过这些事，但其中的大多数都有其他人在其他时间、其他地方经历过。这一认识让我对历史抱有一种健康的尊重感，渴望对现实的机理形成普遍性的理解，并希望总结出永恒、普适的应对问题的原则。

看到同样的事情反复发生，我开始把现实视为一部华丽的永动机，一些原因引起一些结果，这些结果又成为原因，循环往复。我意识到尽管现实不完美，但至少我们要直面它，因此我在现实中遇到任何问题或挫折时，都不会抱怨，而是通过更具建设性的方式找到有效的应对方法。我逐渐明白，我的遭遇是对我的个性和创造力的考验。我逐渐领悟到，在一个如此伟大的系统里，我不过是渺小的匆匆过客，因此知道如何与这个系统良好互动，对我和系统都是有益的。

在形成这个视角的过程中，我开始以一种截然不同的方式体会痛苦的时刻。我不会感觉沮丧或透不过气，而是把痛苦视为大自然的提醒，告诉我有一些重要的东西需要我去学习。体验痛苦，然后探索大自然希望通过痛苦给我什么教益，开始成为我的一项游戏。这项游戏我做得越多就越擅长，也就越不会对这些情况感到痛苦，同时思考、总结出原

则、利用原则获得回报的过程也变得越来越有收获。我学会了喜爱自己的痛苦，我想这是一种健康的视角，就像学会喜爱锻炼身体一样（这一点我目前还做不到）。

年轻时，我仰慕那些极为成功的人，觉得他们因为非凡而成功。当我认识这样的人后，我发现他们都像我、像所有人一样会犯错误，会为自己的弱点挣扎，我也不再觉得他们特别与众不同、特别伟大。他们并不比其他人更快乐，他们的挣扎与一般人一样多，甚至更多。就算在实现最不可思议的梦想之后，他们依然会体验到更多痛苦，而不是自豪。我显然也是这样。尽管我在几十年前就实现了自己曾经以为最难以企及的梦想，但直到今天我还在苦拼。我逐渐认识到，成功的满足感并不来自实现目标，而是来自努力奋斗。想要理解我的意思，可以想象你最大的目标，不管是什么：赚很多钱、赢得奥斯卡奖、经营一家了不起的机构，或者成为运动明星。再想象一下你的目标突然实现了：一开始你会感到快乐，但不会很久，你将很快发现，你需要为另一些东西而奋斗。看看那些很早就实现了梦想的人，如童星、中彩票者、很早就达到巅峰的职业运动员。假如他们没有对另一些更大的、更值得追求的东西产生热情的话，他们通常最终不会快乐。生活总有顺境和逆境，努力拼搏并不只会让你的顺境变得更好，还会让你的逆境变得不那么糟糕。我至今仍在苦拼，我将这么做下去直到离世，因为就算我想躲避，痛苦也会找上我。

由于所有这些拼搏与学习，我已经做了自己想做的一切事，去了自己想去的一切地方，遇到了自己想遇到的一切人，得到了自己想拥有的一切，经历了一段迷人的职业生涯，而最有收获的是，建立了许多美妙的人际关系。我经历了生活中的一切，从一文不名到财富不菲，从籍籍无名到功成名就，所以我知道其中的差别。尽管我是自下而上而不是自上而下地（这是更好的，或许也影响了我的看法）经历这一切，但我的判断是，拥有很多东西、身处顶层的人，得到的边际收益并不像多数人认为的那么大。拥有最基本的东西，如一张舒适的床、良好的人际关系、美食、美好的性生活等，是最重要的，而这些东西并不会因你拥有金钱的多寡而发生明显变化。你在顶层遇到的人并不一定比在中下层遇到的更特殊。

拥有更多东西所产生的边际收益会很快下降。事实上，得到适量的东西比得到太多的东西更好，因为后者会伴随着沉重的负担。身处顶层

会给你更大的选择空间，但也对你提出了更多要求。综合判断下，成为名人也许不如默默无闻。尽管一个人可以给其他人带来很多有益影响，但相对来看，这种影响又可以小到忽略不计。由于上述种种原因，我不能说一种充满成就的紧张人生就一定比充满享受的轻松人生更好，但是我敢说，坚强比软弱好，而拼搏让人坚强。性格使然，我不会改变自己的生活，但我无法告诉你什么样的生活对你而言是最好的。你需要自己选择。我看到的情况是，发现自己的性格，过与性格相适应的生活，才是最幸福的。

既然让我自己成功的愿望已经让位于帮助他人成功的愿望，这就成为我现在的拼搏目标。我现在能清楚地看到，我的目标、你的目标、所有其他事物的目标都会演变，都会以某种微小的方式为进化做贡献。最初我没有这种意识，只是追逐自己想要的东西。但一路走来，我不断进化，而现在我和你们分享这些原则，以便帮助你们进化。我认识到，传递知识就像传递基因，其意义超过了单个的人，因为人死了基因还会延续下去。因此，我把我所学到的关于如何正确拼搏的道理传递给你们，以便帮助你们成功，或者至少，帮助你们从每一次的努力中收获最大的成效。

良好的原则是应对现实的有效方法。为了总结出自己的原则，我花了很多时间思考。我将分享原则背后的思考，而不是简单地告诉你我的原则。

我认为一切事情的发生都是由于反复出现、不断演进的因果关系。在大爆炸发生时，宇宙所有的法则和力量都被创造、被推进，随着时间的推移相互发生作用，就像一系列复杂的、环环相扣的机器：星系的构造、地理和生态系统的构造、我们的经济和市场，以及每个人。我们每个人都是一部机器，它又由不同的机器组成，如我们的循环系统、神经系统等，这些机器创造了我们的思想、梦想、情感，以及每个人特性的所有其他方面。所有这些机器一起进化，创造了我们每天遇到的现实。

● 考察影响你的那些事物的规律，从而理解其背后的因果关系，并学习有效应对这些事物的原则。

通过这样做，你将开始理解每个“再现的情境”背后的机理，并逐渐形成一个应对该情境的“意境地图”。随着你对这些关系的理解不断加深，你就能看到隐藏在扑面而来的复杂事物中的实质。你将明白你面对的事物属于哪种类型，并自然而然地运用正确的原则帮助自己渡过难关。接着，现实会向你发出强烈的信号，或者回报你或者惩罚你，以体现你的原则的运用效果，这样你就能学着相应地调整这些原则。

我们能不能妥善应对我们遇到的现实，最重要的决定因素是有没有良好的应对原则。我的意思不是说所有人遇到的情况都相同。显然，不同地方的不同人面临着不同的挑战。尽管如此，我们遇到的大多数现实情况都可以归入某个类别，而这些类别的数目并不是特别多。如果你每次都能记下你遇到的是哪种情况（如一个孩子出生、失去一份工作、出现一次与他人的分歧），并将其列出来，其总数可能只有几百个，而其中只有一小部分对你而言是独特的。你试一下就能亲自判断我说的对不对，而且你也会开始列出你需要思考并确立原则的事情。

我取得的任何成功都是由于我遵循的原则，而不是由于我本人的任何特征，所以遵循这些原则的任何人都有可能创造大体相同的结果。尽管如此，我不想让你盲从我的（或任何人的）原则。我建议你深入思考所有你从不同来源获得的原则，并总结出自己的一套原则，以便你在现实中遇到某种情境时，都能利用这些原则。

“生活原则”和“工作原则”都将以纲目的形式列出，分为三个层次，所以你可以依据自己的时间和兴趣，或者一扫而过，或者深入阅读。

1 高层次原则，也是每一条的标题，以单个数字表示。

1.1 中层次原则包含在每一条中，由两个数字表示，前一个代表它所属的高层次原则，后一个代表它在该条中出现的次序。

a. 分原则处在中层次原则之下，以字母表示。

三个层次的原则的后面都有解释。为了方便你们快速浏览，我已经在“生活原则”的结尾和“工作原则”的开头加入了各项原则的概要。我建议你们先阅读高层次原则及其解释，以及中层次原则和分原则的标题。“生活原则”是希望读者完整阅读的，而“工作原则”更多地想要为读者提供一些参考。

第二部分 生活原则

拥抱现实，应对现实

世界上最重要的事情是理解现实如何运行，以及如何应对现实。面对这一过程的心态至关重要。我发现很有帮助的做法是，把生活想象为一场游戏，我面临的每个问题都是一个需要破解的谜。我通过解谜获得一块宝石，即一项原则，它能帮助我在未来避免同样的问题。不断收集这样的宝石能够提高我的决策水平，这样我就能进入更高一级的游戏，游戏变得更难，涉及的利益也变得越来越来。

我在游戏过程中会产生各种情绪，这些情绪可能帮助我也可能伤害我。如果我能调和我的情绪与逻辑，只有在二者相符时才行动，我就能做出更好的决策。

了解现实如何运行，构想我想要创造的东西，将其实现，是让我非常兴奋的事情。努力争取伟大的目标很容易让我失败，因而我必须不断学习并想出新的主意才能继续前进。我发现，卷入快速学习的反馈循环之中是件令人兴奋的事情，就像冲浪者热爱冲浪一样，尽管这有时会使你跌倒。不要理解错了，我至今依然害怕跌倒，依然觉得跌倒很痛苦。但我会思考这种痛苦，并明白我将克服这些挫折，而且我学到的东西将主要来自对挫折的反思。[\[1\]](#)就像长跑者忍耐痛苦去体验“跑步者的愉悦感”一样，我已经基本上走出了为犯错而痛苦的阶段，而是享受从犯错中学习的愉悦。我相信通过练习你也能改变自己的习惯，体验同样的“从犯错中学习的愉悦感”。

1.1 做一个超级现实的人

理解现实，接受现实，处理现实问题，既是务实的，也是美妙的。我已经是一个超级现实的人，所以我学会了欣赏所有现实的美好，包括严酷的现实，并开始鄙视不现实的理想主义。

不要理解错了：我相信实现梦想的重要性。在我看来，生命中最美好的事情就是实现梦想。追求梦想让生活有了韵味。我要强调的是，创造伟大事物的人不是空想者，而是彻底地扎根于现实。做一个超级现实

的人将帮助你明智地选择自己的梦想并实现它。我发现下面这句话几乎永远是对的：

a. 梦想 + 现实 + 决心 = 成功的生活。取得成功、推动进步的人对现实背后的因果关系有着深刻的理解，并利用原则实现自己的愿望。反过来也成立：没有深深扎根于现实的理想主义者会制造问题，而不是推动进步。

成功的生活是什么样的？我们都有内心深处需求，所以每个人都要决定对自己而言什么是成功。你想成为宇宙的主宰还是成天吃零食看电视，还是想要追求别的东西，我并不关心。我真的不关心。一些人想要改变世界，而另一些人只想与世无争地简单生活、享受生活。二者没有好坏之分。每个人都需要判断自己最珍视的是什么，并选择实现它的路径。

下图以极为简单化的方式展示了你需要思考的抉择。花点时间思考一下，你处在下面这张图的哪个位置。你觉得自己处在什么位置？



问题不只是对这两方面你分别追求多少，而是你如何努力工作以尽量实现二者兼得。这两方面我都很想要，所以我愉悦地努力工作，以争取二者兼得，并且发现它们很可能是一回事，而且相辅相成。我逐渐明白，从生活中获取尽可能多的东西，并不只是一个要为此而工作得更辛苦的问题。这更多的是一个有效工作的问题，因为有效工作能把我的能力提升几百倍。我并不关心你想要什么，或者你愿意为此付出多少辛劳。这是你应该决定的事。我只是试图向你传授，是什么帮助我最好地利用每一小时，并从每次努力中获取最大收获。

最重要的是，我认识到以下颠扑不破的真理。

1.2 真相（或者更精确地说，对现实的准确理解）是任何良好结果的根本依据

当真相与愿望不符时，大多数人抗拒真相。这很糟糕，因为好东西会自己照顾自己，而理解和应对不好的东西才是更重要的。

你同意吗？如果不同意，以下内容就将对你无益。如果你同意，我们就继续阐述。

1.3 做到头脑极度开放、极度透明

任何人都不是生来就知道真相是什么。我们必须或者自己发现真相，或者相信、追随其他人。关键在于知道哪种做法将带来更好的结果。[\[2\]](#)我相信：

a.对于快速学习和有效改变而言，头脑极度开放、极度透明是价值无限的。学习过程是一连串的实时反馈循环：我们做决定，看到结果，然后根据结果改进对现实的理解。做到头脑极度开放能够增强这些反馈循环的效率，因为这能让你和其他人无比清晰地看到你在做什么、为什么这么做，而不会产生误解。你的头脑越开放，你就越不会自欺，其他人也就越会给你诚实的反馈。如果他们是“可信”的人（知道什么样的人“可信”[\[3\]](#)的也很重要），你就会从他们那里受益良多。

做到极度透明、头脑极度开放，可以加快这一学习进程。这也可能很难，因为极度透明而不是有所遮掩，可能会招致批评。惧怕这一点是很自然的。但如果你不能坦然地让自己做到极度透明，你就学不到东西。

b.不要担心其他人的看法，使之成为你的障碍。你必须以自己认为最好的独特的方式行事，这样做肯定会有反馈，你必须开明地思考这些反馈。

学着做到极度透明，就像学习如何公开发言一样：一开始你会难堪，但你练得越多，你就越能应付自如。我就是这样。例如，我现在依然本能地觉得，我像在本书中这样极度透明是不舒服的，因为我在公开展示我的个人情况，这会引人注意，也会招致批评。但我还是这么做了，因为我知道这样做是最好的，而如果我让恐惧阻碍自己，我将对自己不满意。换言之，我在很长时间里都体会到极度透明的好处，所以现在如果不这么做，我反而会不舒服。

除了让我能自由做自己之外，这样做还会让我和其他人相互理解，

与彼此不理解相比，这更有效而且更让人快乐。想想看，如果人们不是隐藏看法，而是公开分享看法，这将减少多少误解，世界的运转将会变得多么高效，我们将会多么接近真相。我指的不是每个人的内心私密，而是人们对彼此和现实的看法。你们已经看到，我已经亲身体验到，这种极度探寻真相、极度透明，如何大大改善了我的决策和人际关系。所以每当我面对抉择时，我的直觉都是保持透明。我以此作为行事原则，并且建议你们也这么做。

c. 拥抱极度求真和极度透明将带来更有意义的工作和更有意义的人际关系。我在观察了成千上万个尝试了这种做法的人之后总结出的经验是，只要多练习，绝大多数人会感觉这样做很有收获，很快乐，换其他做法反而不舒服。

这需要练习和改变人的习惯。我发现大多数习惯的改变通常需要约18个月，这也一样。

1.4 观察自然，学习现实规律

大自然向我们展示了所有的现实规律。这些规律不是人创造的，但通过理解规律，我们能利用规律促进自身的进化，实现我们的目标。例如，人类能飞行，能在全世界发送手机信号，这些能力来自理解和应用已有的现实规律——物理规律或自然世界的法则。

我花费大部分时间考察给我带来最直接影响的现实——经济、市场、与我打交道的人背后的驱动因素，同时，我也花时间考察自然，通过观察、阅读思考自然的运作原理，并与这方面最好的一些专家交谈，这带给我不少收获。我发现，考察人类和自然之间有哪些共同和不同的规律，既有趣也很有价值。这给我看待生活的态度带来了很大影响。

首先，我发现大脑的进化让我们能够思考现实的运行方式，这是件很美妙的事。人类最独特的能力是，只有人类能从更高的维度看待现实，并总结出对现实的理解。其他物种都是遵循本能生活，只有人类能够超越自身，在当时所处的环境和时间（包括他生前和出生后的时间）中看待自身。例如，我们可以思考，大自然的“飞行机器”“游泳机器”以及无数其他从极微小的到极庞大的“机器”，是如何相互作用，组成一个有序运转、逐渐进化的整体的。这是因为人类的大脑进化出了复杂得多的大脑皮层，从而拥有抽象思考、逻辑思考的能力。

由于拥有高层次的思考能力，人类在各物种中独一无二，但也只有人会出现混淆的情况。其他物种的生活简单直接得多，不会像人一样苦苦思索什么是好什么是坏。与动物不同，大多数人努力调和自身的情感、本能（来自人类大脑与动物相似的部分）与理性（来自人类大脑更发达的部分）。这一冲突导致人混淆了事实和自己想要的事实。我们来看看这一两难处境，以尝试理解现实的规律。

人在尝试理解任何东西（经济、市场、天气等）时，都可以从两种视角出发：

1.自上而下：努力找到这些东西背后的唯一驱动法则或规律。

例如，在理解市场时，人可以研究影响所有经济和市场的普适法则，如供求关系；在理解物种时，人可以集中了解基因密码是如何对所有物种发生作用的。

2.自下而上：研究每种具体情况及其背后的法则或规律，例

如，小麦市场独特的法则或规律，或者使鸭子区别于其他物种的基因序列。

自上而下地观察事物，是在宏观普适法则背景之下理解我们自身和现实规律的最佳途径。这不是说自下而上的角度没有价值。事实上，想要准确理解世界，这两种角度你都需要。采用自下而上的视角观察每种具体情况，我们可以看到具体情况与理论是否相符，即是否符合我们认为存在的法则。如果相符，我们的理解就是对的。

自上而下地观察自然，我们会发现我们所说的人性其实很大一部分是动物性。这是因为人的大脑是数百万年的基因进化的结果，而其他物种的大脑也经历了类似的进化。因为人和其他动物有共同的祖先，并且受共同的规律支配，所以二者存在类似的特征和局限。例如，男人和女人的生殖过程、用两只眼睛进行深度感知，以及许多其他系统，是动物王国里的许多其他物种都具有的。类似地，人类大脑有一些“动物”部分，在进化意义上要比人类本身古老得多。这些共同规律是最高层次的规律。假如人类只是观察自身的话，是不会清楚地看到它们的。

如果你只通过观察一个物种（如鸭子）尝试理解普适规律的话，你会失败。同样地，如果你只通过观察人类理解普适规律，你也会失败。人类只是约1 000万个物种里的1个。复杂的力量让原子不断组合、分

离，形成无数的事物，人类只是沧海一粟。但大多数人就像蚂蚁一样，只专注于自身及其所在的蚁丘。他们以为宇宙围绕着人转，不关注对所有物种都适用的普适规律。

为了弄清楚现实的普适规律和对待它们的原则，我发现有益的做法是，努力从自然的角度观察事物。尽管与其他物种相比人类非常聪明，但与整个自然相比，我们的智慧就像是生长在山岩上的苔藓。我们没有能力设计和制造一只蚊子，更不用说宇宙中所有的物种和大多数其他东西了。所以我的出发点是，自然比我更聪明，我努力让自然教我认识现实规律。

a.不要固守你对事物“应该”是什么样的看法，这将使你无法了解真实的情况。很重要的一点是，不要让偏见阻碍我们保持客观。想要取得好结果，我们需要冷静而不是情绪化。

当我看到一些我（或人类）认为是错误的自然事物时，我会先假定我是错的，然后努力弄明白，为什么说自然如此运行是合理的。这让我认识到很多东西，改变了我对以下问题的看法：（1）什么是好什么是坏；（2）我的人生目标是什么；（3）当面对最重要的抉择时我该怎么做。为了说明原因，我举一个简单的例子。

多年前我去非洲时，看到一群鬣狗扑倒了一只幼小的角马。这让我觉得反胃。我对那只角马感到同情，并且认为我看到的景象很糟糕。但问题是，这件事是真的很糟糕，还是因为我有偏见所以认为它很糟糕，而事实上它好极了？这让我陷入思索。假如我看到的事情没有发生，世界会变好还是变差？这个视角促使我考虑这件事后续、再后续的影响，于是我发现那样的话世界将会变差。我现在认识到，自然会走向整体的最优化，而不是个体的最优化，但多数人只是根据事物对自身的影响判断好坏。我看到的情况是正在运行的自然进程，它能有效促进整个世界的改善，比人类发明的任何程序都有效得多。

多数人把对自己或者自己关心的人不利的事情叫作坏事情，而忽视了更大的好。群体也有这种倾向：一种宗教的信仰者会认为自己的信仰好，其他人的信仰不好，导致两方信徒相互残杀，而且都坚信自己在做对的事情。通常，人们彼此冲突的信念或利益会妨碍他们从对方的视角看事情。这不好，也不理性。尽管我能理解，人们喜欢对自己有利的东西，不喜欢对自己有损的东西，但只根据事物对个人的影响就将其判定

为绝对的好或绝对的坏，这是不合理的。这么做是在假定个人的愿望比整体的好更重要。在我看来，自然似乎把“好”定义为对整体好的东西，并通过最优化进程实现这种“好”，这是更好的做法。所以我开始相信一条普遍法则：

b. 一个东西要“好”，就必须符合现实的规律，并促进整体的进化，这能带来最大的回报。例如，如果你发明了某种世界觉得有价值的东西，你几乎肯定会获得回报。反之，状况不佳、偏离进化进程的人、物种和事物通常会遭到现实的惩罚。[4]

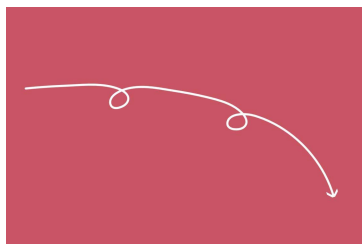
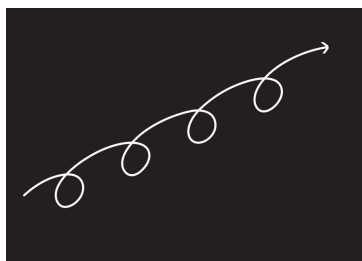
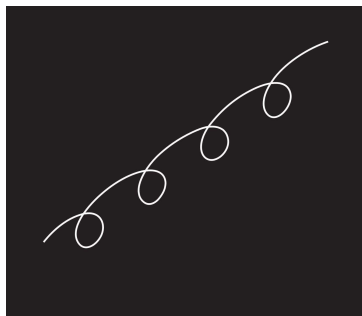
在探寻所有事物的真相时，我开始相信：

c. 进化是宇宙中最强大的力量，是唯一永恒的东西，是一切的驱动力。[5]从最小的亚原子粒子到整个银河系，一切都在进化。尽管所有东西似乎都会死亡或消失，但真相是，它们只是以进化的形式重新组合了。还记得吗？能量是不能被摧毁的，只能改变其形态。所以，同样的东西一直在不断以不同形式分裂、重组。其背后的力量就是进化。

例如，每个生物的首要目标是做基因的容器，基因不断进化出生命。每个个体体内的基因都来自远古时代，基因在承载它的个体死去之后还会长存，并进化出越来越复杂的形式。[6]

在思考进化时，我意识到进化不仅仅以生命的形式存在，其传输机制也不仅仅是基因。科技、语言等，一切都在进化。例如，知识就像基因一样代代相传，不断进化。在很多代人的时间里，知识对人的总体影响和基因的影响一样大，甚至更大。

进化是好的，因为它是一个适应的过程，通常会推动事物的改善。产品、组织、人类的能力，所有东西都在以类似的方式逐渐进化。这只不过是一个要么适应、改进，要么死亡的过程。在我看来，这个进化过程看起来就像右图：



进化由各种适应和创造组成，它们能够提供即时的好处，但这些好处的价值会不断降低。这一痛苦的降低过程可能引发新的适应、创造，把新的产品、组织和人类能力带到新的、更高的进化水平上（参见143页图），也可能引发衰落和死亡，就像左侧的第二幅图所示。

想想你知道的任何产品、组织或人，你就会知道这是真的。世界上到处都是曾经辉煌但逐渐衰落和毁灭的东西，只有极少数东西一直在重塑自身，不断达到伟大的新高度。所有机器最终都会崩坏、分解，机器的零件会被回收用来制造新的机器。我们人类也会经历这样的过程。有时这让我们悲伤，因为我们已经和我们的机器产生了感情，但如果从更高的层面来看的话，观察机器如何进化，其实是件很美妙的事。

从这个角度，我们可以看到完美是不存在的，它是一个目标，激发永不停息的进化过程。假如自然或任何东西是完美的，它就不会进化。生物、组织和个人总是高度不完美的，但都拥有改善的能力。所以，与

其顽固地隐藏我们的缺点，假装自己是完美的，还不如找出并应对我们的缺陷。你可以从自己犯的错误中获得教益，不断坚持，为成功做出更好的准备，否则就将失败。

就像俗话说的：

d.不进化就死亡。这个进化循环不仅适用于人，也适用于国家、企业、经济体，以及一切事物。整体会自动地自我修正，个体却不一定。例如，假如市场供给过多、浪费过多的话，价格就会下跌，企业就会破产，产能就会降低，直至供给下降到与需求相适应的水平，那时进化循环又会从相反的方向重新开始。与此类似，假如一个经济体的情况足够糟，经济管理者就会做出必需的政治改革和政策调整，否则他们将无法留任，只能把位子让出来，让继任者这样做。这些循环是连续的、以符合逻辑的方式推进的，而且有自我强化倾向。

关键在于经历失败、学习和快速的改进。如果你不停地学习和改进，你的进化过程就会循环上升；如果做得不好，它就会如右图，甚至更糟。

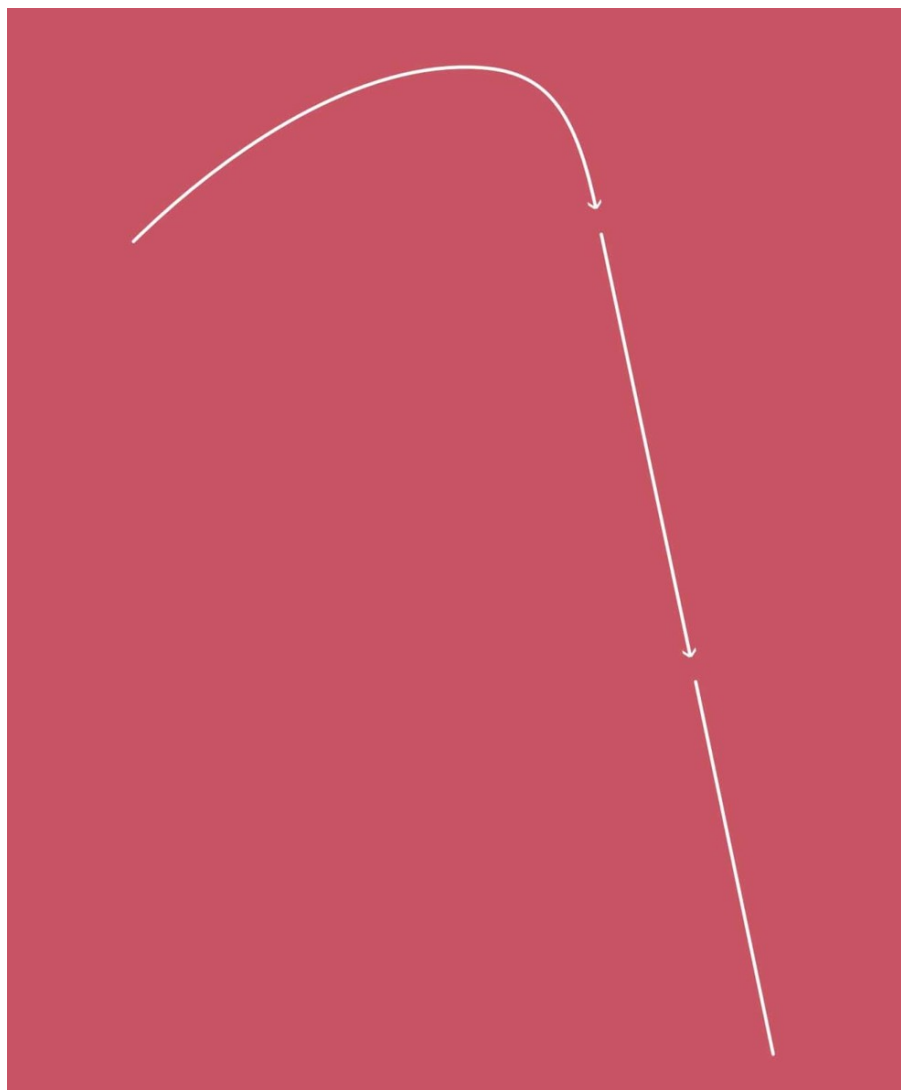
我相信：

1.5 进化是生命最大的成就和最大的回报

进化是出于本能的，所以大多数人都会感觉到内心深处的这种动力，也就是说，我们本能地希望把事情做得更好，本能地创造和改进技术以帮助自己。历史表明所有物种都将或者灭绝或者进化成别的物种，只是我们寿命有限，不容易看到这一点。但我们确实知道，我们所说的人类，只不过是约20万年前基因进化成一种新形式带来的结果，而且人类肯定或者灭绝，或者进化到更高级的状态。我个人相信，在人造技术的帮助下，人类很可能将要开始加速进化，这些技术能够分析大量数据，以比人类更快更好的方式“思考”。我不知道要经历多少个世纪，人类才能进化成一种更高级的物种，比现在的人更接近于无所不知——如果人类没有自我毁灭的话。

自然的一个奇妙之处是，自然中充满了个体生物，各自以符合自身利益的方式行动，不理解也不引导整体的变化，但它们构成了一个美妙运转且不断进化的整体系统。虽然我不是这方面的专家，但我觉得这是

因为进化创造了：（a）促使个体追求自身利益、最终使整体进步的激励和互动机制；（b）自然选择过程；（c）快速的试验和适应。



a. 个体的激励机制必须符合群体的目标。自然创造了各种激励机制，促使追求自身利益的个体带来整体的进步。一个简单的例子是性与自然选择。自然给了人类极多的从事性行为的激励，主要表现为该行为会提供巨大的快乐，但它的目的是促进基因的进化。通过这一方式，每个个体的需求都得到了满足，也为整体的进化做了贡献。

b. 现实为了整体趋向最优化，而不是为了个体。为整体做贡献

献，你就可能收获回报。自然选择让更好的品种得以保留和传承（如更好的基因、更好的养育他人的能力、更好的产品等）。结果是整体的持续循环改进。

c.通过快速试错以适应现实是无价的。不需要任何人的理解或引导，自然选择的试错过程就能实现改进。我们进行的学习也是这个道理。至少有三种学习能促进进化：以记忆为基础的学习（有意识地储存不断出现的信息，以便以后可以记起来）；潜意识的学习（从未进入意识的、我们从经验中习得的知识，但也会影响我们的决策）；与人类思考无关的“学习”，例如记录物种适应进程的基因的进化。我曾以为以记忆为基础的有意识的学习是最有力的，但我后来明白，试验和适应能带来更快的进步。想要明白自然是如何不依靠思考而改进的，只需看看（能思考的）人类与（连大脑都没有的）病毒斗智斗勇的过程。病毒就像是聪明的国际象棋对手。病毒飞快地进化（通过将不同种类病毒的遗传物质结合在一起），让全球卫生共同体里最聪明的人忙得不可开交，不断思索对付病毒的新办法。在当今这个时代，理解这一点尤为有用，因为今天的计算机可以运行大量展现进化过程的模拟程序，帮助我们看到哪些进化成功，哪些不成功。

我将在下一条讲述一种一直在帮助我快速进化的流程，我相信也能帮到你们。但我想先强调，在确定什么对你重要、你要追求什么时，你的视角是多么重要。

d.意识到你既是一切又什么都不是，并决定你想成为什么样子。

个体的人既是一切又什么都不是，这是一个巨大的悖论。在我们自己看来，我们就是一切，例如，我们的生命终止了，对于我们而言，全世界也就消失了。因此对大多数人（以及其他物种）而言，失去生命是最糟糕不过的事情，因此尽量拥有最好的生活就是无比重要的。但是，如果从自然的视角俯视自身，我们显然又是毫无分量的。现实是，今天的每个人都只是约70亿人类中的一员，而人类又只是地球上约1 000万物种中的一个。地球只是银河系约1 000亿颗行星中的一个，而全宇宙有约2万亿个星系。人的寿命只是人类历史的约3 000分之一，而人类历史又只是地球历史的2万分之一。换言之，我们渺小、短命得不可思议，无论取得什么样的成就，其影响都是微不足道的。同时，我们又本

能地希望有意义，希望进化，而我们只能产生一丁点儿意义。所有这些一点点的意义加起来，才是宇宙进化的推动力。

问题是有多重要，以及如何进化。我们对其他人重要吗？（他们和我们一样，从宏大的视角来看也不重要。）我们是否在某种更大的、我们永远无法真正理解的意义上重要？还是说，我们重不重要这个问题根本不重要，所以我们应该忘掉它，及时行乐？

e.你的未来取决于你的视角。你在一生中取得什么样的成就，将取决于你如何看待事物，以及你关心什么人、什么东西（你的家庭、社区、国家、人类、整个生态系统，等等）。你必须决定，你将在多大程度上把他人的利益置于自身利益之上，以及你将以这样的方式对待哪些人。这是因为你将不断遇到迫使你做出上述抉择的情况。

也许这样的抉择不符合你的口味，似乎需要更加广博的知识储备，但无论是有意地还是下意识地，你都将做出这样的抉择，而且这些抉择将是很重要的。

就个人而言，我现在发现，拥抱现实、从自然的视角俯视自身、做宇宙整体微不足道的一小部分，是件很美妙的事。我本能的和有意识的目标都只是进化，利用自己的生命和特性，以某种微弱的方式为进化做贡献。同时，我最喜欢的东西（我的工作和人际关系）是我的驱动力。所以，我发现现实和自然的规律——包括我以及一切东西会如何分解、重组——都是美好的。尽管在情感上，对于将与我关心的东西最终分离，我很难接受。

1.6 理解自然提供的现实教训

我发现，理解自然和进化的规律，在很多方面对我有好处。最重要的是，这会帮助我更有效地应对自己遇到的现实，做出艰难的抉择。当我开始从理解现实规律的视角看待现实，而不是认为现实不对时，我发现几乎所有起初看起来“不好”的东西，如雨天、缺点甚至死亡，都是由于我对于自己想要拥有的东西持有先入为主之见。我逐渐意识到，我产生这些最初的反应，是因为我没有把事物放到大背景下看待，即现实的构造是让整体实现最优，而不是尽力实现我的愿望。

a.把你的进化最大化。我在前文中提到，人独特的逻辑、抽象、

从更高层次思考的能力，是在大脑皮层的构造中完成的。人类大脑的这些部分比动物更发达，让我们可以反思自身，引导自己的进化。因为我们能进行有意识的、以记忆为基础的学习，所以我们能比任何物种都更快、更深入地进化，不仅一代代地进化，而且在自己的一生中进化。

这种持续地追求学习和改进的动力，让人类天生地对进步感到快乐，对快速进步感到兴奋。尽管大多数人觉得他们是在追求能让自己快乐的东西（玩具、大房子、金钱、地位等），但这些只能带来小的满足，远远无法与进步能给大多数人带去的长期的满足感相比。[\[7\]](#)一旦得到我们追求的东西，我们的满足感通常不会延续。这些东西只是诱饵。追逐诱饵要求我们必须进化，而且对所有人来说重要的是进化，而不是回报本身。这意味着对大多数人而言，成功就是以尽可能高效的方式拼搏和进化，即迅速认识自身和所处环境，然后通过改变实现进步。

这是收益递减规律的自然结果。[\[8\]](#)想想赚钱这件事。一旦钱赚得太多，人从赚钱中得到的边际收益就会很小或者没有，这会对人产生负面影响，这和任何形式的过量是一个道理，如暴饮暴食。如果拥有健康的心智，人们就会开始探索新东西，或者更深入地探索旧东西，并在这个过程中变得更强大。如弗洛伊德所说，“爱与工作是人性的基石”。

工作不一定是一份职业，不过我认为如果是职业的话，通常要好一些。工作可以是任何会使人进步的长期挑战。你也许已经猜到了，我相信，对于有意义的工作的需求，与人天生的进步渴望相关。而人际关系是人与他人的自然联系，它会使人对他人和整个社会有意义。

b.记住“没有痛苦就没有收获”。我们天生想要进化，而我们追逐的其他东西尽管美好，却不能维持我们的快乐，这一认识帮助我聚焦于我的目标：不断进化，为整体进化贡献绵薄之力。虽然我们不喜欢痛苦，但自然的一切创造都有目的，所以自然让我们痛苦是有意图的。那么意图是什么？痛苦让我们清醒，帮助我们进步。

c.自然的一项根本法则是，为了赢得力量，人必须努力突破极限，而这是痛苦的。正像卡尔·荣格所说，“人需要困难，这对健康来说是必需的”。但多数人本能地躲避痛苦。不论是锻炼身体还是历练头脑，人都会躲避痛苦，如举重的痛苦，如沮丧、思想挣扎、尴尬、耻辱的痛苦。当人面对自身存在缺陷这个严酷现实时，这一点就体现得更明显了。

1.7 痛苦 + 反思 = 进步

人避免不了痛苦，尤其是在追求雄心勃勃的目标时。信不信由你，如果以正确的态度对待痛苦，感到痛苦就是你的幸运，因为这将提示你寻找解决方案以便继续前进。如果你能养成一种习惯，面对精神痛苦时能够自动地反思痛苦而不是躲避痛苦，你将能够快速的学习和进化。^[9]直面你的问题、错误和弱点导致的痛苦现实，会大幅提高你的效率，我相信，只要你看到了这种做法的好处，你就不会再用别的做法了。你只需要把这种做法养成习惯。

大多数人在痛苦时不愿反思，而一旦痛苦消失他们的注意力就会转移，所以他们难以通过反思得到教益。如果你在痛苦时就能好好反思（这个要求也许太高），这非常好。如果你能记得在痛苦消失后反思，这也很有价值。（我设计了一个“痛苦按钮”App帮助人们这么做，我将在附录中讲述它。）

你面临的挑战将考验你，强化你。如果你没有经历过失败，就说明你没有努力突破极限，而如果你不努力突破极限，你就不能最大限度地挖掘自己的潜能。努力突破极限有时失败有时成功，但都能带来好处。虽然这种做法不一定适合所有人，但假如适合你的话，你会对此产生依赖，那将是一种美妙的体验。生活不可避免地会带给你这样的考验，而你愿不愿意以退为进、从失败中获益，取决于你自己。

如果你选择在这条常常很痛苦的个人进化之路上拼搏，你将自然而然地不断“更上一层楼”。当你到达了更高一层的境界，你就会发现，你原来只是因为境界低才觉得之前包围着你的那些纷至沓来的东西令人头疼，但其实并没有那么糟。生活中的大多数东西都不过是“同类情况的重演”。你的层次越高，你就越能有效地应对现实，塑造符合你目标的结果。而曾经看起来复杂得不可思议的东西，也会变得简单。

a. 迎接而非躲避痛苦。如果你不是放任自己，而是养成习惯，总是在一定程度的痛苦中工作，你将更快地进化。事情就是这样。

每当你遇到痛苦的东西时，你就处在生活中一个潜在的重要节点：你可以选择健康并痛苦的事实，也可以选择 unhealthy 但舒适的幻觉。妙处在于，如果你选择了健康之路，痛苦将很快变成快乐。痛苦就是信号！就像不锻炼的人开始锻炼，养成享受痛苦的习惯，从痛苦中学习，将让

人“步入新境界”。

我所说的“步入新境界”是指，你将喜欢上以下三点：

- 找到、接受，并学会如何应对你的弱点；
- 更喜欢周围的人对你坦诚，而不是隐瞒对你的负面看法；
- 展现真实的自我，而不是强行把弱点伪装成优势。

b.接受严厉的爱。在我的生活里，我想给他人尤其是我爱的人最好的东西是，应对现实以实现愿望的能力。为了实现增强他们能力的目标，我经常会否定他们的“愿望”，因为这样做将给予他们拼搏的机会，以便他们增强自己的力量，依靠自己实现愿望。这在情感上会让人难以接受，尽管他们在理智上明白，他们需要通过困难体验增强能力，如果我只是给他们想要的东西，就会削弱他们，最终导致他们需要更多的帮助。[\[10\]](#)

当然，大多数人都希望自己没有缺点。我们接受的各种教育和现实经历让我们对自身的缺点感到难堪，并试图掩盖缺点。但能够真实展现自我的人是最快乐的。如果你能以开放的心态看待自身缺点，这将解放你，帮助你更好地应对缺点。我建议你不要为自己的缺点感到羞愧，要明白任何人都有缺点。把缺点摆上桌面将帮助你戒掉坏习惯，养成好习惯，获得真正的能力，拥有充足的理由保持乐观。

这一创造性适应与提升的进化过程，即不断寻找、实现和追求更大胆的目标，不仅适用于个人与社会如何前进的问题。它同样适用于逆境，而逆境是不可避免的。你一生中必定会经历某个一败涂地的时刻。你可能工作失败、家庭失败、失去亲人、遭遇严重事故或疾病，或者发现你想象的生活永远遥不可及。总会有某些厄运找上你。那时，你将深陷痛苦，可能觉得失去了继续前行的力量。然而，你几乎总是有这样的力量——你最终能否成功，取决于你能否认识到这个事实，尽管可能当时看起来不是这样。

正是由于这个原因，许多经历挫折的人，在成功适应挫折后变得和以前一样快乐，甚至更快乐，尽管当初的挫折似乎是毁灭性的。你的生活质量如何，将取决于你在这些痛苦时刻做出的抉择。一个人妥善适应的能力越强越好。[\[11\]](#)无论你想实现什么样的生活愿望，你的适应能

力、在个人进化之路上快速有效前进的能力，将决定你能否成功和幸福。如果你做得好，你就能改变自己的心理反应模式，使痛苦成为某种你渴望的东西。

1.8 考虑后续与再后续的结果

在认识到自然进化带来的更高层面的结果后，我开始发现，如果人们过度重视决策的直接结果而忽视后续和再后续的结果，他们就很难实现目标。这是因为直接结果和后续结果的值得追求性通常是相反的，这会造成决策的重大错误。例如，锻炼的直接结果是痛苦和花费时间，通常被视为不值得追求的，但后续结果是更健康 and 更具吸引力的形象，这是值得追求的。类似地，好吃的食物往往对你身体不好，反之亦然。

直接结果经常是诱惑，导致我们失去真正想要的东西，直接结果有时也是障碍。这就好像自然正在对我们进行分类：自然扔给我们各种暗藏玄机、结果有好有坏的选择，而那些决策时只考虑直接结果的人会受到惩罚。

而有的人选择自己真正想要的东西，顶住诱惑，克服可能妨碍自己实现目标的痛苦，这样的人拥有成功人生的可能性要大得多。

1.9 接受结果

大部分时候，生活让你做许多决策，给你许多从错误中恢复的机会，所以只要你处理得好，就能拥有美妙的生活。当然，有时某些我们无法控制的因素会严重影响我们的生活质量，例如生下来所处的环境、事故与疾病等。但大多数时候，只要以正确的方式应对，最差的情况也能被扭转。例如，我的一个朋友在跳进泳池时撞到了头，导致四肢瘫痪。但他以正确的方式对待这件事，变得和其他人一样快乐，因为快乐可以通过多种途径实现。

我的观点很简单：不管在生活中遇到什么情况，如果你能负起责任，进行良好的决策，而不是抱怨你无法控制的东西，你将更有可能成功并找到幸福。心理学家称此为拥有“内控点”，各种研究不断显示，拥有“内控点”的人比其他人做得更好。

所以不要为喜不喜欢自己的处境担忧。生活根本不关心你喜欢什么。你必须根据自己的愿望找到实现愿望的途径，然后鼓起勇气坚持下去。

去。我将在下一条中向你们展示五步流程，它曾帮助我了解现实和进化。

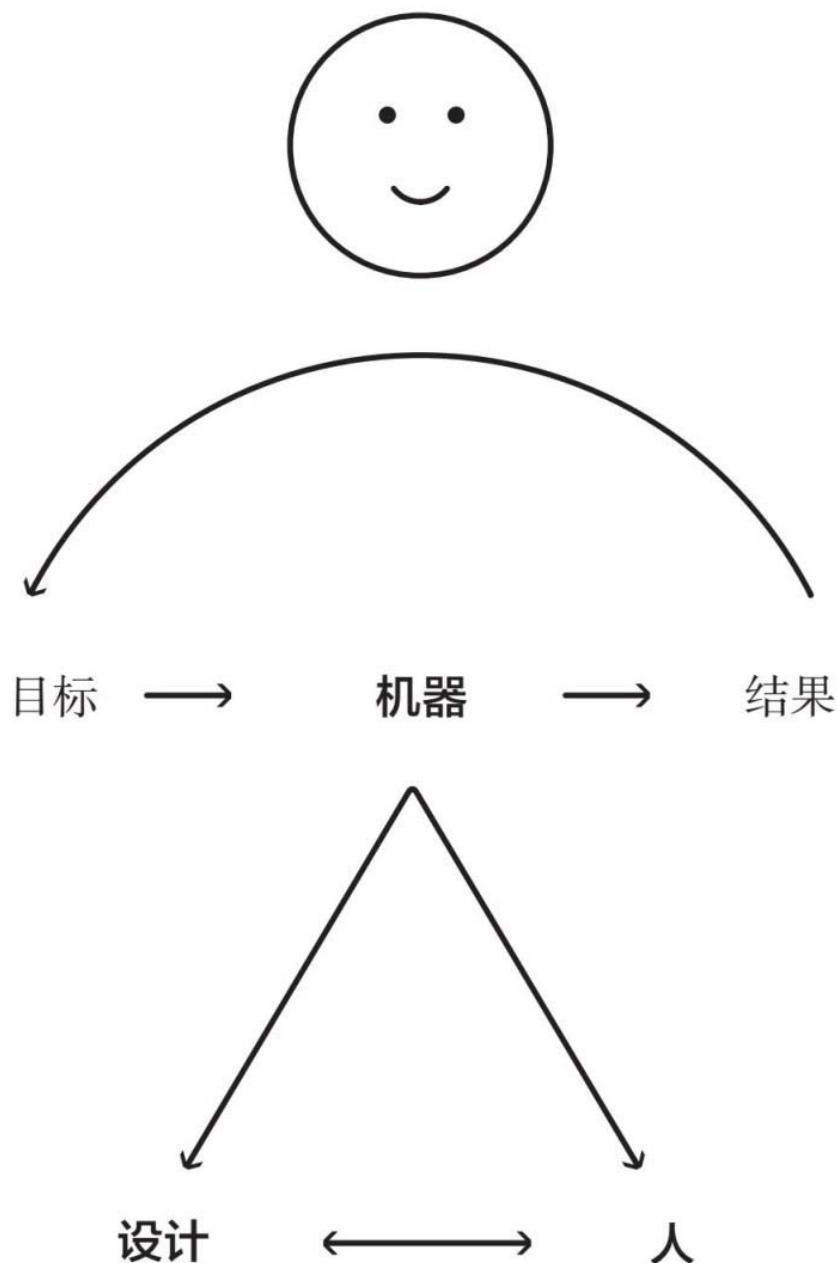
1.10 从更高的层次俯视机器

人类拥有独特的从更高层次俯视的能力，这不仅适用于理解现实和现实背后的因果关系，也适用于俯视自身和周围的人。我把这种超越自己和其他人的处境并客观地俯视处境的能力，称为“更高层次的思考”。更高层次的思考能让你学习和影响生活中的各种因果关系，利用这些因果关系得到你想要的结果。

a.把自己想象成一部在大机器里运转的小机器，并明白你有能力改变你的机器以实现更好的结果。你有你的目标。你用来实现目标的方式，我称为你的机器。它包括设计（必须做的事）和人（由谁来做这些必须做的事）。人包括你和帮助你的人。例如，想象你的目标是军事目标：从敌人手中夺过一个山头。你设计的机器可能包含两名侦察兵、两名狙击手、四名步兵，等等。尽管合理的设计必不可少，但这只是战斗的一半。同样重要的是让合适的人来执行这些任务。为了完成各自的任务，他们需要不同的特性：侦察兵必须跑得快，狙击手必须射得准。这样这部机器才能创造出你追求的结果。

b.通过比较你实现的结果和你的目标，你就能确定如何改进你的机器。这一评估和改进的过程，与我之前描述的进化过程一模一样。这意味着要看看如何改进或改变设计或人员，以实现你的目标。用图形来展示，这个过程就是一个反馈循环，参见下页图。

c.区别作为机器设计者的你和作为机器中工作者的你。对人来说最难做的事情之一是客观地在自身所处环境（即机器）中看待自身，从而成为机器的设计者和管理者。大多数人一直都把自己看作机器中的工作者。如果你能够看到这两种角色之间的区别，并且看到成为自身生活的良好设计者与管理者要比成为机器中的工作者重要得多，你就走到了正确的道路上。想要取得成功，作为设计者和管理者的你必须客观看待作为工作者的你，不高看自己，也不让自己承担不应该承担的任务。大多数人都是凭情感行动，只看眼前，而没有从上述战略性的视角出发。他们的生活中充满了没有方向性的情感体验，随波逐流。如果你想在晚年回顾一生时觉得实现了人生愿望的话，你就不应该这样做。



d. 大多数人犯下的最大错误是不客观看待自己以及其他人的，这导致他们一次次地栽在自己或其他人的弱点上。这么做的人不会成功，因为他们固执己见。如果能克服这种倾向，他们就能充分发挥

自己的潜能。

所以更高层次的思考是成功的关键。

e.成功的人能超越自身，客观看待事物，并管理事物以塑造改变。他们能接受其他人的观点，而不是固执己见。他们能客观看待自身（包括自己的长处和弱点）和其他人，从而可以让正确的人扮演恰当的角色，以实现他们的目标。如果你学会了这么做，你会发现几乎没有你无法实现的成绩。你只需要学习如何面对自身所处的现实，并把你能利用的所有资源用到极致。例如，假如作为设计者和管理者的你发现，作为工作者的你某件事情做不好，你就应该解雇这个作为工作者的你，找到一个好的替代者，而在此过程中你必须一直作为自身生活的设计者和管理者。如果你发现自己不擅长做什么，你不应该为此难过，而是应该为发现这一点感到高兴，因为知晓这一点并妥善应对，将提升你实现自身愿望的可能性。

如果你发现自己不能把所有事都做到最好，并为此难过的话，你就太幼稚了。没有人能把一切都做好。你会让爱因斯坦加入你的篮球队吗？如果爱因斯坦运球和投篮做得不好，你会看不起他吗？他应该为此感到耻辱吗？想想爱因斯坦会在多少领域无法胜任，再想想即使在那个他独步全球的领域，他付出了多少努力才变得如此优秀。

看别人如何苦拼，让别人看你如何苦拼，会引发各种自我情绪，如同情、怜悯、难堪、愤怒、戒备等。你需要克服这一切，不再把苦拼视为负面的东西。人一生中最好的机会大多数来自苦拼的经历。苦拼是对人的创造性和个性的考验，你应该从这些考验中挖掘出最大的价值。

面对自身缺点，你有4种选择：

- 1.你可以否认缺点（这是大多数人的做法）。
- 2.你可以承认缺点并应对缺点，努力把缺点转化为优势（能不能成功取决于你的自我改变能力）。
- 3.你可以承认缺点并找到绕过缺点的方法。
- 4.或者，你可以改变你的目标。

你如何选择对你的人生走向至关重要。第一种是最不好的选择，否

只会导致你不断地栽在自己的缺点上，不断经受痛苦，而不会有其他结果。第二种选择，承认缺点的同时努力把缺点转化为优势，如果能成功的话，这也许是最好的做法。但有些事情你永远也不会擅长，改变也需要花费很多时间和精力。如果要用一个标准来判断你是否应该沿着这条路走下去的话，最好的标准是看你要做的事是否符合自己的特性（即你天然具有的各种能力）。第三种选择，承认缺点的同时努力想办法绕过去，是最容易、通常也最可行的道路，但这是走的人最少的路。第四种选择，改变自己的目标，也是一种不错的选择，但这需要你有很大的灵活性，能够克服自己的各种先入之见，努力找到和你匹配的目标并享受新的过程。

f.在你不擅长的领域请教擅长的其他人，这是一个你无论如何都应该培养的出色技能，这将帮助你建立起安全护栏，避免自己做错事。

所有成功的人都善于这么做。

g.因为客观看待自身很困难，所以你需要依赖其他人的意见，以及全部证据。我知道自己的一生也充满了错误，也得到了许多很好的反馈意见。凭借着从更高的层次俯视所有这些证据，我才得以克服我的错误，追求我的目标。尽管我已经这样做了很久，但我依然明白我无法客观地看待自己，所以我至今仍然很依赖其他人的意见。

h.如果你的头脑足够开放，足够有决心，你几乎可以实现任何愿望。所以可以肯定的是，我不会劝阻你追求自己设定的目标。同时，我建议你思考你追求的目标是否符合你的特性。不管你的特性是什么，总是有很多条道路适合你，所以不要固守一条道路。如果一条特定的道路走不通，你只需要找到另一条适合自己特性的好道路。（在后面的“理解人与人大不相同”中，你将学到很多关于如何识别自身特性的知识。）

但大多数人缺乏勇气克服自身弱点，也缺乏勇气做出这一改变所要求的不容易做出的抉择。归根到底，这可以总结为以下5项抉择：

1. 不要混淆你的愿望和事实。

2. 不要为自身形象担心，只需关心能不能实现你的目

标。

3. 不要过于重视直接结果而忽视后续、再后续的结果。

4. 不要让痛苦妨碍进步。

5. 不要把不好的结果归咎于任何人，从自己身上找原因。

[1] 我确信，自己定期练习了近50年的“超觉冥想”帮助我拥有了这份镇定，而我需要以这种镇定对待我遇到的挑战。

[2] 不要以为你总是为自己做决策的最佳人选，因为很多时候你不是。尽管我们要自己弄清楚要什么，但其他人也许更知道如何实现它，因为在一些方面可能其他人强而我们弱，而且其他人可能拥有更具相关性的知识和经验。例如，在你生病时，最好听从医生的意见而不是自行其是。在后文中，我们将探讨人们的思维方式如何不同，以及我们应当如何基于对自身思维方式的理解决定哪一部分决策自己做，哪一部分决策让别人代做。知道什么时候不自行做决定，是你可以养成的最重要的技能之一。

[3] 我将在后面的章节中更详细地解释“可信度”的概念，但现在可以简述一下：可信者的特征是，能不断地成功地实现一些成就，而且能就如何做到这一点提供很好的解释。

[4] 人们常因为很多东西和善体贴而认为它“好”，但这些东西无法带来人们想要的东西，自然也会认为这些东西是“坏”的，而我会赞同自然。

[5] 一切终将崩解，只有进化永存。包括我们每个人在内的一切，都是进化的工具。例如，虽然我们自视为不同的个体，但实质上我们都是基因的容器，这些基因已经存活了亿万年，并且还在不断地使用和抛弃我们的身体。

[6] 关于进化，我推荐理查德·道金斯和E. O. 威尔森的书。如果只能选一本的话，我选道金斯的《基因之河》。

[7] 当然，我们经常对同样的东西感到满足，如人际关系、职业生涯等，但在这些情况下，满足通常是因为我们能从这些东西自身的不断变化中得到新的享受。

[8] 任何东西在从太少变成太多的过程中，边际收益都会递减。

[9] 你拥有独特的思考能力，你能观察自身、周围的世界、你和世界的关系，这意味着你能深刻思考，权衡微妙的东西，从而学习进步，做出明智的抉择。另一种通常有益的做法是，询问其他可信的人，你痛苦的根本原因是什么，以进一步深化你的思考，尤其是这样的人：他们的看法与你的刚好相反，但和你一样有兴趣发现真相，而不只是关心自己的对错。如果你能深入反思你的问题，这些问题就几乎总是会缩小或消失，因为与不直面问题相比，这样做几乎总是能找到更好的解决问题的办法。

[10] 需要说清楚的是，我不是说帮助别人不对。我认为正确的帮助方式是给他们必要的机会和训练，增强他们的能力，从而使他们可以更好地利用得到的机会。俗话说，“自助者天助之”。但这并不容易，尤其是对你关爱的人这么做。要有效地帮助人们从痛苦经验中学习，你必须反复、清楚地解释你这样做的理由，及其背后隐藏的对他们的关怀。如“我的历程”部分所述，我之所以要阐述我的原则，这也是一个重要的原因。

[11] 观察到形势的改变而不断适应的能力更多是一种认识和分析能力，而不是快速学习和处理的能力。

不好

拒绝直面
“严酷的现实”

好

直面
“严酷的现实”

不好

担心自己的
形象

好

关心如何
实现目标

不好

只根据直接
结果做决策

好

根据直接结果、
后续结果和
再后续结果做决策

不好

让痛苦阻碍
自己进步

好

理解如何管理痛苦
以取得进步

不好

不自己负起责任，
也不会从其他人那里找原因

好

从自己和其他人那里找原因，
负起责任

2

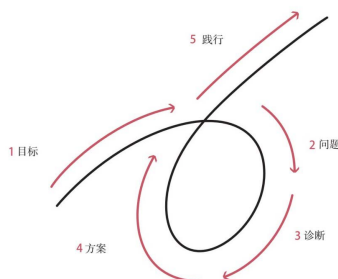
用五步流程实现你的人生愿望

在我看来，个人进化过程（即我在上一条描述的循环）通过5个不同的步骤发生。如果你能把那5件事都做好，你几乎肯定可以成功。这五步大概是：

1. 有明确的目标。
2. 找到阻碍你实现这些目标的问题，并且不容忍问题。
3. 准确诊断问题，找到问题的根源。
4. 规划可以解决问题的方案。
5. 做一切必要的事来践行这些方案，实现成果。

这五步加起来构成一个循环，如下页图所示。现在我们来更细致地考察这一流程。

首先，你要选择你追求什么，即你的目标。对目标的选择将决定你的方向。当你追求目标时，你将遇到问题，一些问题将迫使你直面自己的缺点。如何应对由此带来的痛苦，取决于你自己。要想实现目标，你必须沉着冷静，以便准确地诊断你的问题，进而规划一个方案来解决问题，然后做一切必要的事来践行方案，实现成果。然后你考察自己取得的这些新成果，并重复上述过程。为了快速进化，你必须迅速、持续地这么做，不断设定更高的目标。



你要成功就必须做好每一步，而且必须按顺序一步步来。例如，设定目标的时候就设定目标，不要想如何实现目标或者出错了怎么办。当你诊断问题的时候，不要想你将如何解决问题，只是诊断。混淆这两个步骤会导致不理想的结果，因为这会妨碍你发现真正的问题。这个过程是层层递进的：认真做好每一步，你将获得必需的信息，以便进行到下一步并将其做好。

你必须以清醒、理性的方式来推进这个过程，从更高的层面俯视自身，做到一丝不苟的诚实。如果你被自己的情绪压倒，就退后一步，暂时停下来，直到恢复清醒的思考能力。必要时，向冷静、善于思考的人请教。

为了帮助自己保持专注和高效，你可以假设自己的人生是一场武术比赛或一场游戏，目标是克服一个挑战，达成一个目标。一旦你接受了游戏规则，对于不断出现的挫折导致的不舒服，你就会感到习惯。你永远都无法把所有的事情都做得完美：错误是不可避免的，是生活的一部分，你需要认识和接受这一点。好消息是你犯的每个错误都能教给你一些东西，所以学无止境。你将很快认识到，各种各样的借口，如“这太难”“这看起来不公平”，甚至“我不可能做到”，都是没有价值的，而你坚持下去就会有收获。

那么，假如你不具备成功所需的所有技能，怎么办呢？不要为此担心，因为所有人都这样。你只需要知道什么时候需要这些技能，你能从哪里学到这些技能。经过练习，当你在游戏过程中面对逆境的时候，你终将拥有不可阻挡的冷静和自信，连你都将不敢相信自己能实现目标的能力。

现在来看看每一步应该怎么走。

2.1 有明确的目标

a. 排列优先顺序：尽管你几乎可以得到你想要的任何东西，但你不可能得到你想要的所有东西。生活就像一个巨大的餐盘，里面装着各种你意想不到的美食。选择一个目标通常意味着放弃你想要的一些东西，以得到另一些你更想要或更需要的东西。有的人还没有起步，在这一步上就失败了。他们害怕为了更好的东西而放弃好东西，试图同时追求太多目标，最终却几乎一个都不能实现。不要因为选择太多

而感到沮丧，无所适从。除了能让自己快乐的东西之外，你还可以拥有很多东西。做出自己的选择并持守它。

b.不要混淆目标和欲望。合理的目标是你真正需要实现的东西，欲望则是你想要但会阻止你实现目标的东西。欲望通常是直接结果。例如，你的目标也许是体形健美，而你的欲望是吃好吃但不健康的食物。不要误会我的意思，假如你想成为一个整天吃零食、看电视的人，那也可以。你的目标你自己定。但如果你不想成为那样的人，最好不要打开那包薯片。

c.调和你的目标和欲望，以明确你在生活中真正想要的东西。以激情为例。没有激情的生活枯燥乏味，你不会愿意过，但关键在于如何处理自己的激情。是让激情消耗你，驱使你做出不理性的行为，还是你驾驭激情，从而得到动力来追求你真正的目标？如果你把欲望和目标这两个层面都处理好，你最终就能得到充实。

d.不要把成功的装饰误认为成功本身。有追求成就的方向感是很重要的。有的人痴迷于一双1 200美元的鞋或一辆时髦的汽车，这样的人很少会感到快乐，因为他们不知道自己真正想要的是什麼，因而也不知道什麼能满足他们。

e.永远不要因为你觉得某个目标无法实现就否决它。你要放心大胆地去做。总有一条最好的道路，你要做的是找到它，鼓起勇气沿着它前进。你所认为的可以实现只是根据眼前认识做的判断。一旦开始追求目标，你会学到很多，尤其是在和他人沟通的情况下，你从未预想过的道路会呈现。当然，也有一些不可能或近乎不可能的事，例如一个矮子在一个职业篮球队成为主力，或者70岁时在4分钟以内跑1英里（约合1.6千米）。

f.谨记伟大的期望创造伟大的能力。如果你把目标只限定为明知自己能实现的东西，你的自我要求就太低了。

g.如果你拥有灵活性并自我归责，那么几乎没有什么能阻止你成功。灵活性能让你接受现实（或者有见识的人）给你的教益。自我归责很重要，因为如果你真的相信未能实现某个目标是你自己的失败，那你就会把这一失败视为一个提醒，它说明相对于你的任务而言，

你的创造性、灵活性和坚定性还不够。这样会大大提高你寻找方法的积极性。

h.知道如何对待挫折和知道如何前进一样重要。有时你知道你正在不可避免地走向一场大挫折。生活中总会遇到这样的挑战，有的挑战在当时看来似乎具有毁灭性。在逆境中，你的目标应该是守住自己的成绩，尽量减少损失，或者直面不可挽回的损失。你的任务是始终做出尽可能好的选择，并清楚如果这么做，你将得到回报。

2.2 找出问题，并且不容忍问题

a.把令人痛苦的问题视为考验你的潜在进步机会。尽管你一开始不这么觉得，但你遇到的每个问题都是一个机会。因此，你必须把问题摆上桌面。大多数人不喜欢这么做，尤其是当问题会暴露他们或他们所在意的人的缺点时，但成功人士知道自己必须这么做。

b.不要逃避问题，因为问题根植于看起来并不美好的残酷现实。

思考难以解决的问题也许会让你焦虑，但不思考（因此不尝试解决）肯定会让你更焦虑。当问题的原因是自身缺乏某种天赋或技能时，大多数人会感到羞愧。要克服这种羞愧。再强调也不为过的是，承认你的弱点并不是向弱点投降，而是克服弱点的第一步。你感到的痛苦是“成长的痛苦”，它将考验你的个性，当你忍痛前行时给你回报。

c.要精准地找到问题所在。你应该找准问题，因为不同的问题有不同的解决方案。如果问题的原因是技能不足，你也许应当再多练习；如果问题的原因是某种固有的弱点，你也许需要寻求他人的帮助，或者改变你扮演的角色。比如，如果你不擅长会计事务，就聘请一个会计。如果问题的原因是某个其他人的弱点，那么必要时就用擅长的人替换他。事情就是这样。

d.不要把问题的某个原因误认为问题本身。“我无法得到充足的睡眠”不是一个问题，而是一个问题的潜在原因（或者可能是问题的结果）。为了清晰地思考，你应该先确认不良的结果是什么，比如“我的工作表现很差劲”。这个问题也许是睡眠不足造成的，也许是别的因素造成的，但为了确定这一点，你必须清楚地知道问题是什么。

e.区分大问题和小问题。你的时间和精力有限，确保你正将其用于探寻大问题，即一旦解决便能带来最大回报的问题。但同时，留出足够多的时间来探寻小问题，以确保这些小问题不是更大问题的征兆。

f.找出一个问题之后，不要容忍问题。容忍问题的结果和找不到问题一样。不管你出于什么原因容忍问题，如你认为问题无法解决、你不怎么在乎问题是否解决、你无法付出足够的精力解决问题，只要你没有战胜问题的意志，你就处于毫无希望的境地。你必须养成一种对任何性质的恶习都绝不容忍的习惯，无论其是重是轻。

2.3 诊断问题，找到问题的根源

a.先把问题是什么弄明白，再决定怎么做。一瞬间就确定一个严峻的问题并提出解决方案，这是一种常见的错误。战略思考既需要诊断也需要规划。一次良好的诊断通常需要15—60分钟，取决于诊断的效率和问题的复杂性。你需要与合适的人交流，一起分析证据，以确定根本原因。像原则一样，根本原因也不断在看似不同的情境中重现，找到并处理根本原因也会不断带来回报。

b.区分直接原因和根本原因。直接原因通常是导致问题的行动（或不行动），所以通常用动词描述（我因为没有查列车时刻表而错过了火车）。根本原因是更深层的原因，通常用形容词描述（我因为健忘而没有查列车时刻表）。只有消除根本原因才能真正解决问题，为此你必须区分症状和疾病本身。

c.认识到了解人（包括你自己）的特性，有助于对其形成合理预期。如果你想让周围的人都拥有你想要的特性，你就必须克服自己的犹豫不决，对人做出评估。这也适用于你自己。人总是难以识别并承认自身的错误和弱点，有时这是因为没有自知之明，但更常见的原因是，自尊心起了阻碍作用。很有可能你周围的人出于不想伤害你，也不愿指出你的错误。你和他们都需要克服这些问题。最大限度地发挥自身潜力的人和其他人最大的区别是，他们愿意客观看待自身和其他人，并知道阻碍他们实现目标的根本原因是什么。

2.4 规划方案

a.前进之前先回顾。回顾一下在你到达现在所处的位置之前，你

经历过什么（或做过什么），然后设想为了实现你的目标，你和其他人未来应该怎么做。

b.把你的问题看作一部机器产生的一系列结果。通过俯视你的机器并思考如何改变这部机器以创造更好的结果来从事更高层次的思考。

c.谨记实现你的目标通常有很多途径。你只需要找出一条有效途径。

d.把你的方案设想为一个电影剧本，然后循序渐进地思考由谁来做什么事。先草拟一个大概的方案（如“招聘到人才”），然后改进。你应当从总体框架出发，一步步落实到具体任务和预计的时间线（如“在未来两周里选好能找到人才的猎头”）。无疑，在你推进的过程中，成本、时间、人员等方面的现实问题都会浮现，这将促使你进一步完善方案，直到机器里的所有齿轮都啮合良好、流畅运转。

e.把你的方案写下来，让所有人都能看到，并对照方案执行。方案中应当巨细靡遗地写明谁在何时完成什么任务。任务、方案和目标是不同的，不要将其混淆。谨记，任务是方案和目标之间的纽带。

f.要明白，规划一个好方案不一定需要很多时间。草拟和完善一个方案，可以用短短几个小时，也可以用几天甚至几周，但这个过程是必不可少的，因为它确保你将做的事是有效的。太多人犯的误差是，一心想着执行，所以几乎不花时间来规划。谨记：规划先于行动！

2.5 坚定地从头至尾执行方案

a.规划做得再好，不执行也无济于事。你需要坚定地执行方案，这需要严格遵守方案的自律。你应当时刻谨记任务及其意在实现的目标之间的联系。当你觉得看不清其间的联系时，就暂停一下，问问自己为什么看不清。找不到原因，你就肯定会迷失自己的目标。

b.良好工作习惯的重要性常被大大低估。成功执行方案的人都拥有合理排序的应做事项列表，并确保每一项都有井然有序的标记。

c.建立清晰的衡量标准来确保你在严格执行方案。理想的做法

是让其他人客观评估并报告你的进度。如果你未能实现目标，这就是另一个需要诊断和解决的问题。很多成功、有创造力的人士都不善于执行，他们因和高度可信赖的任务执行者建立互助互利的关系而取得了成功。

成功的诀窍就是这些！

谨记，这五步中的每一步都源自你的价值观。你的价值观决定了你想要什么，即你的目标。同时谨记，这五步是层层递进的。每完成一步，你都会获得一定的信息，很可能有助于你改进其他步骤。这五步都完成后，你可以设定一个新目标，再做一遍。如果这个流程行之有效，你的目标会比你的规划变得慢，你的规划会比你的任务变得慢。

最后还有一件重要的事：你必须善于综合分析，善于塑造。前三步——设定目标、找出问题、诊断问题，都是综合分析（意思是既明白你的目标也知晓现实进度）。规划解决方案和确保方案落实是塑造。

2.6 谨记：如果你找到了解决方案，弱点是不重要的

你几乎肯定不可能把每一步都做好，因为每一步都要求不同类型的思维，而几乎没有人能擅长所有这些思维。例如，设定目标（如确定你希望自己的生活是什么样子）需要你擅长更高层次的思考，如设想未来、优先排序；找出并且不容忍问题，需要你明察秋毫，擅长综合分析，始终保持高标准；诊断问题需要你理性思考，能够看到多种可能性，并愿意与其他人进行高质量的交流；规划方案需要你拥有想象力和现实感；执行方案需要你自律，有良好的工作习惯，拥有结果导向的思维。你认识的哪个人拥有所有上述品质？也许没人拥有。但要实现真正的成功就必须好好做完上述这五步。那么你应该怎么做？最重要的是要谦逊，这样你就能从其他人那里得到你所需要的东西！

每个人都有弱点。人们犯错误的类型通常能揭示他们的缺点在哪里。通往成功的第一步是知道你的弱点在哪里，并洞察和应对这些弱点。

a. 考察你犯错误的类型，并识别你通常在五步流程中的哪一步上做得不好。你还需要请其他人就此表达意见，因为所有人都无法彻底客观地看待自己。

b.每个人都至少有一个最大的弱点阻碍其成功，找到你的这个弱点并处理它。把你最大的弱点写下来（如找出问题、规划解决方案、执行落实），并写下其原因（如你被情绪左右，你无法预见各种合理的可能性）。尽管包括你在内的大多数人面临的重大障碍不止一个，但如果你能消除或者想办法规避这个最大的弱点，你将大大改善你的人生。只要你认真对待，你将几乎肯定能成功处理这个最大的弱点。

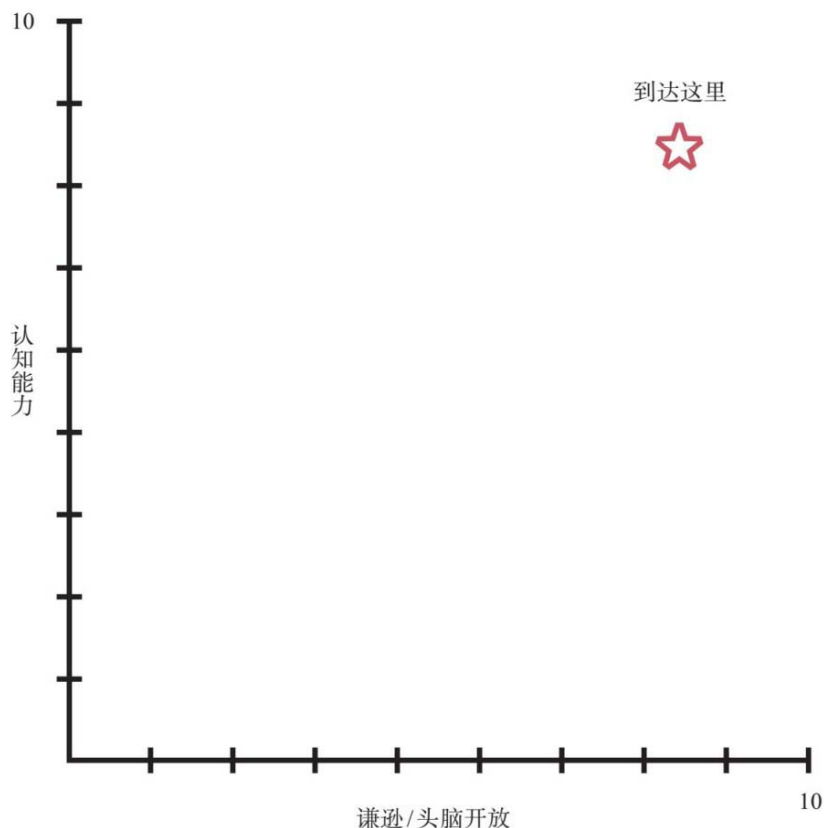
你可以自己把它处理掉，也可以找人帮你更好地处理。成功有两条路：（1）自己拥有成功所需的要素；（2）从其他人那里得到成功所需的要素。第二条路需要你谦逊。谦逊和你自己有能力一样重要，甚至比你有能力更重要。谦逊和能力兼有是最好的。下一页上有一幅图，你可能会觉得有帮助。

2.7 理解你和其他人的“意境地图”与谦逊性

有的人很擅长自己把问题和解决办法搞明白，这样的人拥有良好的“意境地图”。也许他们通过学习掌握了这种能力，也许他们天生就富有理性和常识。无论是哪种情况，他们自己找到解决方案的能力更强。同时，还有一些人比其他人更谦逊，头脑更开放。如果谦逊能引导你找到比自己想出来的更好的解决办法的话，就可以说谦逊比拥有良好的“意境地图”价值更大。既头脑开放又拥有良好“意境地图”的人是最强大的。

为了说明这个简单的概念，我们可以画一个坐标系，Y轴代表一个人的“意境地图”（换句话说就是认知能力），X轴代表一个人谦逊和头脑开放的程度，从1到10依次增强，如下页图所示。

所有人一开始都位于左下方，“意境地图”不好，头脑也不开放，而大多数人一生都会悲剧性地、顽固地留在那个位置。你可以沿着Y轴进步（通过学习如何更好地做事），也可以沿着X轴进步。这两种方式都能增强你认知和解决问题的能力。如果你的“意境地图”好而头脑不够开放，这也不错，但不能说太好，你仍将错过很多有价值的东西。类似地，如果你头脑很开放而“意境地图”不好，你或许将难以选择正确的人来请教，难以选择正确的观点来借鉴。既有良好的“意境地图”又有开放的头脑的人，总是可以击败不是两者皆有的人。



现在花点时间来想想你应该走哪条路来增强自己的能力。你觉得自己处在这个坐标系的什么位置？也问问别人他们觉得你在什么位置。

一旦你明白自己的短板在哪里，并变得头脑开放从而可以得到其他人的帮助，你将会发现，你几乎没有实现不了的东西。

通常情况下，大多数人做不到这一点。在下面的章节，我将分析原因，并阐述如何纠正这个问题。

做到头脑极度开放

这也许是全书最重要的一条，因为本条将阐述如何克服影响大多数人实现人生愿望的两大障碍。这两大障碍因人类大脑的运行方式而存在，所以几乎每个人都会遭遇它们。

3.1 认识你的两大障碍

影响合理决策的两个最大的障碍是你的自我意识和思维盲点。这两个障碍让你难以客观地看到你和你所处环境的真相，难以通过最大限度地利用他人的帮助来做出最佳决策。如果你能理解人类大脑这部“机器”是如何运行的，就能明白这两个障碍为何存在，以及如何改变你的行为，从而让你自己更快乐、更高效、更擅长和他人交流。

a.理解你的自我意识障碍。我说的“自我意识障碍”是指你潜意识里的防卫机制，它使你难以接受自己的错误和弱点。你有一些根植于内心最深处的需求和恐惧，例如需要被爱，害怕失去别人的爱；需要生存，害怕死亡；需要让自己有意义，害怕自己无意义。这些需求都源自你大脑里的一些原始部分，如杏仁核。这些原始部分都是大脑颞叶里的构造，而颞叶处理情绪。因为你大脑的这些区域是你感知不到的，所以你几乎不可能理解它们需要什么，它们如何控制你。这些区域会简单化地处理事物，做出本能的反应。这些区域渴望赞誉，把批评视为一种攻击，尽管大脑更高级的部分能够理解，建设性的批评对你有利。这些区域使你产生戒备心理，尤其是在涉及对你的完美性进行评价的时候。

更高级的意识源于你的大脑皮层，更具体地说是在叫作“前额皮层”的部分。这是你的大脑里最具有人类特征的部分。相对于大脑的其余部分，人类的前额皮层比大多数其他物种的大。你会通过这一部分清醒地感知到自己在做决策（称为大脑的“执行功能”），在应用逻辑和推理。

b.“两个你”在争夺对你的控制权。这就像化身博士一会儿是杰

基尔博士，一会儿是海德先生一样，只不过较高层次的你意识不到较低层次的你。这一冲突是无所不在的。如果你足够仔细地观察，你确实能看到人脑两个不同部分争吵的情况。例如，当一个人“对自己感到愤怒”时，他的前额皮层在和杏仁核（或者大脑其他较低层次的部分[1]）争吵。当一个人问“我怎么放任自己把这一整块蛋糕都吃了”时，答案是：“因为较低层次的你战胜了深思熟虑的较高层次的你。”

一旦你理解了“有逻辑和有意识的你”与“情绪化和潜意识的你”是如何交战的，你就可以设想，你的“两个你”是如何同也有“两个自我”的其他人打交道的。这很复杂。较低层次的自我就像经过训练的斗犬，始终保持战斗意识，而较高层次的自我想把事情搞明白。这很容易让人困惑，因为不管是你还是你打交道的人，通常根本就不知道自己大脑里有这些较低层次的“野兽”，更不用说这些“野兽”在试图绑架所有人的行为了。

我们来看看当有人和你意见不同并要求你解释你的想法时，会发生什么样的事。因为你的大脑构造让你把这样的做法视为攻击，所以你会变得愤怒，尽管你更合理的反应应该是对另一方的观点产生兴趣，尤其是当这些观点明智的时候。当你试图解释自己的愤怒行为时，这些解释令人无法理解。这是因为，在你愤怒时，是较低层次的你通过较高层次的你说话，深植于你内心的各种隐蔽动因在控制你，导致你无法理性地解释“你”的行为。

连最聪颖的人通常也会表现出这样的行为，这很令人遗憾。要有效行事，你就绝不能允许“想要自己正确”的需求压倒“找出真相”的需求。如果你对自己掌握的知识和擅长的事情过于自豪，你学到的东西就会变少，决策质量就会变低，也将难以充分发挥自己的潜力。

c. 理解你的思维盲点障碍。除了自我意识障碍之外，你（以及其他所有人）还都有思维盲点，即你的思维方式有时会阻碍你准确看待事物。就像人类的辨音辨色能力有差异一样，我们认知和理解事物的能力也有差异。我们以自己的方式看待事物。例如，一些人就是能看到大图景但看不到小细节，另一些人就是能看到小细节但看不到大图景；一些人习惯线性思维，另一些人习惯发散思维，等等。

所以很自然，人们无法理解自己看不到的东西。没有识别规律和综合分析能力的人，不知道识别规律和综合分析是怎么回事，就像一个色

盲不知道能辨色是怎么回事一样。与人类身体功能的差别相比，人类大脑功能的差别要明显得多。色盲最终会发现自己是色盲，但大多数人从来都不知道，也不明白，为什么说他们的思维方式导致他们看不到一些东西。让问题变得更复杂的是，尽管人都有思维盲点，但我们不愿意看到这个事实。当你指出某个人的心理弱点时，对方的反应通常像你指出他的身体缺陷一样，感到不舒服。

如果你跟大多数人一样，那么你就不会明白其他人看待事物的方式，也不善于探求其他人的想法，因为你一心只想着告诉对方自己认为正确的想法。换句话说，你是一个头脑封闭的人，有太多先入之见。头脑封闭的代价极为高昂：当其他人向你展示各种美妙的可能性和可怕的威胁时，你会视而不见；当其他人提出可能是建设性甚至能救命的批评时，你也不能领会。

这两大障碍造成的最终结果是，出现意见分歧的各方通常始终坚信自己是对的，而且往往以彼此发怒告终。这是不理性的，也会导致人们无法做出最优决策。人们觉得，当两个人得出相反的结论时，必有一个是错的。你不想那个错的人是你，这有什么不对吗？

这种无法从其他人的想法中获益的现象，不只出现在产生分歧的时候，当人们遇到难解的问题时也会出现。大多数人在试图弄明白某件事时是在自己的脑子里思索，而不是参考所有他们能得到的好想法。结果是他们不断地跑向自己看到的東西，不断地在自己的盲点上撞墙，直到失败迫使他们适应和进化。适应和进化有三种途径：（1）训练自己的头脑以反直觉的方式思考（例如有创造力的人通过自律和练习变得更有条理）；（2）利用辅助机制（例如程序化的提醒器）；（3）在自己的短板上，依靠擅长者的帮助。

想法的不同不一定导致分裂，也可能产生相辅相成的效果。例如，有创造力的人通常持发散思维，这可能导致他们难以信靠，而线性思维者往往更值得信赖；一些人更情绪化，另一些人更理性；等等。在任何复杂的计划中，缺少拥有互补性能力者的帮助，任何人都无法成功。

亚里士多德把悲剧定义为，人的致命缺陷导致的可怕结果。而假如人能弥补缺陷的话，这本可带来美好的结果。在我看来，自我意识和思维盲点这两大障碍就是人的致命缺陷，导致聪颖勤奋的人无法发挥自身的全部潜力。

你想知道如何克服这两大障碍吗？你能做到，任何人都能做到。我告诉你方法。

3.2 奉行头脑极度开放

如果你知道自己有盲点，你就能找到一种解决办法，但假如你不知道，你将持续不断地栽在相同的问题上。换言之，如果你能承认自己有盲点，并以开放的心态接受其他人可能在某件事上比你看得更准，他们试图指出的威胁或机会确实存在，那么你就更有可能做出良好的决策。

头脑极度开放的基础是一种真诚的担忧：你在决策时看到的情况也许并不是最符合事实的情况。头脑极度开放是一种能力：有效地探析各种不同的观点和不同的可能性，而不是让你的自我意识或思维盲点阻碍你。这需要你克服对自己始终正确的渴望，愉悦地探求事实。奉行头脑极度开放的话，较低层次的你就无法控制你，而始终是较高层次的你在观察和考量所有不错的选择，做出最佳决策。如果你能获得这种能力（只要练习你就能），你将能更有效地应对各种现实情况，大大改善自己的生活。

大多数人不明白什么是“头脑极度开放”，他们只是把头脑开放理解为“承认自己可能是错的”，但依然顽固地坚持自己的任何观点，不寻求理解其他观点背后的理由。要做到头脑极度开放，你必须：

a. 诚恳地相信你也许并不知道最好的解决办法是什么，并认识到，与你知道的东西相比，能不能妥善处理“不知道”才是更重要的。大多数人做出糟糕的决策是因为他们确信自己是对的，不让自己看到确实存在的更好的选项。头脑极度开放的人知道，找到问题的所有答案很重要，但提出正确的问题并向其他聪明人请教也很重要。他们明白，如果你不在一种“不知道”的状态下探索一段时间，你就不可能做出很好的决策。这是因为，与任何人知道的任何东西相比，“不知道”区域里的东西要重要得多，令人兴奋得多。

b. 认识到决策应当分成两步：先分析所有相关信息，然后决定。

大多数人不愿考虑与他们已经得出的结论不符的信息。当我问其原因时，常见的回答是：“我想自己做决定。”这些人似乎以为，考虑对立

观点会威胁他们自行做决定的能力。没有比这更荒谬的了。听听其他人的观点并加以考虑，绝不会削弱你独立思考、自主决策的自由，只会让你在决策时有更宽广的视角。

c. 不要担心自己的形象，只关心如何实现目标。人们通常在其实没有办法的时候试图证明自己有办法。人为什么会做这种毫无成效的事情？这一般是因为他们相信一种常见的荒谬观点：厉害的人知道所有答案，没有任何缺点。这种观点既不符合事实，也会阻碍他们成长。致力于做出最佳决策的人，很少坚信自己已经掌握了最好的答案。他们承认自己有缺陷和盲点，并总是试图了解更多，以克服缺陷和盲点。

d. 认识到你不能“只产出不吸纳”。大多数人的情况是，与“吸纳”（学习）相比，“产出”（表达想法和制造东西）的热情似乎要高得多。就算一个人的首要目标是“产出”，这也是一个错误，因为不“吸纳”的话“产出”也不会好。

e. 认识到为了能够从他人的角度看待事物，你必须暂时悬置判断，只有设身处地，你才能合理评估另一种观点的价值。头脑开放不是指对自己不相信的东西无所谓，也不是顽固、不理性地坚持自己的观点，而是考虑其他人的理由。要做到头脑极度开放，你必须高度接受自己错了的可能性，可以鼓励其他人告诉你错在哪里。

f. 谨记，你是在寻找最好的答案，而不是你自己能得出的最好答案。最好的答案不一定是你想出来的，你可以在其他人那里找。如果你真的客观看待事物，你就必须承认，你总是拥有最好答案的可能性是很小的，而且就算你有最好的答案，在未经其他人考问之前，你也不能如此确信。所以，知道你自己不知道，这是无比重要的。自问一下：我是不是只从自己的视角看待这个问题？如果真是这样，你就应该知道，这种做法有极大的缺陷。

g. 搞清楚你是在争论还是在试图理解一个问题，并根据你和对方的可信度，想想哪种做法最合理。如果双方水平相当，争论就是合理的；如果一方在这方面明确比另一方更有知识，就应该让一方做老师，另一方做学生去请教。要做好这一点，你必须理解“可信度”这一概念。我定义的“可信”的人有两个特征：曾反复地在相关领域成功找到答案（至少成功过三次，拥有过硬履历）；在被问责的情况下能对自己

的观点做出很好的解释。

假如在某个问题上有一人可信，或者至少比你可信（例如当你和医生讨论你的健康状况的时候），而你和他的观点不同，你就应该清楚，你是在提问题，因为你是试图理解对方的观点。相反，如果你显然是双方中更可信的人，你就应该礼貌地提醒对方这一点，并建议他向你提问题。

所有上述策略都可以归结为两个做法。如果你想要成为头脑极度开放的人，你就应该掌握。

3.3 领会并感激：深思熟虑的意见分歧

当两人的观点截然相反时，很可能有一个人是错的。搞明白是不是你错了，对你有好处。所以我认为，你必须领会并感激一种技艺：深思熟虑的意见分歧。在深思熟虑的意见分歧中，你的目标不是让对方相信你是对的，而是弄明白谁是对的，并决定该怎么做。在深思熟虑的意见分歧中，双方的动机都是真诚担忧错过重要观点。你们彼此要真正看到对方看到的东西，也就是说，你们两人“更高层次的自我”努力探寻事实，这样的交流使双方受益匪浅，并能释放出巨大的未被发掘的潜力。

要做好这一点，你的沟通方式应该要让对方觉得，你只是在试图理解。[\[2\]](#)你应该提问而不是做出陈述，以平心静气的方式进行讨论，并鼓励对方也这么做。记住，你不是在争论，而是在开放地探求事实。你要保持理性，并期待对方也保持理性。如果你冷静，平等对待对方，尊重对方，效果就会好得多。练习可以让你更擅长这么做。

在我看来，人们在发生分歧时变得愤怒是毫无意义的，因为大多数分歧与其说是威胁，不如说是学习的机会。在学到东西后改变想法的人是赢家，顽固拒绝学习的人是输家。这不是说你该盲目接受其他人的结论。在我看来，你既要头脑开放也要坚定：你既应该考虑和思索各种相互冲突的可能性，也应根据了解到的情况，随时迅速地调整自己的想法，接受可能正确的东西。有的人能轻易做到这一点，其他人却不行。一种检验你做得好不好的方式是，把和你有分歧的人的观点，向对方复述一遍。如果他说你复述得对，就说明你做得很好。我还建议双方都遵守“两分钟法则”，两分钟内不许打断对方，以便对方有时间把想法说清楚。

一些人担心这样做太费时间。通过了解分歧来解决问题确实颇费时间，但你把时间花在这上面才叫物有所值。关键是你要对花时间在干什么、和谁花这时间进行排序。很多人都会和你产生分歧，但你不应该考虑所有人的观点。跟任何人都头脑开放不一定有好处，你应该花时间和你能找到的最可信的人探讨观点。

如果你们发现讨论陷入了僵局，就商定一个你们都尊重的人，让他帮着主持讨论。最没有成效的方式是你在自己脑子里试图把事情想明白（这是大多数人的倾向），或者在讨论收效已不断减少的情况下继续浪费时间。发生这样的情况时，你们应该转向更有成效的方式——达成相互理解，这不等于是达成一致。例如，你们都同意保持分歧。

为什么人们通常不用上述方式来讨论？因为大多数人本能地不愿表达分歧。例如，如果两个人去到一家餐馆，一个人说他喜欢这家餐馆的菜，另一个人通常会说“我也喜欢”，或者什么也不说，尽管他心里不喜欢。不愿表达分歧的原因是，“较低层次的你”误以为分歧是冲突。所以做到头脑极度开放并不容易：你必须自学这种技艺，在交换意见时努力让你和对方都不出现这种反应。当年鲍勃·吉赛尔和丹告诉我，我让别人感觉他们被轻视时，我就在努力掌握这种技艺。

观点错误并据其做出糟糕的决策，而不是奉行深思熟虑的意见分歧，这是人类的最大悲剧之一。如果人们能奉行深思熟虑的意见分歧，将很容易让所有领域的决策大大改善，包括公共政策、政治、医药、科学、慈善、人际关系等。

3.4 和可信的、愿意表达分歧的人一起审视你的观点

我既单独询问专家，也鼓励专家在我面前展现深思熟虑的意见分歧，而且我可以问问题。通过这么做，我既降低了自己犯错的可能性，也学到了很多。当我和专家有分歧，或者专家彼此之间有分歧时，效果最为明显。拥有这种能力的聪明的人是最好的老师，比站在黑板前例行公事授课的教授要好得多。我经常把由此获得的知识总结为原则并不断改进，以应用于未来出现的类似情况。

有时问题太过复杂，我难以在有限的时间内理解，这时我会让在这方面知识更丰富、可信度更高的人帮我做决策，但我仍然会旁听他们以深思熟虑的方式发表不同意见。我发现大多数人不这么做，而是更喜欢

自己做决定，即使是在他们没有在这方面做出相应判断所需能力的时候。他们这是在向较低层次自我屈服。

这种审视多个可信者的观点的做法，能对你的生活产生深刻的影响。我知道在一件事上，这种做法对我构成了生与死的差别。2013年6月，我去约翰·霍普金斯医院做年度体检，医生说我出现了一种癌症前期症状，称为巴雷特食管高度生长异常。组织生长异常是癌症的早期症状，演变成食管癌的可能性相对较大，每年的发病率约为15%。食管癌是致命疾病，所以如果不治疗的话，很可能在3—5年里我就会患上癌症并死去。对待我这种情况的常规治疗方案是切除食管，但因为我的特殊病情，这种治疗方案不适合我。医生建议我先观望病情发展。

在接下来的几周里，我开始为最终的死亡做准备，但也奋力求生。我喜欢：

a.为最坏的情况做准备，以尽量使其不那么糟糕。我感到很庆幸，因为这一病情预断给了我足够的时间来做安排，以确保我最关心的人在没有任何我的情况下依然安好，并在仅剩的时间里与他们一起体味生活。我可能还有时间和我刚刚出生的第一个孙子混熟，但我不敢保证有足够的时间。

但正如你所知，我不喜欢简单听从别人的意见，即使是专家的意见，相反，我喜欢和可信的人一起审视各种意见。于是我也让我的私人医生格莱泽安排我与另外4位研究这种病症的专家会面。

第一个见的是一家大型癌症医院的胸外科主任。她说我的病情正在快速恶化，而和第一位医生的说法不同的是，她说有一种手术可以治愈我：切除我的食管和胃，然后将我的肠子接到我仅剩的一点食管上。她估计，我在手术台上死亡的概率是10%，导致终身残疾的概率是70%，但这样我继续活着的概率更大，所以她的建议显然值得认真考虑。很自然地，我希望她能跟约翰·霍普金斯医院的那位医生谈谈，他曾建议我观望。于是当着她的面，我给那位医生打电话，以了解他们如何看待彼此的观点。结果让我眼前一亮。尽管与我单独会见时，他们对我说了完全不同的情况，但当他们通过电话交谈时，他们试图尽量缩小分歧，以给对方留面子。他们重视的是职业礼貌，而不是各自畅所欲言，以寻求最好的解决办法。不过他们的观点仍有明显的分歧，听他们通话也加深了我对问题的理解。

次日我见了第三位医生。他是一位世界知名的专家，在另一家声誉卓著的医院从事研究工作。他告诉我，只要我每三个月去医院做一次内窥镜检查，我的情况就基本上不会给我带来任何问题。他解释说，这就像皮肤里边的皮肤癌，只要持续观察，一出现新的组织生长就切除，不使病情转移到血液循环里，我就没事。他说，按这种方法来监控的病人和切除食管的病人，最终的结果是一样的，简而言之就是不会因为患上癌症而死亡。他们的生活会保持正常，只是需要定期检查和诊断。

简单概括我在48小时里经历的一切：先是好像被判了死刑，然后出现了治疗的希望，实际上相当于把内脏掏出来，最后出现了一个简单的、只是稍微有些不舒服的疗法，即观察有没有发生变异、在导致损害之前切除。最后这位医生说对吗？

我和格莱泽医生又会见了两位世界级的专家，他们都表示，走这种检查程序就不会有任何事，于是我决定采取这种做法。在检查过程中，他们从我的食管上切下一些组织，送到实验室检测。几天后，恰好距我64岁生日还有一周的时候，我得到了结果。结果太令人震惊了：检查完这些组织后发现，根本就没有任何高度生长异常！

专家也会犯错误。我的观点很简单：保持头脑极度开放，和聪明人一起审视问题，这样做是有好处的。假如我没有努力征求其他意见的话，我的生活就会走上一条完全不同的道路。我想说的是，以开放心态与可信的人一起审视问题，你将大幅提升做出正确决策的概率。

3.5 识别你应当注意的头脑封闭和头脑开放的不同迹象

头脑开放的人和头脑封闭的人很容易区分，因为二者的行为大相径庭。以下是一些线索，可以帮你辨别自己或其他人是否头脑封闭：

1. 头脑封闭的人不喜欢看到自己的观点被挑战。他们通常会因无法说服对方而感到沮丧，而不是好奇对方为何看法不同。他们在把事情弄错时会产生坏情绪，更关心自己能不能被证明是正确的，而不是提出问题，了解其他人的观点。

头脑开放的人更想了解为什么会出现分歧。当其他人不赞同时他们不会发怒。他们明白自己总有可能是错的，值得花一点时间考虑对方的观点，以确定自己没有忽略一些因素或犯错。

2. 头脑封闭的人更喜欢做陈述而不是提问。尽管在特定情况下，

可信度高的人有权做出陈述，但真正头脑开放的人，甚至是我认识的可信度最高的人，也经常问很多问题。可信度低的人经常告诉我，他们的陈述其实是隐性的问题，只不过是表述为低自信程度的陈述。尽管有时的确如此，但据我的经验，更多情况下不是。

头脑开放的人真诚地相信自己可能是错的，提出真诚的问题。他们还经常权衡自己的相对可信度，以确定自己应该主要扮演学生、老师还是对等者的角色。

3.头脑封闭的人更关心是否被理解，而不是理解其他人。当对方不赞同时，他们通常会认定自己没有理解，而不是想想是不是自己没有理解对方的观点。

头脑开放的人经常觉得有必要从对方的视角看待事物。

4.头脑封闭的人会说类似这样的话：“我可能错了……但这是我的观点。”这是我经常听到的一种典型暗示。这往往是一种敷衍性的表态，人们借此来固守自己的观点，还感觉自己是开明的。如果你的陈述以这样的方式开头——“我可能是错的”或“你不一定信我的话”，那么你最好接下来提一个问题，而不是做出一个断言。

头脑开放的人知道何时做陈述，何时提问。

5.头脑封闭的人阻挠其他人发言。如果在对话中一方看起来不给对方留说话空间的话，他就可能是在阻挠对方说话。为了应对这种阻挠，可以实行我之前提到的“两分钟法则”。

头脑开放的人总是更喜欢倾听而不是发言。他们鼓励其他人表达观点。

6.头脑封闭的人难以同时持有两种想法。他们让自己的观点独大，挤掉别人的观点。

头脑开放的人会在考虑其他人的观点的同时保留自己深入思考的能力，他们可以同时思考两个或者更多相互冲突的概念，反复权衡其相对价值。

7.头脑封闭的人缺乏深刻的谦逊意识。谦逊通常来自人的失败经历，失败让人以一种开明心态积极了解自己不知道的东西。

头脑开放的人看待事物时，时刻在心底担忧自己可能是错的。

一旦你能区分头脑开放的人和头脑封闭的人，你将会发现，你希望自己周围都是头脑开放的人。这样做不仅能提高你的决策效率，你还能

学到很多东西。几个优秀决策者一起有效合作，效果要显著好于单打独斗的优秀决策者。即使是最优秀的决策者，若是能得到其他优秀决策者的帮助，也能显著提高自己的决策质量。

3.6 理解你如何做到头脑极度开放

不管你现在有多么头脑开放，你总是可以学到一些东西。为了练习头脑开放，你可以：

a.经常利用痛苦来引导自己进行高质量的思考。如果你过于坚持一个观点，当某个人或某件事挑战该观点时，你就经常会产生心理痛苦，尤其是当相关挑战涉及你的某种缺点的时候。这种心理痛苦是一个迹象，说明你可能是错的，你需要以高质量的方式思考这个问题。为此你需要先让自己冷静下来。这可能有些难：大脑杏仁核会收缩，你也许会觉得它在踢你，你的身体会紧张，或者你的心中会涌起一种恼怒感，想发脾气。每当出现这些情绪时，你都需要注意，这些都是头脑封闭的迹象。意识到这些迹象后，你就可以将其作为线索来控制自己的行为，引导自己走向头脑开放。长期这样练习将增强你的能力，让“更高层次的你”始终处于控制地位。你练习得越多，你的能力就会变得越强。

b.将头脑开放作为一种习惯。基本上，你养成什么样的习惯，就将有什么样的生活。如果你始终把愤怒感、挫败感作为提醒自己的迹象，从而冷静，慢下来，以深思熟虑的方式看待眼前的问题，逐渐地，你的负面情绪出现的频率就会大大下降，你就会直接成为我上文描述的那种头脑开放的人。

当然，马上让人做到这一点是很难的，因为你各种“较低层次”的情绪非常强大。但好消息是这种“杏仁核绑架”^[3]通常不会持续很长时间，所以尽管你一时难以控制自己，你还是可以有一段缓冲时间，给“较高层次的你”以空间来进行高质量的反思。你也可以让你尊重的人来帮助自己。

c.认识自己的思维盲点。假如你是一个头脑封闭的人，又在自己有盲点的领域形成了一种观点，结果可能是致命的。所以，花点时间记录一下，你经常在哪些方面因为看不到别人看到的東西而做出糟糕的决策。可以请其他人帮你，尤其是那些曾看到你所忽略的东西的人。列一张单子，钉在墙上，仔细盯着看。每当你准备在这些方面自行做出决定

（尤其是重大决定）的时候，你都要明白你是在大冒险，不会实现想要的结果。

d.假如很多可信的人都说你正在做错事，只有你不这么看，你就要想想自己是不是看偏了。一定要客观！虽然也有可能你是对的，他们都错了，但你应该从吵架模式切换到“提问”模式，比比你和其他人的可信度，在必要时同意让某个你们都尊重的中立第三方来打破僵局。

e.冥想。我经常练习“超验冥想”，并相信这让我变得更加头脑开放，能从更高的层面看问题，镇定自若，富有创造力。冥想能让人看到慢节奏的画面，所以即使面对混乱，我也能保持平静，就像一场街头斗殴中的忍者一样。我不是说必须通过冥想才能形成这种思维，只是分享我和许多人的体验，并建议你认真考虑尝试冥想。

f.重视证据，并鼓励其他人也这么做。大多数人并不仔细观察现实，通过客观审视证据来得出结论。他们基于隐藏的潜意识做决定，然后筛选证据，使之符合自己的这些欲望。你可以通过训练来意识到这种潜意识过程的发生，并引导自己，或者让其他人帮助自己学习如何依据证据行动。在准备决策时问问自己：你能说出是哪些明确的事实（即可信的人不会质疑的事实）让你形成这种观点吗？如果你不能，你就很有可能不是在依据证据行动。

g.尽力帮助其他人也保持头脑开放。平静理性地表达观点有助于避免对方产生“战还是逃”的动物性（杏仁核）反应。你要理性，并期待其他人也理性。请他们指出支撑自身观点的证据。谨记，这不是争执，而是开放地探寻事实。如果你能证明你正在考虑对方的观点，这将是有好处的。

h.使用以证据为基础的决策工具。这些原则的目的是帮助你控制较低层次的动物性自我，让更理性的、较高层次的决策头脑处于主导地位。

假如你能让大脑较低层次的部分停止工作，将一个决策计算机连到大脑，由其提供以逻辑为基础的指示，就像我们用桥水的投资系统做的那样，你觉得如何？假设这个基于计算机的决策机器的决策质量比你的好得多，因为它拥有更强的逻辑能力，能更快地处理更多的信息，在决

策时不被情绪左右，你会这样做吗？为了应对职业生涯中的各种挑战，我已经打造了这样的工具，而且我相信，假如没有它们我绝不可能这么成功。我毫不怀疑，未来这样的“机器思考”工具将继续发展，而聪明的决策者将学会用它们来思考问题。我建议你了解这些工具并考虑使用它们。

i. 知道什么时候应当停止为自己的观点辩护，信任自己的决策程序。独立思考，努力为自己相信的观点辩护，都是很重要的，但总会有些时候，更明智的做法是停止为你的观点辩护，接受可信的其他人的观点。这会很难，但保持头脑开放，相信可信的其他人的共识比你的任何观点都更好，是一种更聪明的做法，最终对你也更好。假如你无法理解他们的观点，可能只不过是因为他们的思维方式恰好是你的盲点。如果所有的证据、所有可信者的观点都与你的观点相反，你还是按自己的意愿行动，你就是在危险地一意孤行。

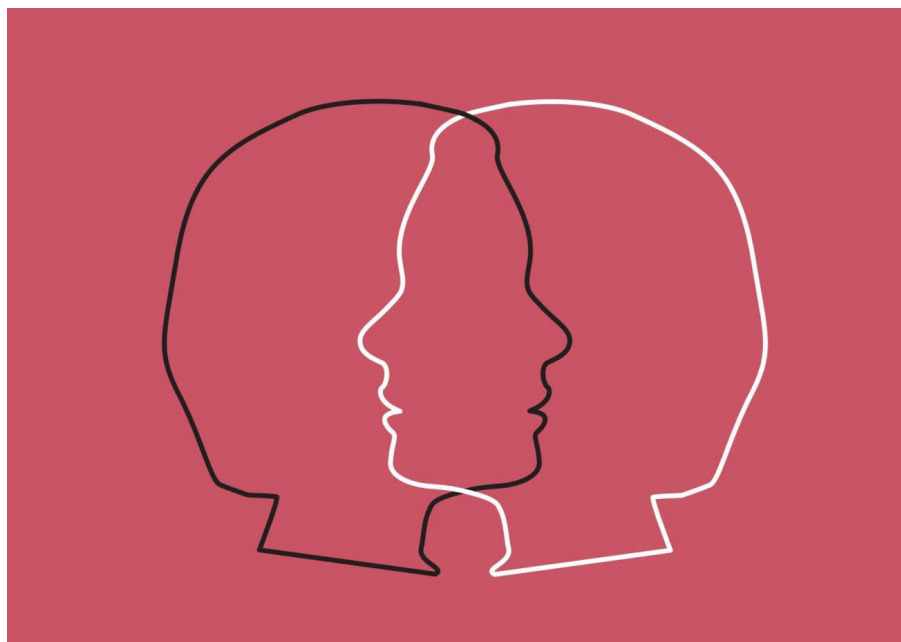
事实是，尽管大多数人能变得头脑极度开放，但有一些人不能。就算在不断误以为自己的决策正确，因而遭遇了很多痛苦之后，他们依然学不会。[\[4\]](#)学不会头脑极度开放的人就不会经历从蛹到蝶的蜕变，大大提高自己的能力。我自己的谦逊就是惨痛失败教给我的，尤其是1982年的人生低谷。变得头脑开放不一定意味着失去决断能力，事实上，因为这样做能降低人的犯错概率，所以应当能增强人的自信心。我自1982年大失败以来的经历就是这样的，因此我才能以更小的风险获得更多的成功。

成为真正头脑开放的人需要时间。和所有真正的学习一样，这也主要是一个养成习惯的问题，反复多次练习之后就会变得像本能一样，不这样做反而无法忍受。如前所述，这通常需要约18个月，与人的一生相比，这个时间不算长。

你准备好迎接挑战了吗

在我看来，人一生最重要的抉择只有一个：你愿意努力探寻真相吗？你是否深信，找出真相对你的幸福至关重要？你是否真诚地渴望弄明白自己或其他人有没有犯下阻碍你实现目标的错误？如果对上述问题你的回答都是“不”，那你肯定无法发挥自己的全部潜力。而如果你愿意

迎接挑战，成为一个头脑极度开放的人，那么第一步就是客观看待自身。在“理解人与人大不相同”中，你将有机会这么做。



[1] 大脑是一个内部连接高度紧密的器官，有很多不同的构造，负责产生我们的思想、感觉和行动。我在讲述这些情况时采用了一些通俗说法，如情绪性的“战还是逃”的反应只由杏仁核产生，尽管精确的神经解剖学更为复杂。我将在下一条更详细地说明这个问题。

[2] 一种方式是问对方这样的问题：“你更愿意我坦率表达想法和问题，还是把它们埋在心里？”“我们是要尽力说服对方自己是对的，还是开通地聆听彼此的观点，以尝试发现事实，并决定如何行动？”“你是在和我争论还是在寻求理解我的观点？”

[3] “杏仁核绑架”这个术语是心理学家兼科学媒体人丹尼尔·戈尔曼在《情商》一书中首次提出的。

[4] 一些这种情况可能是“邓宁-克鲁格效应”造成的，这是一种认知偏差，显示为能力低的人误以为自己更强。

理解人与人大不相同

因为不同人的大脑构造不同，所以我们体验现实的方式千差万别，而任何人的单一体验本质上都是存在扭曲的。我们应该承认和认真对待这一点。所以，如果你想知道事实以及怎么做的话，你必须理解自己的大脑。

基于这一认识，我和许多心理学家、精神病学家、神经科学家、人格测试专家以及该领域其他可信的人交谈，并看了很多书。我发现，尽管对所有人来说都很明显的是，在常识、创造性、记忆力、综合分析能力、关注细节能力等方面，人和人天生就有擅长与不擅长的差别，但连大多数科学家也不大愿意客观研究这些差别。尽管如此，这一研究依然很有必要，所以我几十年来一直在探索。

结果我学到了很多对自己有帮助的东西，我想这些东西也能帮到你。事实上，我学到的关于人类大脑的知识对我的成功帮助很大，与我对经济和投资的理解带来的帮助一样大。在本条中，我将分享一些我了解的奇妙之处。

我为什么开始研究神经科学

当我从商学院毕业两年后创立桥水时，我第一次进行人事管理。一开始我觉得只要聘用聪明的人就行了，例如顶级大学的顶级学生，他们肯定能胜任，但结果常常不能如我所愿。读书厉害的人通常不等于我需要的聪明人。

我想招聘的人是独立的思考者，有创造力，概念性强，常识性强。但我难以找到这样的人，就算找到了，我也惊奇地发现，他们的思维方式似乎大相径庭，就像大家说不同的语言一样。例如，“理念型”、不注意细节的人说一种语言，精确较真的人说的是另一种。当时我们把这归结为“沟通问题”，但这种差别有更深层的根源。而且这些差别让我们都

很不适应，尤其是在我们试图一起追求伟大目标的时候。

我记得很多年前有一项雄心勃勃的研究计划，试图对债券市场形成系统化的全球性理解。鲍勃·普林斯负责这件事，尽管我们在理念上都明白要做什么，该计划就是无法推进，实现预定结果。我们曾和鲍勃的团队开会，明确目标与实现途径，但在具体落实方面，他们毫无进展。问题在于，理念型的人大略地设想出要做什么，并希望细节型的人自己找到办法，当后者找不到办法时，前者就觉得后者毫无想象力，而后者觉得前者自己都没搞清楚。更糟糕的是，双方都不自知，都觉得对方和自己的思维方式是一样的。简言之，两方相争，我们陷入僵局，而所有人都觉得是别人的错，觉得对方盲目、顽固，或者只是愚蠢。

这些会议让所有人都感到痛苦。因为大家都不晓得自己的长处和短板，各说各话，毫无条理。我们讨论这个团队不能完成任务的原因，最终发现，鲍勃给团队各个角色挑选的人跟他自己的长处、短板相似。尽管我们付出坦诚、开放的努力弄清了问题所在，这是一大进步，但是我们没有将此事记录下来，将其系统化地转化为合理的改革举措，所以后来还是同样的人一遍遍地犯同样的错误。

我们的思维方式和情绪反应不同，而且我们没有解决这个问题的方法，这大大降低了我们的效率，这不是很明显吗？我们应该怎么做，对此放任不管吗？

我相信你肯定跟人起过争执：人们观点不同，无法达成一致。意图良好的人也变得愤怒和情绪化，这令人沮丧，而且经常上升为人身攻击。大多数企业的解决方式是压制公开讨论，让最有权威的人发号施令。我不想看到桥水成为这样的企业。我知道，我们需要找到导致工作效率低下的更深层的原因，将原因摆到桌面上来分析。

桥水目前有约1 500名员工，他们各司其职：分析全球市场，研发科技，为客户服务，管理医保及其他员工福利，提供法律意见，管理IT等设施，等等。这些工作都需要不同类型的人合作，萃取最好的主意，摒弃最差的主意。把不同的人组织起来，更好地发挥其长处，弥补其短板，就像指挥交响乐团一样，做得好就很漂亮，做得不好就很糟糕。

尽管早在关注思维问题之前，我就听过“了解自身”“做真实的自我”等基本信条，但在发现这些关于人类思维差异的知识之前，我一直都

不知道怎么了解自我，了解后应该怎么做。我们对自身的认识越多，就越明白我们能改变什么和怎么改变，以及我们不能改变什么和在不能改变的情况下能做什么。所以不管你要做什么，不管你是一个人做、在组织里做还是作为主导者做，你都需要理解你和其他人的思维方式。

4.1 明白你与其他人的思维方式能带来的力量

我在本书第一部分提到过，我第一次对人类思维方式不同有突破性认识，是在我的孩子们还小的时候，我让苏·昆兰博士给他们做测试。我觉得结果很不错，因为她不仅印证了我对他们思维方式的观察，而且预测了他们未来会怎么发展。例如，我的一个孩子算术学不好，但测试显示他的数学推理能力很好，所以她告诉他，如果他能撑过小学所要求的枯燥的机械记忆，他就会喜欢后面将学到的更高级的数学概念了，后来的确如此。这些发现让我看到了各种新的可能性。多年后，当我想了解员工和同事不同的思维方式时，我还会寻求她以及其他专家的帮助。

最初，专家们给我的意见有好的也有不好的。很多专家似乎更愿意让别人感觉良好（或者别让他们感觉不好），而不是探寻事实。更令我吃惊的是，我发现大多数心理学家不怎么懂神经科学，大多数神经科学家也不怎么懂心理学，而且双方都不愿把人类大脑的生理差异与人类才能和行为的差异联系起来。但最终我找到了鲍勃·艾兴格博士，他让我发现了心理测试领域。利用MBTI等测试，我们对不同人的思维方式逐渐有了更为清晰、更以数据为基础的理解。

我们的分歧不是沟通不良造成的，相反，我们不同的思维方式导致了沟通不良。

在与专家交谈和自己观察的过程中，我认识到，我们的很多心理差异都是生理性的。就像我们的身体特征（高和矮、强壮和瘦弱）限制我们的肢体能力一样，我们的大脑也存在固有差异，决定我们的心理能力。和肢体一样，我们大脑的一些区域不会因外部因素而发生物质性变化（就像你在锻炼时全身骨骼不会发生变化一样），而其他区域可以通过练习来强化（我将在稍后再谈大脑的可塑性）。

我儿子保罗与双相障碍搏斗三年的经历，让我明白了这一点。尽管他的行为很可怕，很令人沮丧，但我开始意识到，原因在于他大脑分泌的化学物质（具体而言，大脑间歇性地分泌羟色胺和多巴胺）。在我和

他共度这段可怕的历程期间，我感到了愤怒和受挫，因为我试图和他讲道理，而他的思维不正常。我不得不时刻提醒自己，没有理由发怒，因为他扭曲的逻辑是生理状况造成的，而且我亲眼看到，基于这一认识而治疗的医生如何使他恢复理智和清醒。这段经历不仅让我学到很多关于大脑构造的知识，而且让我明白为什么有创造力的天才往往和疯子只有一步之遥。许多很有创造力的人都曾患有双相障碍，包括欧内斯特·海明威、贝多芬、柴可夫斯基、文森特·凡·高、杰克逊·波洛克、弗吉尼亚·伍尔夫、温斯顿·丘吉尔，以及心理学家凯·雷德菲尔德·杰米森（她在《躁郁之心》里坦率地描写了自己患双相障碍的经历）。我了解到，因为大脑这部“机器”运转方式不同，所以人有千差万别，而且近1/5的美国人患有某种临床意义上的精神疾病。

一旦我明白问题是生理因素，我看许多事情就更清晰了。我过去经常对别人的决策感到愤怒和沮丧，但我逐渐明白，他们并不是有意识地采取这种看起来低效率的做法，只不过是依据自己看到的情况来做事，而那是由他们大脑的运行方式决定的。我还意识到，不光我觉得他们离谱，他们也觉得我离谱。唯一理性的相处方式是相互理解，从更高的层面看待我们自身，以便客观地理解事物。这么做不仅使我们的分歧变得不那么令人沮丧，还最大限度地发挥了各自的效率。

每个人都像由很多特征搭成的积木，每一块积木反映其大脑一个特定区域的运行方式。每个人的特性都是这些“积木”共同决定的。如果你了解了人的特性，你就可以很好地预期他们的行为。

a.我们拥有各种天生特征，既可能帮助自己也可能伤害自己，取决于如何应用。大多数特征都是“双刃剑”，可能带来好处和害处。特征越极端，它可能带来的好处或害处就越极端。例如，一个有高度创造性和目标导向性的人擅长设想新主意，但可能会低估日常生活细节的价值，而后者也很重要。他也许过度投入地追求长期目标，因而鄙视那些关注日常生活细节的人。类似地，一个任务导向的人善于处理细节，但可能会低估创造性的价值，甚至可能会为了效率而压制创造性。这两个人也许能组成一个好团队，但也有可能难以充分利用各自的优势，因为不同的思维方式让他们难以看到对方思维的价值。

如果你不了解人（包括你自己）的特性就对他们抱有期待，你肯定会遇到麻烦。我在这方面有惨痛经历：我曾多年与别人进行令人沮丧的

沟通，期待别人完成他们根本无法完成的任务。我相信我也令对方很痛苦。我逐渐意识到，我需要系统化地捕捉和记录大家的差异，以便我们在桥水分配任务时主动考虑这些差异。

这带来了我最有价值的管理工具之一——本书第一部分提到过的棒球卡。就像棒球卡记录球手相关信息、帮助球迷了解其长处和短处一样，我决定也要给桥水的所有人员编制棒球卡。

在设计桥水棒球卡的人员特征时，我结合了三个方面：我们已经在用来描述人的形容词，如“概念性强”“可靠”“有创造性”“坚定”；人的行为，如“让其他人负起责任”和“坚持贯彻落实”；个性测试使用的术语，如“外向型”“判断型”。卡片做好后，我设计了一套程序：大家彼此打分，在某一项目（如“最具创造力”）上得分最高的人，在该项上给其他人的打分权重更高。在特定领域有可证明的成就记录的人会被视为在该领域更为可信，从而得到更高的决策权重。在用棒球卡记录了每个人的特征后，从未与他们共事过的人，就可以合理预期他们的行为。如果人发生了变化，他们的各项评分也会调整，而如果他们保持不变，我就可以更确信自己的预期。

当然，当我引入这一工具时，人们由于多种原因而感到怀疑或害怕。一些人担心卡上的描述不准确；一些人对自身弱点的公开感到不舒服，或者担心自己将被僵化对待，发展空间受限；一些人觉得这太复杂了，实行起来不现实。想想看，如果你被要求给所有同事硬打分，评价他们的创造力、决心或可靠性，你会是什么感觉。多数人一开始对此望而生畏。

但我依然明白，我们需要极度开放地记录和考虑大家的特性，如果我们理性地推动这个程序，事态的发展最终就会消除大家的顾虑。今天，几乎每个桥水职员都觉得棒球卡不可或缺，我们还设计了一整套其他工具来支持我们理解人们的特性和在各领域的可信度。我将在“工作原则”部分进一步介绍这些工具。

我在前文提到过，我们独特的运营方式和积累的庞大数据库，让我们得到了一些世界级的组织心理学家和研究者的关注。哈佛大学的鲍勃·基根、沃顿商学院的亚当·格兰特、弗吉尼亚大学的艾德·赫斯都对我们有很多描述，我也从他们那里学到很多。令我意想不到的是，我们的试错发现程序，让我们在“组织内部的个人发展”这个学术领域成为尖端的研究

研究对象。基根在他《人人参与的文化》一书中写道：“从每次一对一会谈中探求真相的个人体验到融入科技元素的讨论程序……从问题管理和棒球卡到全公司范围内的每日进度汇报与案例研究，桥水建立了一个支持个人发展的生态系统。这个系统帮助桥水的所有人直面事实真相，知晓彼此的个性。”

我们的发现之旅恰好与一个神经科学研究异常繁荣的时代同时发生。随着脑显像技术的突飞猛进，“大数据”搜集与处理能力的快速提升，神经科学领域的进步大大加快。我相信，像所有即将实现大突破的科学领域一样，人类在这个领域的知识将迅速升级换代。无论如何，理解大脑这部“思维机器”的运行方式，始终是极为美妙和有益的。

以下是我已经学习到的一些知识：

人脑的复杂程度超出我们的想象。据估计人脑中有890亿个小“计算机”（称为神经元），由数万亿根“电线”（称为神经突和化学性突触）连接在一起。如戴维·伊格尔曼在他的杰作《隐藏的自我》中描述的：

人脑由数以千亿计的称为神经元和神经胶质的细胞组成。每个细胞都复杂得像一座城市……这些细胞（神经元）由一个极其复杂的网络连接在一起，用人类的语言根本无法形容，再新的数学理论也无法解释。通常每个神经元与周围的神经元之间有约1万个连接。而神经元有几百亿个，这就意味着，1立方厘米的脑组织里的连接的数量，就和银河系的恒星一样多。

新生儿的大脑里就包含了数亿年生物进化累积的成果。例如，如弗吉尼亚大学的研究者所说，虽然很多人对蛇有本能的恐惧，但没有人对花朵有本能的恐惧。新生儿的大脑就知道蛇是危险的，花朵不危险。这是有原因的。

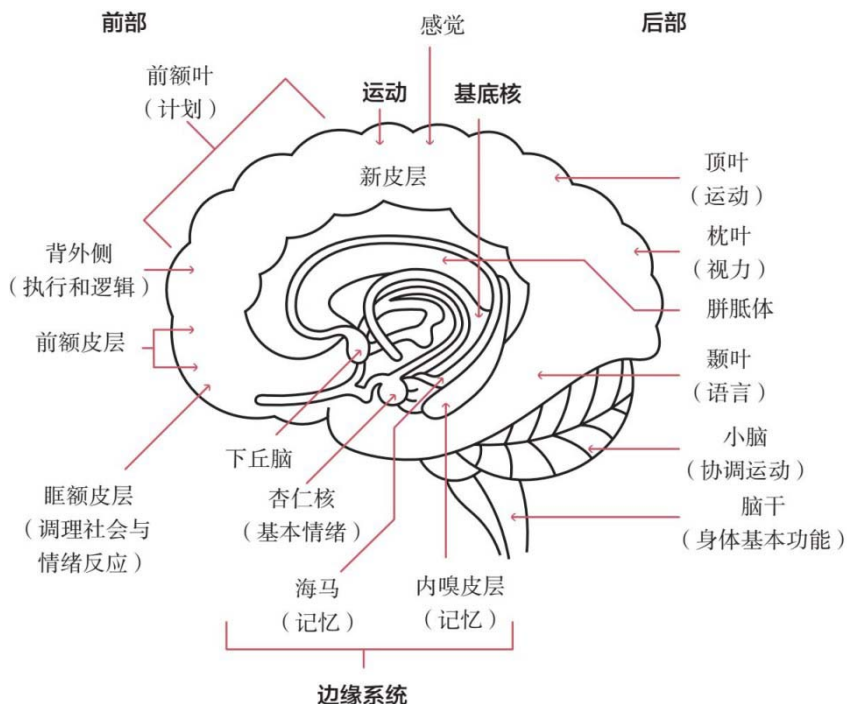
所有哺乳动物、鱼类、鸟类、两栖动物、爬行动物的脑都拥有同一套伟大的构造，是在近3亿年前形成的，且一直在进化。就像虽然汽车演变出了小轿车、运动型多用途汽车（SUV）、赛车等不同类型，但有许多共同的基本零件一样，所有脊椎动物的脑也都有一些类似的区域，执行类似的功能，只不过每个物种的脑又进化得很适应各自的

需求。例如，鸟类拥有很发达的枕叶，因为它们需要从高空定位猎物（和捕食者）。我们人类自视为最高级的物种，这是因为我们过度强调了自身优势的重要性，而其他物种若强调各自的优势，也可以这么说，例如鸟类拥有飞行、视力优势和本能的地球磁场导航，大多数哺乳动物拥有嗅觉优势，还有一些动物似乎拥有异常强烈的性交快感。

这一“所有脊椎动物共有的脑”的进化是自下而上进行的，也就是说，较低的区域是进化意义上最古老的，顶层区域是最新的。脑干控制着维系各种生物生命的潜意识过程，包括心跳、呼吸、神经系统，以及应激程度和机敏程度。脑干上面的小脑负责让肌肉对感觉做出反应，从而控制肢体的运动。再上面是大脑，包括基底核（控制习惯）、边缘系统的其他部分（控制情绪反应和一些动作）、大脑皮层（产生记忆、思想和意识）。大脑皮层最新和最发达的部分，即看起来像一堆肠子的脑灰质褶皱，称为新皮层，人的学习、计划、想象等更高级的思想就从这里产生。正是因为有新皮层，所以人类的脑灰质比例显著高于其他物种。

4.2 有意义的工作和有意义的人际关系不仅是我们做出的美好选择，而且是我们天生的生理需求

神经科学家、心理学家和进化学家一致认为，人脑的构造先天地使人需要并享受社会合作。大脑对此有需求，如果我们拥有这些话，大脑会发育得更好。从社会合作中获得的有意义的人际关系使我们更快乐、更健康、更有创造力，社会合作也是有效工作所必需的。这是人类的决定性特征之一。[\[1\]](#)



列纳德·蒙洛迪诺在他的杰作《潜意识》中写道：“我们通常以为人（区别于其他物种）的首要特征是智商，但真正的首要特征是社会智商。”他指出，人类拥有独特的能力，可以理解其他人的特性及其可能的行为方式。人脑天生就能发展这种能力，例如大多数四岁儿童能够读懂其他人的心理状态。人类这个物种能取得这么多的成就，这种理解和合作能力是首要因素。蒙洛迪诺写道：“例如，制造一辆汽车需要成千上万人参与，他们有不同的技能，处在不同的地方，执行不同的工作任务。铁等金属必须被开采和加工；玻璃、橡胶和塑料必须从大量化学原料里被制造出来并加工成型；电池、散热器和无数其他零件必须被生产出来；电子系统和机械系统必须被设计出来；来自天涯海角的这些东西必须被汇聚到一家工厂里，汽车才能被组装出来。今天，即使是你清晨开车上班时喝的咖啡、吃的面包圈，也是世界各地的人工作的成果。”

普利策奖得主爱德华·威尔逊在《人类存在的意义》一书中猜测，距今200万——100万年前，类人猿向现代智人进化期间，人类祖先的大脑就进化出了支持合作的功能，以支持狩猎等活动。这使人类祖先前额皮层里的记忆与思考中心变得比其他灵长类动物的更发达。随着群体变得比个体更强大，大脑不断进化出管理更大群体的能力，群体之间的竞争

就变得比个体之间的竞争更重要，同时拥有更多合作性个体的群体发展得更好。这一进化使得利他意识、伦理观、良知和尊严意识发展起来。威尔逊解释说，人类永远处在塑造人类的两极力量之间：“一极是激发罪恶的个体选择，另一极是激发美德的群体选择。”

在任何组织里，个人利益与集体利益这两种力量哪一种胜出，取决于该组织的文化，文化又取决于塑造文化的人。但很明显，集体利益不仅对组织是最好的，对组织里的每个人也是最好的。我将在“工作原则”部分阐述，一起合作把蛋糕做大的回报大于追求个人利益的回报，这不仅体现于每个人得到的蛋糕的多少，还体现于人类天生追求的让我们更快乐、更健康的精神回报。

了解了人脑迄今为止的进化史之后，我们也许可以通过历史推测未来，设想未来的人脑进化。显然，人脑的进化史是从本能、关注自身发展为更抽象、更关注普遍的事物。例如，我在前文描述的人脑进化，已经使我们拥有了从更高的整体层面看待自我和所处环境的能力（有些人的这种能力更强），甚至使一些人具备了更看重所在集体而非自我的能力。

在设想人类思维未来会如何发展时，考虑一下人类自身可能如何改变大脑的运行方式，也是很有意思的。显然人类已经在利用医药和科技来这么做了。基于基因工程的进步，我们可以合理地预测，在未来，基因工程专家将能搭配组合不同物种的大脑特征，实现各种目的。例如，假如你想拥有极佳的视力，基因工程专家也许能影响人脑的发育，使之生长出更类似于鸟类的视叶。但因为这样的事情还比较遥远，所以我们还是回到现实的问题：所有这些对人脑的认识将如何帮助我们更好地对待自身和彼此？

4.3 理解大脑里的主要斗争，以及如何控制这些斗争，以实现“你”的愿望

以下几节探讨大脑如何以多种方式争夺对“你”的控制。我将提到大脑的一些具体区域，神经生理学家认为它们负责特定类型的思考和情绪，不过真正的生理学要比这复杂得多，而且科学家也才刚刚开始理解这个问题。

a. 要明白，意识与潜意识在不断斗争。前文中我介绍了“两个

你”的概念，并解释了较高层次的你可以俯视较低层次的你，以确保后者不破坏前者的愿望。尽管我经常在自己和其他人身上看到“两个你”在斗争，但直到我了解了它们为何存在之后，我才真正理解了它们。

和动物一样，我们决策的很多驱动因素都是潜在地发生的。人类做出很多关于如何行动的决定，但动物并不会“决定”飞行、捕食、睡眠与争斗，而只是遵循来自其大脑潜意识区域的指示。我们大脑里的潜意识区域也会向我们发出同样类型的指示，这种指示有时有合理的进化意义上的理由，有时也会损害我们。潜意识里的恐惧和欲望通过爱、恐惧、灵感等情绪，让我们产生各种意图和行为。这是生理性的。例如，爱意就是脑下垂体分泌的各种化学物质（如催产素）产生的。

尽管我一直认为符合逻辑的讨论是找到事实真相的最佳途径，但在学到了这些关于大脑的新知识后，我开始明白我们大脑很多区域的行为并不符合逻辑。例如我了解到，当人们提到自己的“情绪”（比如说“我觉得你对待我不公正”）时，他们通常指的是源自大脑情绪性、潜意识区域的信号。我还明白了，尽管我们大脑的一些潜意识区域具有危险的动物性，但另一些潜意识区域比意识区域更聪明，反应更快。我们的灵感大爆发往往就是从潜意识区域“喷出”的。我们经历这些创造性突破的时刻，通常是在放松、不试图与它们所在的大脑区域（通常是新皮层）沟通的时候。当你说“我刚刚想到了什么事”时，你就是注意到了你的潜意识正在告诉意识一些东西。加以训练，开启这个通信流是可能的。

许多人只看到意识而不知道将其与潜意识连接的好处。他们认为，想出更多东西的方式是不断往意识里塞东西，让它更勤奋地工作，但这样做往往适得其反。尽管看起来有些违反直觉，但清理你的头脑可能是取得进展的最佳途径。

知道了这一点，我现在明白了，为什么我通常在放松（如淋浴）时产生创意，以及冥想如何有助于打通这种联系。因为这是生理性的，所以我真的能感觉到，创造性的想法在从其他地方流入我的意识。弄明白这回事，感觉真是太好了。

但也要谨慎行事：我已经养成习惯，当我的潜意识给我想法和提示时，我不是马上按照其行动，而是先用我的理性意识去分析它们。我发现，这么做除了能帮助我分清哪些想法是有效的，我为什么会对这些想法产生特定的反应，还能让我的意识与潜意识之间的通信变得更多。把

这一过程产生的结果写下来是有帮助的。事实上，我这本《原则》就是这么写出来的。

本条想要告诉你的最重要的东西是什么？注意你的潜意识：为什么说它既可能伤害你也能帮助你？如何清醒地思考潜意识产生的东西？也许在其他人的帮助下，通过这么做，你会变得更快乐、更高效。

b.要知道最常发生的斗争是情绪和思考的斗争。情绪和理性思考之间的斗争是最大的斗争。情绪主要是由潜意识性的杏仁核控制的，而理性思考主要是由意识性的前额皮层控制的。如果你能理解这些斗争是如何发生的，你就能理解为什么说把你潜意识产生的东西和意识产生的东西相调和是非常重要的。

可恶的杏仁核是一个小小的杏仁状构造，深深地隐藏在大脑底部，是大脑最强有力的区域之一。尽管你感觉不到它，但它控制着你的行为。它如何运行？当什么东西（可以是某种声音、某个场景，或者仅仅是某种直觉）让我们不快时，杏仁核就向身体发出准备战或逃的信号：心跳加速、血压升高、呼吸加快。在与人争论时，你经常可以注意到一种类似于恐惧时的生理反应（例如心跳加速、肌肉绷紧）。你的意识（源自前额皮层）在感受到这些信号后可以拒绝执行。这些“杏仁核绑架”现象通常来得快、去得也快，只有极少数例外，如因经历某个或一系列可怕事件而出现创伤后应激障碍的人。知道了“杏仁核绑架”是怎么回事，你就会懂得，如果你放任自己做出本能反应的话，你就很可能会反应过度。你也可以安慰自己，因为你已经知道，你经历的任何精神痛苦不久后都会自动消失。

c.调和你的情绪和思考。对大多数人而言，生活就是大脑这两个部分永无止境的斗争。杏仁核产生的反应是一阵爆发然后平息，而前额皮层产生的反应更为稳定和持久。有的人能引导个人进化，实现自己的目标，有的人则不能，他们之间最大的区别是，前者经常思考是什么导致了自己出现“杏仁核绑架”。

d.善择你的习惯。在你脑子的各种工具里，习惯也许是最强有力的一个。习惯是由大脑底部的基底核驱动的，那是一块高尔夫球大小的组织。基底核控制着你的行为，但它藏得很深，本能地运行，所以你意识不到它。

只要频繁反复练习，你几乎可以养成任何习惯，产生自控力。好习惯让你实现“较高层次的自我”的愿望，而坏习惯是由“较低层次的我”控制的，阻碍前者的实现。如果你明白大脑的这一部分是如何工作的，你就能养成一系列更好的习惯。例如你可以养成一种习惯，让你觉得“必须”去健身房锻炼。

练出这种能力需要一些努力。第一步是认识到习惯是怎么产生的。习惯本质上是惯性，一种继续把你一直做的事情做下去（或者继续不你做你一直不做的事情）的强烈倾向。研究显示，如果你能坚持某种行为约18个月，你就会形成一种几乎要永远做下去的强烈倾向。

在很长时间里，我没有意识到习惯对行为的控制有多强。我在桥水看到过这种情况：有的人在抽象意义上赞同我们的原则但难以践行。我还观察到，我的一些朋友和亲人想实现一些对他们有利的目标，行为上却总是另一回事。

后来我读了查尔斯·都希格的畅销书《习惯的力量》，让我眼前一亮。我在此处的介绍有限，假如你很感兴趣的话，我建议你也读一下。都希格的核心观点是，分三步走的“习惯回路”能起到重要作用。第一步是信号，用都希格的话说，“用信号来告诉你的大脑进入自动运行模式，以及使用哪种习惯”。第二步是形成常规，“可以是肢体性、心理性或情感性的常规”。第三步是奖励，这能帮助你的大脑发现这个特定的回路是不是“值得记下来以备后用”。反复练习可以加强这个回路，直到逐渐变成自动反应。在驯兽师所说的“操作性条件反射”（一种使用正向强化法的训练方式）中，成功的关键就是形成这种期待和渴望。例如，驯狗者用声音（通常使用发声器）来强化狗的行为。每次发出这种声音，他们就给狗一个它想要的奖励（通常是食物），直到最终狗只要听到这种声音，就会表演驯狗者希望的行为。都希格说，对人类而言，奖励几乎可以是任何东西，“从能够带来生理愉悦的食物或药物到精神性的回报，如赞扬或自我庆祝带来的自豪感”。

习惯能让你的大脑进入“自动驾驶模式”。用神经科学术语说，就是你让基底核从大脑皮层那里接管控制权，这样你想都不用想就能执行。

读都希格的书让我知道，如果真的想改变，你最好是决定养成哪些习惯，戒掉哪些习惯，然后执行。为了帮助你，我建议你写下自己最大的三个坏习惯。现在就写。然后从中选一个，下决心戒掉。你能做到

吗？这将带来很大的改变。如果你能把三个坏习惯都戒掉，你的人生轨迹将大大改善。你也可以决定要养成哪些习惯，然后执行。

我养成的最有价值的习惯是利用痛苦来激发高质量的思考。如果你也能养成这种习惯，你将明白是什么造成了你的痛苦，你该如何对待痛苦，而这将大大提高你的效率。

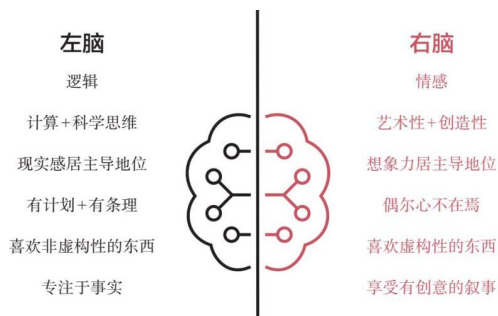
e.坚持友善地训练“较低层次的你”，以养成好的习惯。我过去一直以为，较高层次自我需要和较低层次自我斗争，夺取控制权，但我逐渐明白，更有效的做法是训练潜意识的、情绪性的自我，就像教育儿童听话一样。你需要坚持慈爱友善地训练它，以让自己养成好习惯。

f.理解右脑思维和左脑思维的差别。你的大脑分为负责意识的上层和负责潜意识的下层，同时还分为左、右半球。[\[2\]](#)你也许听说过有的人是左脑思维者，有的人是右脑思维者。这不只是一种说法：加州理工学院教授罗杰·斯佩里因这个发现而获得诺贝尔医学奖。简单来说：

1.左脑按顺序推理，分析细节，并擅长线性分析。“左脑型”或“线性”思考者分析能力强，通常被形容为“明智”。

2.右脑思考不同类别，识别主题，综合大局。富有“街头智慧”的“右脑型”或“发散”思维者，通常被形容为“机灵”。

下图概括了“右脑”和“左脑”思维类型的特征。



大多数人通常从一边大脑得到更多指令，并难以理解和他们不同的人。我们的经验显示，左脑思维者倾向于觉得右脑思维者“古怪”“玄虚”，而右脑思维者倾向于觉得左脑思维者“死板”“狭隘”。我发现，如果

人们知道自己和其他人的倾向，并认识到两种思维方式都可贵，并相应地分配工作，就会产生很好的结果。

g.理解大脑可以改变的程度。这让我们面临一个重要问题：我们能改变吗？[\[3\]](#)我们都可以学到新知识、新技能，那么我们也能学着改变思维倾向吗？答案是：完全可以。

大脑可塑性是指大脑的“软线路”可以在多大程度上改变。科学家曾在很长时间内认为，在经历一段童年的关键发育期后，人脑的大多数神经连接都会固定化，很难改变。但近年来的研究显示，从身体锻炼到学习冥想，很多种练习都能给人脑带来物理性和生理性变化，从而影响人的思维与记忆能力。威斯康星大学的研究人员对一些练习了1万多个小时冥想的佛教僧侣进行研究，发现他们大脑里的伽马波显著多于常人，而伽马波与认知和解决问题的能力有关。[\[4\]](#)

这并不意味着大脑具有无限的灵活性。如果你有某种思维偏好，你也许能训练自己换一种思维方式，并发现经过练习，难度会降低，但是你彻底改变潜在偏好的可能性很小。同样，你也许能训练自己的创造力，但如果你天生创造力不强，你在这方面就可能存在天花板。现实就是这样，所以我们应当接受现实，并学习如何应对现实。我们可以利用一些应对技巧，例如，经常忘记时间的有创造力、缺乏条理的人，可以养成使用警钟的习惯；不善于某种思维方式的人，可以训练自己依靠更擅长者的思维方式。改变的最好方法是做心理练习。和体育锻炼一样，这也会痛苦，但如果你利用前文提到的“习惯回路”，给练习以回报，“重装”你的大脑，让它喜欢上学习和有益的改变，痛苦就会消失。

记住，大脑的一些区域会本能地坚信自我完美的幻觉，而接受你的弱点与这种本能相违背。你需要勤加练习才能降低这种本能的防御反应，同时你需要待在能促进开放思维的环境里。

你将在“工作原则”部分看到，我发明了不少工具和技巧来帮助人和机构克服这种抵制反应。我发现通常最有效的方式不是期盼自己或其他人改变，而是承认自己的弱点，然后用明确的预防机制来避免弱点导致错误。这通常能加快成功的速度，提高成功的概率。

4.4 认识自己和他人的特性

因为人天生就有思维偏向，所以自我评估（以及对其他人的评估）通常会很不准确。心理测试要可靠得多。在从招聘到员工离职的整个过程中，心理测试都能起到很大帮助，把人的思维方式弄明白。传统招聘方式是面试与考察应聘者的背景和履历，尽管心理测试无法完全取代传统方式，但它的效能要强大得多。假如只能二选一的话，我会选择用心理测试招聘。幸运的是，我们不必二选一。

我们主要使用4种测试：MBTI、职场人格量表、团队倾向简表、分层系统理论。[\[5\]](#)但我们仍在不断试验（如“大五类人格”），所以测试组合也肯定会变化。无论是什么组合，这些测试都能反映职员的思维与行为偏好，同时向我们提供新的人格特征和术语，有助于把我们已经识别的特征与术语清晰化和扩展化。我在下文将叙述其中的一些。这些叙述基于我自己的经验和学习，在很多方面与心理测试机构使用的正式说法不同。[\[6\]](#)

a.内向与外向。内向者聚焦于内心世界，从思想、记忆和经验中汲取能量；外向者聚焦于外部，从与人相处中汲取能量。内向者与外向者的沟通方式也存在差异。如果你的某位朋友喜欢把想法“说个明白”（甚至在无人交流的情况下难以思考问题），他就可能是个外向者。内向者通常觉得这样的谈话很痛苦，更喜欢独立思考，想明白了才和别人交流。我发现，让他们以各自舒适的方式沟通很重要。例如，相比在群体中发言，内向者通常更喜欢书面沟通（如电子邮件），并倾向于不公开自己的批评性想法。

b.直觉与感知。一些人看到全局（森林），另一些人看到细节（树木）。在MBTI框架中，最能反映这两种方式的是从直觉到感知的序列。观察人的关注点可以发现他们的偏好。例如，在看书时，关注细节的感知者在看到像把their（他们的）写成there（那里）的错误时会很不舒服，但直觉者往往注意不到这种错误，这是因为他们关注全局，不重视细节。当然，要起草一份毫无拼写瑕疵的法律文件的话，最好是让感知者而不是直觉者来做。

c.思考与感觉。一些人的决策方式是：理性分析客观事实，考虑所有与具体情况相关的已知、可证明因素，富有逻辑性地决定如何行动。这是偏好思考者的特征，你会希望诊断你的医生是一个这样的人。偏好感觉者关注人与人之间的和谐，他们最好从事一些需要很多同理

心、人际沟通、关系构建的工作，例如人力资源管理和客户服务。在桥水，在我们通过心理测试识别这些差异之前，两种人之间的对话是很令人沮丧的。而现在，当这些差异呈现出来时，我们一笑而过，因为我们了解这些差异，并明白这样的事很正常。

d.计划与发觉。一些人喜欢以井然有序的方式生活，另一些人更喜欢灵活、随性。[\[7\]](#)计划者（MBTI框架里的“判断者”）喜欢专注于计划并遵行，而发觉者喜欢关注周围发生的情况并适应。发觉者的工作方式是从外到内。他们观察情况，然后往前分析原因，寻找应对办法。他们还会看到可以对比、选择的多种可能性，经常因看到太多可能性而无所适从。而计划者的工作方式是从内到外，先想清楚目标，再想怎么做。计划者和发觉者往往难以相互理解。发觉者经常看到新情况就改变方向，而计划者会对此感到不舒服，他们决策时非常重视先例，并认为以前怎么做，现在就该怎么做。计划者也会让发觉者感到不舒服，觉得他们僵化，不善随机应变。

e.创造者、推进者、改进者、贯彻者与变通者。识别了不同人的禀赋和思维偏好，你安排工作时就能让他们各展所长。在桥水，我们使用一种称为“团队倾向简表”的测试来合理安排工作。“团队倾向简表”识别的5种类型是创造者、推进者、改进者、贯彻者和变通者。

- 创造者提出新想法、新概念。他们喜欢非结构化、抽象的活动，喜欢创新和不走寻常路。
- 推进者传递这些新想法并推进。他们喜欢感觉和人际关系，管理各种人的因素。他们非常善于激发工作热情。
- 改进者挑战想法。他们分析计划以寻找缺陷，然后以很客观、符合逻辑的方式改进计划。他们喜欢事实和理论，以系统性的方式工作。
- 贯彻者也可以叫作执行者。他们确保重要的工作得到执行，目标被实现。他们关注细节和结果。
- 变通者是以上4种类型的结合。他们能根据特定需求调整自身，并能从各种各样的视角看待问题。

我把每次测试的结果同我心里对别人的印象做对比，有时我的印象

被强化，有时我产生疑问。例如，当有人的MBTI测试结果显示为S（关注细节）和J（计划者），而“团队倾向简表”的测试结果是贯彻者时，他们就很有可能比右脑思维者和有想象力的人更关注细节，这意味着他们会更适合结构更明确、更清晰、更少模糊性的工作。

f. 关注任务与关注目标。一些人关注日常任务，另一些人关注目标及其实现途径。我发现这两者之间的差异与直觉型和感知型之间的差异很像。关注目标、“设想”能力最强的人能看到逐渐变化的大局，也更有可能是做出有意义的改变，预估未来的事件。这些目标导向的人能从日常任务中跳出来，思考未来做什么、怎么做。他们最适合创造新东西（新组织、新计划等），管理频繁变化的组织。因为视野宽阔、通观全局，所以他们通常会成为最能勾画未来蓝图的领导者。

而关注日常任务的人更善于管理没什么变化、按部就班的事务。任务导向的人倾向于参照已经存在的东西，做出渐进的改变。他们不会快速地偏离现状，在突发情况面前更可能措手不及。另一方面，他们通常非常可靠。尽管看起来他们的关注点比宏观思考者狭隘，但他们的角色同样重要。假如我不与善于处理细节的人合作，我肯定出不了这本书，也实现不了任何有价值的东西。

g. 职场人格量表。我们使用的另一种心理测试是职场人格量表。它以美国劳工部的数据为基础，集中于一些关键特征或品质，如毅力、独立性、抗压能力、分析能力等，预测员工行为和工作适配性、满意度。这个测试帮助我们理解人们的价值观，以及如何权衡不同的价值观。例如，“成就导向”得分低、“关心他人”得分高的人可能不愿为了实现自己的目标而损害他人利益。而“遵循常规”得分低的人也许更有可能独立思考。

我们发现，可以用25—50种特征很好地描述一个人。每个特征的强度可以有高有低（像色调一样）。如果你知道了一个人的所有特征并合理地综合在一起，就能基本上绘出他的全貌。我们的目标就是利用测试结果及其他信息来实现这一点。我们更倾向于与被考察者合作，因为这样可以更准确，同时对对方来说，能客观看待自身也是很有帮助的。

不同特征经常可以组成可识别的类型。想想看，你也许能想到生活中反复遇到的多种类型的人：古怪而不切实际的“艺术家”、一丝不苟的“完美主义者”、决绝地追求目标的“赴汤蹈火者”、能凭空想出奇妙理

论的“理想家”。我还总结出了一些类型，包括“塑造者”“饶舌者”“调试者”“头脑开放的学习者”“推进者”“创造者”“牧猫者”“传播八卦者”“忠诚的行动者”“明智的法官”等。

需要说明的是，与通过测试得出的更丰满的描述相比，类型的用处较低。类型不精确，更像简单的漫画，但在组建团队时类型是有用的。每个人都比描述他的类型复杂，而且一个人可以符合多种类型。例如，一个“古怪的艺术家”也可能是一个“完美主义者”或“赴汤蹈火者”。我不会一个个描述，但要稍微详细地说说“塑造者”——最能代表我的类型。

h. 塑造者是能从构想一路走到构想实现的人。我在第一部分里就我认为“塑造者”的人写了很多。我所说的“塑造者”是指这样的人：能提出独特和有价值的愿景，并以美妙的方式实现愿景（通常是在他人的质疑之下）。塑造者既能看到全局，也能看到细节。在我看来，“塑造者”=“理想家”+“务实思考者”+“坚毅者”。

我发现塑造者通常有一些共同特征：极富好奇心；有把事情弄清楚的强烈冲动；近乎叛逆地独立思考；需要宏大别致的梦想；务实并坚毅地排除万难、实现目标；了解自己和其他人的长处和短处，所以能协调团队来实现目标。也许更重要的是，他们能同时持有相互冲突的想法，并从不同角度来看待这些想法。他们通常喜欢和其他真正的聪明人一起探索，能在全局和细节之间自如地来回跳跃，并相信二者同样重要。

真正擅长这些思维方式从而能成为现实中的塑造者的人凤毛麟角。不过，他们如果不和天生具有其他特征的人合作也无法成功，后者的思维方式和行动也是不可或缺的。

在任何生命历程中，了解人的特性都是必要的第一步。你做什么并不重要，只要你做的符合自己的个性和人生理想。我和一些全球最有钱、最有权势、最受尊崇的人打过交道，也和世界上一些最不起眼的角落里最穷、最弱势的人打过交道，我可以明确地说，在基本生活线之上，幸福水平和常规的成功标准之间没有任何联系。一个能从木工中得到内心满足的木匠，能轻松拥有和美国总统一样美好甚至比美国总统更好的生活。我希望你从本书学到的最重要的认识是，人人都有长处和短处，人人都能在生活中扮演重要角色。大自然塑造万事万物皆有目的。你最需要的勇气不是驱使你战胜别人的勇气，而是不管其他人对你有何冀望，你始终坚持做最真实的自我的勇气。

4.5 无论你要实现什么目标，让合适的人各司其职以支持你的目标，是成功的关键

无论在私人生活还是工作中，你和其他人合作的最好方式都是，把具有互补性特征的人搭配在一起，创建最适于完成任务的团队组合。

a.管理你自己，并协调其他人实现你的目标。你最大的挑战是让深思熟虑的较高层次的自我管理情绪性的较低层次的自我。做到这一点最佳途径是有意识地养成习惯，自动地做对自己有益的事。在管理其他人方面，我能想到的比方是一个好乐队。乐队指挥是塑造者、引导者，他主要不是“做”（例如他不演奏乐器，尽管他了解很多关于乐器的知识），而是勾勒结果，并确保乐队所有成员一起发力实现目标。指挥要确保每个乐队成员知道自己的长处和短处，以及各自的职责。不是每个人都自己演奏得最好，而是通过合作实现“ $1+1 > 2$ ”的效果。指挥最吃力不讨好的工作之一是开除总是不能好好演奏或合作的人。最重要的是，指挥要确保演奏效果和他想的一样。他说：“音乐得是这样。”然后加以落实：“贝斯手，撑起整个格局。这里要连接得妙，这里要奏出神韵。”乐队的每个部分也有各自的领导者，如首席小提琴手等，他们也帮助把作曲者和指挥的设想表达出来。

这么看待事物对我帮助很大。例如我前文提到过的债券交易系统化计划，在形成这种新视角后，我们得以更好地看到现实与需求之间的距离。鲍勃在思想上是我的好伙伴，我们一起理解需要解决的全局性问题，但他不擅长设想实现解决方案的程序，他也没有找到合适的人来共同完成该计划。他倾向于与和自己相似的人共事，所以他找的主要副手和他相似，善于在纸面上宏观规划，不善于具体安排实现规划的人、事项和日程。这名副手的测试结果是“变通者”，说明他能很好地朝鲍勃要求的方向走，但缺乏辅助鲍勃完成任务必需的清晰、独立思维。

在试了几轮没有进展之后，我们利用了那些理解员工特性的新工具，并根据测试结果展开行动。我们促使鲍勃换了一名新副手，她极其擅长在宏观规划和完成规划所需的具体项目之间游刃有余。把她的棒球卡与上一个副手的做对比可以发现，她的独立、系统性思维能力极强，这对清晰展望如何实现鲍勃的宏观想法至关重要。她安排了其他辅助者，包括一名项目经理。这名经理不太关注理念，但非常重视具体任务的细节和完成期限。在观察新组员的棒球卡时，我们可以很快发现，他们更多地展现出一些与计划性、扎实、及时执行相关的特征，而这些是

饱满的弱项。在这个新团队就位之后，我们的计划就开始一帆风顺了。之所以能做到这一点，是因为我们仔细考察了实现目标所需的所有“积木”，并找到了缺失的“积木”来弥补。

我们坦诚开放地了解员工特性的做法，对无数项目都有帮助，债券交易系统化计划只是其中之一。而且需要明确的是，对于人的思维方式如何不同这个问题，本条所述只触及皮毛。

在下一条，我将把你读到的所有内容综合起来，分析决策的基本要素。一些决策你应该自己做，一些则应该让更可信的人代理。利用自知之明区分这两种情况，是成功的关键，不管你追求什么。

[1] 很多数据显示人际关系是最好的回报，是人的健康、快乐最重要的决定因素。如哈佛大学历时75年的“格兰特与格鲁克研究”（研究对象是来自不同社会经济背景的成年男性）主管罗伯特·瓦尔丁格所说：“你可以拥有用不尽的财富、成功的事业、健康的身体，但如果没有充满爱的人际关系，你就不会快乐……美好生活的基础是良好的人际关系。”

[2] 一本关于这个问题的好书是丹尼尔·平克的《全新思维》，一篇关于这方面科学研究的好文章是《华尔街日报》刊登的罗伯特·李·霍茨的“漫游的心灵直通深刻认识”。尽管人脑的很多区域都分成左、右两边，但研究显示，只有较晚进化出来的大脑皮层（占脑体积的3/4）的左、右两边存在功能差别。

[3] 这是一个大问题。有不少学科就是专门研究这个问题的，而且目前没有权威答案，我的观点显然也不权威。但是我已经对大脑可塑性问题进行了相当深入的考察，因为对于试图管理自身与其他人的人来说，了解什么东西可以改变是很重要的。我了解到的东西与自己的经验相符，而且我将告诉你。

[4] 哈佛大学附属麻省总医院的一项脑成像研究发现，经过为期8周的冥想课程后，大脑会发生物理变化。研究人员发现，大脑中与学习、记忆、自我意识、同情心和内省有关区域的活动增多，杏仁核的活动减少。

[5] 这一测试有助于发现人们在不同层级之间如何选择，会自然地走向哪一层。

[6] 如果你想尝试一些测试并看看结果，可以访问assessments.principles.com。

[7] 在MBTI框架中，这一序列被描述为“判断”与“发觉”，但我更喜欢用“计划”，因为“判断”具有别的含义。在MBTI框架中，“判断”的意思不是“武断”，“发觉”的意思也不是“敏感”。

学习如何有效决策

作为一个职业的决策者，我一直在研究如何有效决策，并不断在寻找能降低犯错概率、实现更好效果的决策规则与系统。

我了解到的最重要的东西之一是，大部分日常决策是潜意识性过程，比通常认为的要复杂。例如，想想你在开车时，如何和前面的车保持安全距离。现在请你详细描述这个过程，以让从来没有开过车的人也能做得和你一样好，或者能输入计算机，成为自动驾驶汽车的控制程序。我敢打赌，你做不到。

现在想想这个挑战：用系统化、可复制的方式把你的所有决策做好，同时还能以非常清晰准确的方式描述决策程序，从而让处在同样情况下的任何人都能做出同样的高质量决策。这正是我渴望做的事，而且我发现朝这方面努力价值无限，尽管我距离完美还很远。

尽管世界上并没有最好的决策方式，但存在一些有效决策的普通规则。第一条是：

5.1 要认识到：（1）影响好决策的最大威胁是有害的情绪；（2）决策是一个两步流程（先了解后决定）

了解必须先于决定。如第一条所说，大脑能够储存不同类型的知识，有潜意识，能机械记忆，能养成习惯。但无论如何获取知识、在哪里储存知识，至关重要，你了解到的东西能够真实、丰富地反映相关现实，从而使你做出更好决策。所以在了解过程中保持头脑极度开放，向可信的人请教，始终是有帮助的。许多人在情绪上不愿意这么做，而这会妨碍他们了解现实，做出更好的决策。始终提醒自己，至少听一下某种相反的观点，永远都没有害处。

决策过程分两步：先选择作为决策基础的知识，既包括相关事实（“是什么”），也包括你对事实背后的因果机制的宏观理解；然后根据这些知识来确定行动计划（“怎么做”），这需要你反复权衡不同的可能

性，以设想如何实现符合你愿望的目标。为了做好第二步，你需要综合权衡直接结果、后续结果和再后续结果，而且做决定时不能只看到短期结果，还要看到长远结果。

很多惨痛的糟糕决定，都是由于决定者未能权衡后续和再后续结果，而当你最初做出的劣质决策印证了你的偏见时，决策的不良后果就会尤为致命。在提出疑问和探寻事实真相之前，永远不要看到一个选择就定下来，不管它看起来多么好。在过去，为了避免自己坠入这个陷阱，我习惯自问：我在了解相关情况吗？我已经掌握了决策所需的所有知识了吗？经过一段练习后，你会自然、心态开放地搜集所有相关信息，但你必须躲过不良决策的第一个陷阱，就是先在潜意识驱使下做一个决策，然后挑选与决策相符的数据。

那么，如何才能把了解做好呢？

把了解做好

对我而言，归根结底，对现实形成准确、完整的认识需要两件事：能够准确综合分析，知道如何综合考虑多个层级。

综合分析是把许多数据转化为一幅精准画面的过程。综合分析的质量将决定你的决策质量。所以，与你知道的善于综合分析的人一起审视你的观点，总是会有帮助的。就算你觉得自己的综合分析能力已经很强了，这样做也能让你提高。对于一位可信者的观点，任何理智的人都应该心存自己可能犯错的敬畏去思考，而不应轻易拒绝。

为了把综合分析做好，你必须：（1）综合分析眼前的形势；（2）综合分析变化中的形势；（3）高效地综合考虑多个层级。

5.2 综合分析眼前的形势

每一天你都遇到无数事情纷至沓来。暂且把这些事情称为“点”。为了做到高效，你必须能分清哪些“点”重要，哪些不重要。一些人毕生收集各种零零碎碎的看法和观点，而不是只保留自己需要的。他们有“细节焦虑症”，担忧不重要的事情。

有时小东西也是重要的，比如，你汽车发动机里咯咯响，可能只是一片塑料松了，也可能是正时皮带要断了的迹象。关键是要有更宏观的视角，这样才能对真正的风险程度做出快速准确的判断，而不会陷在细节中不可自拔。

谨记：

a.你能做的最重要的决定之一是决定问谁。确保他们是可信的人，对情况的了解全面。无论你想理解什么，找到负责这方面的人，问他们。请教不了解情况的人还不如找不到答案。

b.不要听到什么信什么。观点很廉价，几乎所有人都愿意和你分享观点。许多人会把观点表述为事实。你要区分观点和事实。

c.所有东西都是放在眼前看更大。在生活的所有方面，正在发生的事情都似乎很大，回头来看则不然。所以你应该跳出去以看到全局，有时候可以过一段时间再做决定。

d.不要夸大新东西的好处。例如，在选择看什么电影、读什么书时，你倾向于时间证明的经典还是最新的轰动性作品？在我看来，选择最好而不是最新是更聪明的做法。

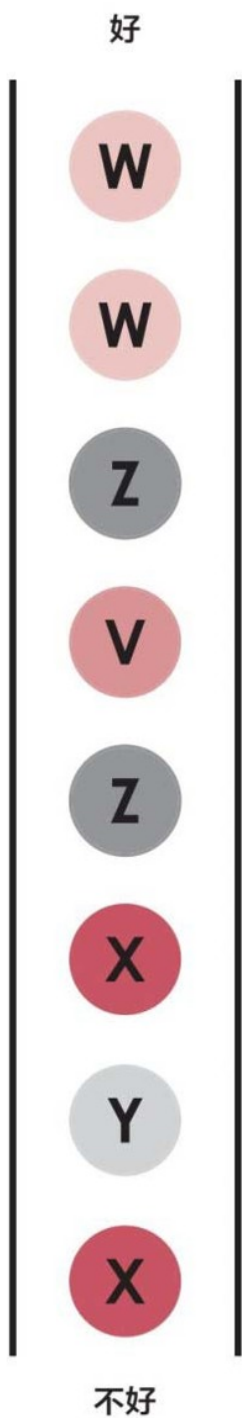
e.不要过度分析细节。一个“点”只是来自一个时刻的一条数据，你综合分析的时候始终要看到大局。就像你需要区分大小、特定事件与总体规律一样，你也需要知道从每一个“点”能得到多少知识，而不是高估其重要性。

5.3 综合分析变化中的形势

为了明白不同的点在一段时期内的相互关系，你必须搜集、分析和识别不同类型的信息，而这并不容易。例如，设想有一天发生了8个事件结果，有的好，有的坏。我们把这一天的情况画下来，每种事件类型由一个字母表示，每个结果的好坏由其高度表示。

为了综合分析这一天，你必须根据类型（以字母代表）和质量（从低到高，越高越好）来将结果分类，这将需要对每一类总结出大体的评估。（为了让这个例子更具体，可以设想你在经营一家冰激凌店，W代表销售情况，X代表客户体验评分，Y代表媒体报道和评价，Z代表员工

积极性，等等。）始终记住，我们的例子是个相对简单的例子：一天只发生了8个事件。



从右图中你能看到，这一天的销售很棒（因为两个W都在顶部），

但客户体验不好（见两个X）。你可以想想原因是什么，比如一群人到来，所以销售很多，但也造成排长队。

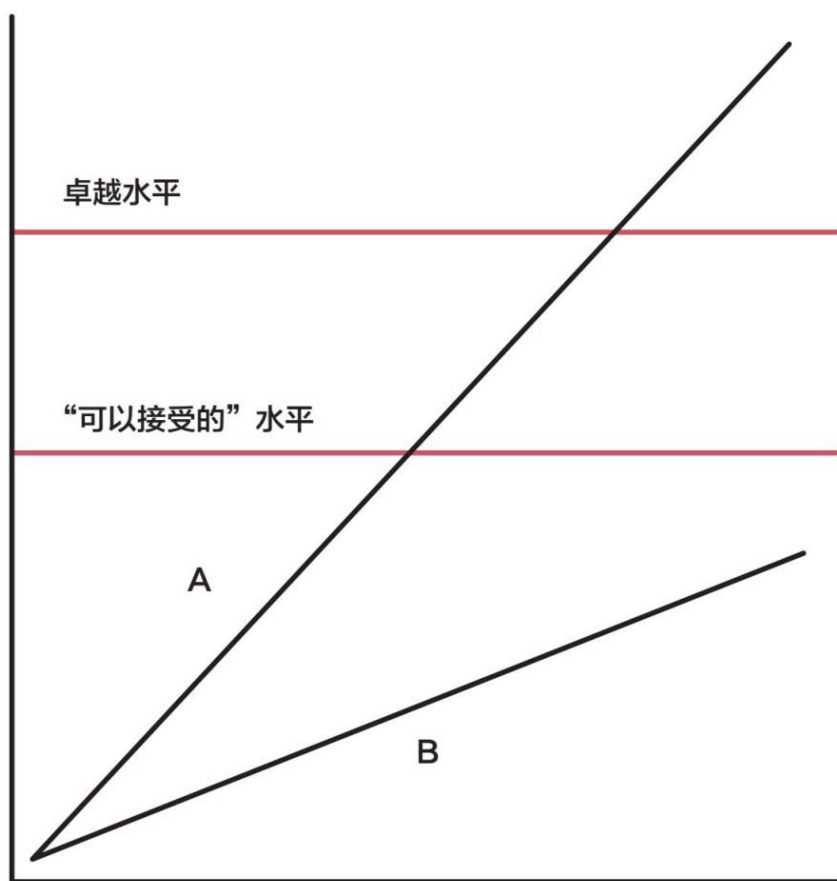
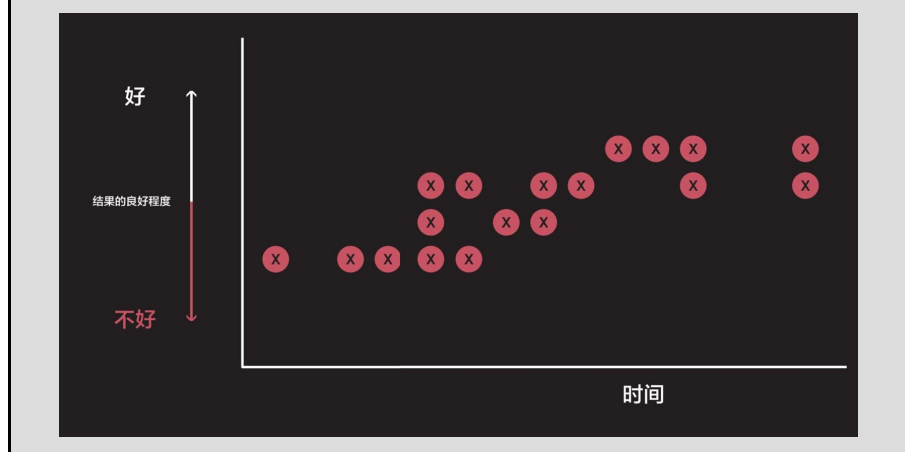
善于这样看待事物的人可谓凤毛麟角，但就像大多数能力一样，综合分析变化时间形势的能力也不完全是天生的，就算不擅长，你也可以通过练习来提高这种能力。遵守以下原则，你将提高成功的可能性。

a.始终记住改善事物的速度和水平，以及两者的关系。当你要确定某个事物可以接受的改善速度时，你要注意的是事物水平相对于改善速度的关系。我经常发现人们看不到这一点。他们说“事情正在改善”，但没有注意到事物的质量距离平均水平还有多远，以及其改善速度能否确保其在可接受的时间内超过平均水平。如果过去在考试中得三四十分的人，在几个月里成绩达到了50多分，说成绩在改善也是对的，但他的水平仍然很差。你生命中所有重要的东西需要以足够快的速度不断改善，超越平凡，走向卓越。第240页图中的线条显示了随着时间的推移各个点会如何连接起来。线条A将让你及时地超越平凡，线条B则不行。要做出良好的决策，你需要明白现实是哪种情况。

现在看看一个月的工作日是什么情况。有点令人困惑吧？



下图只显示X类型的点，你能看到情况在改善。



b.不必过于精确。理解“差不多”这一概念，使用粗略估计法。因为我们的教育系统过于重视精确，所以擅长粗略估计这个技能的价值常

被低估。这会影概念化思考。例如，当被要求计算“ 38×12 ”时，大多数人是以缓慢费力的方式计算，而不是简单地把38四舍五入成40，把12四舍五入成10，然后快速地确定答案在400左右。看看冰激凌店的例子，想一想，与其费力地把所有关系弄清楚，快速看到各个点之间的大致关系，是多么有用。费力进行精确计算是愚蠢的，但大多数人就是这么做的。为了做出有效决策，你需要在“差不多”这个层面上理解大多数事物。当每次有人做一个宏观的“差不多”的陈述，而有些人反驳说“并不总是这样”时，我的本能反应是，我们也许要丢西瓜捡芝麻了，即讨论例外而不是常规，而这将让我们看不到常规。为了帮助桥水的员工避免这种浪费时间的情况，我们的一位刚从大学毕业的投研人员说了一句我经常复述的话：“当你问一个东西对不对而对方告诉你并不完全对时，那它大致是对的。”

c. 谨记“80/20法则”，并明白关键性的“20%”是什么。“80/20法则”是指，你从20%的信息或努力中得到80%的价值。（同样，你可能需要花费80%的努力来获取最后20%的价值。）理解这一法则后，一旦你了解了做出好决策所需的大多数情况，你就不必再陷于不必要的细节之中了。

d. 不要做完美主义者。完美主义者花太多时间关注边缘性的微小因素，影响对重大因素的考虑。做出一个决定时通常只有5—10个需要考虑的重要因素。重要的是深入了解这些因素，而过了一定的临界点后，即使研究重要因素，所产生的边际收益也是有限的。

5.4 高效地综合考虑各个层次

现实分为不同层次，每一层都能给你不同但有价值的视角。综合分析和决策时你需要把这些层次都记住，并知道如何在不同层次之间转换。

假设你正在谷歌地图上观看你的家乡。把地图放大到能看到建筑时，你就看不到家乡周围的地区了，而后者是重要的信息。也许你的家乡在水边，但地图放得太大的话，你将无法判断那是河岸、湖岸还是海岸。你必须知道，为了合理决策你要考察哪个层次。

我们总是从不同层次看事物，并在各个层次之间转换，不管我们是有意识还是无意识地这么做，不管我们做得好不好，不管我们看的是物

体、观念还是目标。例如你也许每天都在两个层次之间转换，一个是你的价值观，另一个是你为实现价值观做的事。大概情况如下：

1 高层次的全局：我想要能学到很多东西的有意义的工作。

1.1 次一级的理念：我想成为一名医生。

次一级的点：我需要上医学院。

再次一级的点：我需要在科学课程上取得好成绩。

再再次一级的点：我今晚需要在家学习。

要观察你在生活中这方面做得怎么样，可以注意你的谈话。我们在谈话时倾向于在不同层次之间转换。

a.用“基线以上”和“基线以下”来确定谈话位于哪一层。基线以上的谈话关注要点，基线以下的谈话关注分点。当一段分析混乱、令人迷惑时，通常是因为谈话者陷于基线以下的细节之中，而没有重新把细节与要点联系起来。基线以上的谈话应当以井然有序的方式走向结论，只有在有必要说明某个要点的细节时才可走到基线以下。

b.谨记，决策需要在合理的层次做出，但也应在各层次之间保持一致。例如，你想过健康生活的话，你就不应该每天早餐吃12节香肠、喝点啤酒。换言之，你需要不断联系和调和从不同层次搜集的数据，以对具体情况形成全面认识。就像一般的综合分析能力一样，一些人天生在这方面做得较好，但任何人都能通过学习来达到一定的程度。为了做好这一点，你有必要：

1.谨记任何问题都存在很多层次。

2.针对一个问题，明白你分析的是哪个层次。

3.有意识地在不同层次之间转换，而不是把问题视为一堆没有内在区别、可以随意考察的事实。

4.以下页图为模板把你的思考过程画成图。

如果你以极度开放的头脑来做这些，你不仅将更明白你看到的东西，还将更明白你没看到但也许其他人看到的东西。这有点像爵士乐手

们不在一个调上，而在都明白自己的层次后，所有人就能在同一个音调下演奏。在你们都知道自己的思维方式并开放地看待其他人的思维方式后，你们就能一起创造出好的概念爵士乐，而不是只能冲彼此尖叫。接下来我们再进一步，看看做决策的问题。

把决策做好

利用决策逻辑来创造长期的最佳结果，本身已经成为一门科学。这门科学利用了概率学和统计学、博弈论等工具。尽管这些工具很多都能带来帮助，但有效决策的基本要素是相对简单和永恒的，事实上在不同程度上以基因的形式存在于人脑里。通过观察野生动物你会发现，它们本能地计算自身能量的预期价值，以将发现食物消耗的能量最小化。这方面做得好的动物繁衍成功，通过自然选择过程传递自身基因，做得不好的动物则会惨死。尽管在这方面做得不好的人类通常不会惨死，但他们肯定也会遭到经济选择过程的惩罚。

好的情况

A → B → C → D → E → F → G → 综合

1 1 1 1 1 1 1

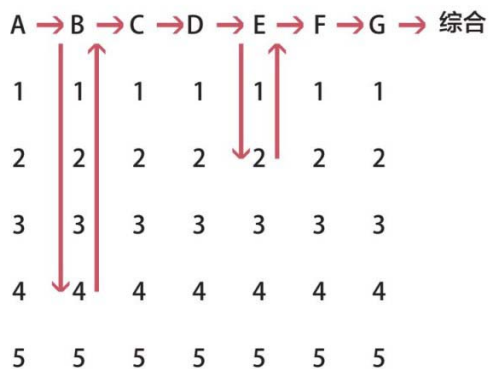
2 2 2 2 2 2 2

3 3 3 3 3 3 3

4 4 4 4 4 4 4

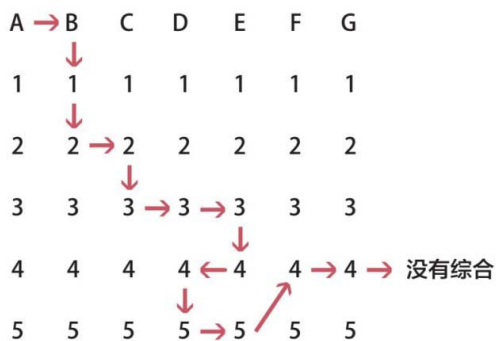
5 5 5 5 5 5 5

一个更大的有效序列

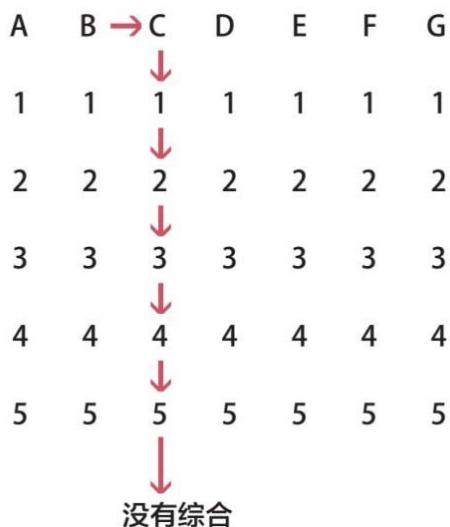


一个符合逻辑并分析细节的有效序列

不好的情况



一个随机的、走向脱轨的过程



如前所述，大致存在两种决策方式，一种以证据和逻辑为基础（来自较高层次的大脑），另一种以潜意识和情绪为基础（来自较低层次的动物性的大脑）。

5.5 综合分析现实、理解如何行动的最好工具是逻辑、理性和常识

注意不要依赖其他任何东西。不幸的是，心理学家进行的大量测试表明，多数人在多数时间里受到较低层次大脑的控制，这导致劣质决策，而他们还不自知。如卡尔·荣格所说：“除非你意识到你的潜意识，否则潜意识将主导你的人生，而你将其称为命运。”更重要的是，当多个群体合作时，决策应当基于证据、符合逻辑，否则决策程序将不可避免地被最强大而不是最明智的成员主宰，这不仅不公平而且质量较低。成功的组织都有组织文化，确保基于证据的决策是常规而非例外。

5.6 根据预期价值计算做决策

把每个决策都视为一个押注，押对有一个概率，有相应的奖励；押错有一个概率，有相应的惩罚。会赢的决策通常是具有正向预期价值的决策，也就是说，奖励乘以其发生概率的数值大于惩罚乘以其发生概率的数值，预期价值最高的决策是最好的决策。

比方说，押对的奖励是100美元，概率是60%，押错的惩罚也是100美元。100美元奖励乘以押对的概率60%，等于60美元；100美元惩罚乘以押错的概率40%，等于40美元。用奖励减去惩罚，差额就是预期价值，这个例子中的预期价值是正20美元。一旦理解了预期价值，你也会理解，押概率最大的情况不一定是最好的。例如，设想某件事的成功概率只有20%，而奖励的回报是1 000美元，失败的损失只有其1/10，为100美元。这件事的预期价值是正120美元。所以，只要你对损失有承担能力，这也许就是个明智的决策，尽管你失败的可能性更大。你不断地计算这些概率，随着时间的推移，你肯定将看到成功的结果。

尽管多数人并不明确地进行这些计算，但我们经常凭直觉这样做。例如，尽管下雨的概率只有40%，但你依然决定带伞去商店；尽管你几乎肯定自己知道路，但你依然要查看手机来确认方向。这些时候你都是在计算预期价值。

有时即使你押错的可能性非常大，但押错的成本几乎可以忽略不计，而押对的概率虽然很小，奖励却很高，在这种情况下，试一下仍然是明智的。就像俗话说的：“多问问总没坏处。”

这个原则给我自己的生活带来了很大改变。多年前我刚刚成家时，我看到了一栋各方面都很完美的房子。问题是这栋房子并不挂牌出售，我问的每个人都告诉我，房主没有出售的意愿。更不利的是，我还很确信我将难以申请到足够的抵押贷款。但我觉得，给房主打个电话询问一下，看看我们能否达成某种交易，不需要投入任何成本。事实证明他不仅愿意出售，还愿意借给我一笔钱！

同样的原则适用于押错的惩罚极大的情况。例如，尽管你患上癌症的概率很低，但当出现某种征兆时，你去检查确认一下也是有好处的。

为了帮你把预期价值计算做好，谨记：

a. 不管你押对的概率已经有多大，提高你的押对概率始终有价值。

我经常看到人们在押对概率高于50%时做决定，而他们没有看到的是，假如进一步提高押对概率，他们将多获得多少（你几乎总是可以通过获取更多信息来提高押对概率）。与把押对概率从49%（错的可能性略高）提高到51%（对的可能性只是略高一点）相比，把押对概率从51%提高到85%（提高34个百分点）所产生的预期价值增益是前者的17倍。把概率视为你犯错可能性的标尺。把押对概率提高34个百分点意味着，你1/3的押注都将从损失变成收益。所以即使在你很有信心的情况下，对你的思维进行压力测试也是有好处的。

b. 知道什么时候不要去押注，和知道什么注值得押同样重要。 只在你最有信心会获得回报的时候押注，你的记录才会得到显著改善。

c. 最好的选择是好处多于坏处的选择，不是毫无坏处的选择。 看看有些人，发现一点问题就反对某件事，而不合理权衡所有的优缺点。这样的人通常不善于决策。

5.7 比较更多信息带来的价值和不做决定造成的成本，决定

优先顺序

有的决定最好在获得更多信息后做出，有的决定最好立即做出。就像你在综合分析问题时总要区分大小因素一样，你也总是要比较搜集更多信息带来的边际收益和暂时不做决定造成的边际成本。善于合理排序的人理解以下几点：

a. 先把你的“必做之事”做完，再做你的“想做之事”。区分你的“必做之事”和“想做之事”，不要错误地把任何“想做之事”排到最前面。

b. 你很可能没有时间处理不重要的事，那最好将它留着，以免自己没有时间处理重要的事。我经常听到人们说：“现在做点这个或那个不好吗？”这时他们很可能要分心了，不能集中在重要得多、需要做好的事情上。

c. 不要把概率当作可能性。万事皆有可能，重要的是概率。你必须考虑每个因素的发生概率，然后进行排序。能够准确区分概率和可能性的人通常善于“务实思考”，他们是“哲学家”类型的反面，而“哲学家”类型的人倾向于在各种可能性的迷雾中迷路。

成为好决策者的捷径

好决策者并不机械地记忆和执行上述步骤，但他们确实是这么做的。这是因为通过不断的练习，他们学会了自然而然地照此行动，就像一个棒球手不假思索就能抓住飞来的球一样。假如他们必须把每一条原则从记忆中唤醒，通过缓慢的意识来执行原则的话，他们就不可能妥善处理纷至沓来的问题。但他们确实也会通过意识来做一些事，你也应该这么做。

5.8 简化

撇掉无关细节，让重要因素及其相互关系呈现出来。俗话说：“每个傻子都能把事情复杂化，只有天才才能把事情简单化。”想想毕加索，很年轻时就能画出美丽的写实油画，但在职业生涯中，他不断地追求精简。并不是所有人都有这样的思维方式，但没有这种禀赋并不意味着你

做不到这一点，你只是需要创造性和毅力。必要时你可以寻求其他人的帮助。

5.9 使用原则

使用原则既能简化也能改善你的决策。尽管读到现在你也许觉得这显而易见，但值得反复重申的是，要明白几乎所有“眼前的情况”都是“类似情境的再现”，要识别“类似情境”是什么，然后应用经深思熟虑得出的原则来应对。通过这么做，你必须做出的决策的数量将大大减少（我估计约减少为十万分之一），你的决策质量将大大提升。把这做好的诀窍是：

（1）让你的思维慢下来，以注意到你正在引用的决策标准。

（2）把这个标准作为一项原则写下来。

（3）当结果出现时，评估结果，思考标准，并在下一个“类似情境”出现之前改进标准。

识别每个“类似情境”的类别，就像识别一种动物所属的物种一样。识别每一件事，然后选择对其适用的原则，会变得像在玩游戏一样，所以这样做既是很有用的，也是很有趣的，当然也可能具有挑战性。许多我所说的“眼前的情况”都具有混合性质。当眼前的情况里包含一些“类似情境的再现”时，你必须权衡不同的原则，运用“意境地图”来思考对遇到的不同类型情况如何处理。为了帮助人们这么做，我创制了一个称为“教练”的工具，将在附录中阐述。

你可以用自己的原则，也可以用别人的，只需要把能发现的最好的原则用好。如果你养成了这样的思维习惯，你将成为一个卓越的有原则的思考者。

5.10 对你的决策进行可信度加权

我发现，和高度可信、愿意表达深思熟虑的分歧的人交流，一直都能深化我对问题的理解，改进我的决策质量。这通常能让我做出更好的决策，并能让我学到美妙的东西。我建议你也这么做。

为了做好这一点，你必须避免以下常见失误：（1）不合逻辑地高估自己的可信度；（2）不区分可信度不同的人。

在与其他人产生分歧时，应该首先看看你们能不能就决策原则达成一致。在进行这样的讨论时，你们应该分析不同原则背后理由的优劣。如果能就决策原则达成一致，你们就把原则应用于眼前的问题，得出一个人人赞同的结论。如果对决策原则有分歧，你们可以通过比较彼此的可信度来努力解决分歧。我将在“工作原则”中更详细地解释具体做法。

这种有原则的、可信度加权的决策方式很迷人，效果比一般的决策方式好得多。例如，假设我们用这种办法来选总统。引人遐想的是，就一个好总统应该具备什么样的素质、谁在做出上述判断时最为可信这两个问题，我们能不能提出各自的原则。我们最终的讨论结果将是实行一人一票还是别的方式？如果是别的方式，应该怎么做？这肯定能带来非常不同的选举结果。在下次选举的时候，我们可以在正常选举的同时进行这样的演练，以观察二者的差别。

尽管可信度加权的决策听起来有些复杂，但你很可能经常这么做，比如你问自己“我应该听什么人的意见”时。但几乎可以肯定的是，如果你更有意识地这么做，效果会好很多。

5.11 把你的原则转换成算法，让计算机和你一起决策

如果能做到这一点，你将把自己的决策能力提高到一个全新的水平。通过这么做，很多时候，你将能检验原则在应用于过去的情况和各种不同的情况时能起到什么样的作用，这能帮助你改进原则。而且这么做肯定能让你对问题有飞跃式的深入理解。这还能将情绪因素从决策中去除。就像文字一样，算法也能描述你的计划，只是用计算机能理解的语言记录而已。如果你不会使用这种语言，你就应该学会，或者找一个能为你翻译的帮手。你的子女和伙伴必须学会使用这种语言，因为它可能很快会成为全世界最重要的语言。

和计算机中的另一个你形成合作关系，你们相互从对方身上学习，各展所长，决策效率会比你单打独斗时高得多。你还可以通过计算机加入很棒的集体决策之中，这比个体决策有效得多，且能推动人类的进化。

系统化和计算机化的决策

未来，人工智能将对人类所有方面的决策产生深刻影响，尤其是在人类已经进入的这个新时代，关于人的信息极为透明，这二者结合会产生极大的影响。现在，不管你喜欢与否，任何人都可以轻易获取你的数据信息，对你进行深入了解，而且这些数据可以被输入计算机，从你会买什么商品到你的人生价值观如何。尽管这让许多人觉得恐慌，但30多年来在桥水，我们一直在把极度透明和算法决策结合起来，并发现这样做成效非凡。事实上我相信，不久之后，这种计算机化决策将变得常态化，几乎和人脑决策一样正常。



人工智能不是一个新概念。早在20世纪70年代，当我初次尝试计算机化决策时，这个概念就已经存在了将近20年（“人工智能”一词首次出现于1956年达特茅斯学院的一场会议）。尽管从那时到现在很多情况发生了变化，但人工智能的基本概念始终不变。

举一个极简单的计算机化决策的例子。假设你在住房供暖方面有两项原则：当温度降到20℃以下时开暖气，午夜到凌晨5点之间关暖气。你可以用一个简单的决策公式来表达这两项原则之间的关系：如果温度低于20℃，时间不在午夜到凌晨5点之间，就开暖气。在搜集很多这样的公式后，你就可以创建一套决策体系，这套体系能够处理数据，权衡和应用各种相关标准，并提出决策建议。

用算法表述投资决策标准，然后用历史数据来检验，或者用算法表述工作原则，然后用其来帮助管理决策，都不过是智能温度调节器的更大、更复杂的版本。与人脑决策相比，这能让我们更快地做出考虑更周全、更少情绪化的决策。

我相信这种做法会变得越来越普遍，计算机编码会变得和写字一样重要。计算机在帮助决策方面的作用，迟早会变得像它们今天在收集信息方面的作用一样大。当计算机帮助我们决策的时候，它们将了解到我们的情况，包括我们的价值观、长处和短处。它们将能自动地找到在特定领域比我们更强的人的帮助，从而能给我们提供合适的建议。不久之后，我们的计算机就能和其他人的计算机对话，并以上述方式合作。事实上这已经在发生了。

设想这样一个世界：你能利用科技接入一个系统，可以在系统里输入你正在处理的问题，并向全世界这方面最受好评的思考者请教解决办法，以及背后的理由。这一点将很快得以实现。不久后，在几乎所有你面临的问题上，你都能利用全世界最高质量的思考，并得到能权衡不同观点的计算机化系统的指导。例如，你将可以询问，基于自己的情况，你应当选择什么样的生活方式或职业生涯，或者基于其他人的情况，你应当如何与他们沟通。这些创新将把人从自己的头脑中解放出来，释放出一种无比强大的集体思维模式。桥水正在这么做，并发现这种思维模式比传统思维方式好得多。

听到这样的观点，人们经常会说，人工智能将和人类智能竞争，但在我看来，人类智能和人工智能同舟共济的可能性更大，因为这能带来最好的结果。计算机要复制人脑的许多功能，如想象力、综合分析能力和创造力，要经过很长时间，甚至永无可能。这是因为人脑天生就储存着亿万年生物进化培育的各种能力。许多计算机系统依据的是决策“科学”，依然远远不如“技艺”有价值。在最重要的决策方面，人类依然比计算机做得好。你只需看看最成功的人是什么样的人就明白了。软件开发

工程师、数学家和博弈论研究者并不是最成功的，最具有理性、想象力和毅力的人最成功。

计算机模型需要被输入合理信息，信息需要解读，而只有人类智能可以开展这种解读。例如，计算机无法告诉你，与亲人共处时间和工作时间的相对价值如何，如何达成最优的时间分配组合，使两种活动的边际效用都达到最大。只有你知道你最看重什么，你愿意与谁共度人生，你想要什么样的环境，只有你能最终做出最好的决定，尽最大可能实现这一切。而且，我们的很多思考来自自己无法理解的潜意识，所以把人类思考彻底模型化是不可能的，就像从未抽象思考过的动物不可能定义和学习抽象思考一样。

但在很多方面，人脑也无法与计算机竞争。计算机的“毅力”比任何人都强得多，因为它能全天不间断地工作。计算机能处理海量信息，而且速度飞快，其可靠性和客观性是人类永远无法比拟的。计算机能让你注意到无数你从未想过的可能性。也许最重要的是，计算机对群体偏见和从众思维免疫。计算机不会顾虑自己的结论会不会受人欢迎，而且从来不惊慌失措。在“9·11”事件那段可怕的日子里，当整个美国深陷伤痛时，从2008年9月19日到10月10日，当道琼斯指数下跌3 600点时，我常常想拥抱我那些风雨不惊的计算机。

这种人和机器的结合很美妙。人脑与科技合作的进程促使人类进步，正是凭着这么做，人类从茹毛饮血走向了信息时代。所以世界上最好的决策者是这样的人：拥有理性、想象力和毅力，知道自己看重什么、想要什么，同时也利用计算机、算法和博弈论。我们在桥水利用计算机系统，就像司机利用GPS一样，是用系统来辅助我们的导航能力，而不是替代它。

5.12 在深刻理解人工智能之前不要过度信赖它

当人工智能使用者在没有深刻理解它的情况下就接受机器学习创造的算法所假定的因果关系，甚至根据这些认识来行动时，我就对人工智能的危险感到担忧。

在解释原因之前，我想先阐明我的用词。人们经常轻率地使用“人工智能”和“机器学习”，并将其作为同义词，但二者大不相同。我把当前的计算机辅助决策技术分为三大类：专家系统、模仿和数据开采（这是我

的分类，不是科技界常用的分类）。

我们在桥水使用的是专家系统，设计者根据自己对一系列因果关系的理性理解将决策标准表述出来，然后观察不同条件下会出现什么不同情况。

但计算机也能发现规律并将其应用于计算机决策，而不需理解这些规律背后的逻辑。我把这种决策技术称为“模仿”。当同样的情况以可靠的方式反复不变地发生时，例如在一场规则极其严格的游戏里，这一做法也许有效。但现实中事物不断变化，所以这样的系统很容易与现实脱节。

数据开采是近年来机器学习发展最快的领域，是指功能强大的计算机消化大量数据，从中寻找规律。尽管这种做法很常见，但在未来与历史不同的情况下，这是有风险的。在机器学习不包含对现实的深刻理解的情况下，以机器学习为基础构建的投资系统很危险，因为当人们广泛相信并应用某些决策规则时，价格会受到影响。换言之，一个深刻见解在众所周知之后，其价值会逐渐衰减。在没有深刻理解的情况下，你弄不清楚过去发生的情况是否真有价值，即使有价值，你也弄不清楚其价值是否已经消失，甚至走向负面。常见的情况是，一些决策规则变得非常流行，以至对价格产生很大影响，从而使反向操作成为更合理的做法。

谨记，计算机是没有常识的。例如，计算机很容易曲解事实，看到人早上睡醒后吃早饭，就认为睡醒导致人饥饿。与其下很多我拿不准的押注，还不如下较少的我拿得准的押注（最好是互不相关的押注），同时，无法说明任何决策背后的逻辑，对我而言都是无法容忍的做法。很多人因为发现机器学习比形成深刻理解容易得多，就盲目信任机器学习。而对我而言，深刻理解必不可少，尤其是对我做的事情而言。

我的意思不是模仿系统、数据开采系统没有用。事实上我相信，在未来的事物发展范围和格局与过去相同的情况下，这些系统对决策很有帮助。有了足够强大的计算能力后，所有可能变量就都可以纳入考虑。例如，通过分析不同形势下国际象棋好手弈棋的数据，通过分析不同手术期间杰出外科医生的手术流程，人们可以创造出很有价值的下棋程序或手术程序。早在1997年，计算机程序“深蓝”就用这种方式击败了全球排名最高的国际象棋棋手加里·卡斯帕罗夫。但当未来与过去不同、我们

因理解不深而无法识别所有因果关系时，这一做法是行不通的。凭着理解这些因果关系，我没有像其他人一样犯错误，最明显的例子是2008年的金融危机，当时几乎所有人都以为未来会和过去一样。把全部注意力集中于符合逻辑的因果关系，我们将能看到事情的真相。

想想看，人脑其实就是以某种方式编程的计算机，处理数据，发出指令。我们可以编排人脑的逻辑和作为工具的计算机的逻辑，让它们彼此合作，甚至相互检验。这是一种美妙的做法。

例如，假设我们要归纳出能解释物种进化的普适规律。理论上，只要我们有足够的处理能力和时间，这就是可能的。当然，我们需要把计算机得出的公式弄明白，以确保这不是一堆从数据中提取的大杂烩，即不同因素只有相关性，没有因果性联系。我们可以不断简化这些规则，直到实现毫无疑问的精确度。

当然，鉴于人脑的处理能力和速度有限，要对进化过程中的所有变量形成丰富的理解，是一个永远无法完成的任务。那么，我们的专家系统采用的那些简化法和理解法真的是必需的吗？也许不是。在我们检验的数据之外还会发生其他情况，这样的风险肯定是存在的。尽管如此，我们仍然可以说，与某种看起来成立但机理不清晰的公式相比，我们把以数据开采为基础的公式视为解释物种进化的普适规律，并依赖这些公式预测未来10年、20年、50年的变化，是风险相对较低的做法（至少可能有助于科学家治疗基因疾病）。

事实上，我们对理解的强调也可能太过了，有意识的思考只是理解的一部分，也许我们导出一个公式并用它来预测未来变化也就足够了。在我个人看来，与依赖我不理解的算法相比，对因果关系形成深刻理解所产生的兴奋、安全性和教育价值要有吸引力得多，所以我依然倾向于这种做法。然而，是我的逻辑和理性，还是我较低层次的偏好和习惯在促使我这么想？我不能确定。我希望就此问题询问人工智能领域最杰出的人才（并请他们向我提问）。

最有可能发生的情况是，人类酷爱竞争的天性将促使我们越来越信任计算机发现的、超出我们理解范围的因果关系。这种信任有时会带来成效，有时会适得其反。我想人工智能将带来极快、极了不起的进步，但也担心它会导致人类的毁灭。

人类正在走向一个既令人兴奋又危险的新世界。这就是我们眼前的现实。而我一如既往地相信，如果我们不是把头埋在沙子里，而是准备好应对之道的話，未来会美好得多。

为了拥有最好的生活，你必须：

（1）知道最好的决策是什么；

（2）有勇气做出最好的决策。

生活原则总结

在“生活原则”部分，我阐释了帮助我做到以上两点的一些原则。我相信，因为类似的情况反复发生，所以拥有一些以深思熟虑为基础的原则，你将能应对在现实中遇到的几乎任何事情。你从哪里获得这些原则并不重要，拥有原则、持之以恒地运用原则、不断改进完善原则才最重要。

为了得到有效的原则，拥抱现实并妥善应对现实至关重要。不要落入常见的陷阱，期盼现实与真实情况不同，或者你所处的现实与众不同。相反，你要拥抱现实，有效应对现实。毕竟，生活的真谛就是从你所处的现实中汲取出最大的价值。这需要你保持思想的透明，头脑开放地接受其他人的反馈。这将让你学到的东西大大增多。

一路上你肯定会经历痛苦的失败。你需要认识到，失败既能化为动力，驱动你的个人进化，也能毁掉你，这取决于你如何应对失败。我相信进化是宇宙间最伟大的力量，我们都在以大致相同的方式进化。从概念上看，进化就像一系列反馈环，可能一直向上持续改善，可能保持水平，也可能持续下降直至毁灭。你的反馈环是什么样子，将由你自己决定。

可以把进化进程描述为一个实现你愿望的五步流程，包括设定目标，找到问题并且不容忍问题，诊断问题，规划可以解决问题的方案，最后执行方案要求的各项任务。需要谨记的是，没有人能把每一步都做好，可以依靠其他人的帮助。拥有不同能力的人通力合作，可以创造出最强大的机器来实现目标。

如果你愿意直面现实，接受直面现实带来的痛苦，遵循五步流程来驱动自己朝着目标前进，你就走上了成功之路。但大多数人做不到，因为他们固守自己的错误观点。这很容易解决：从自我中跳出来客观地俯视所处形势，权衡自己和其他人对形势的看法。因此，我认为你必须做到头脑极度开放。

阻碍我们做好这一点的最大障碍是自我意识障碍和思维盲点障碍。自我意识障碍是指我们天生希望拥有能力，并希望其他人这么看我们。思维盲点障碍是我们通过自己的主观角度看事物造成的。这两个障碍都会阻碍我们看到事实真相。最重要的解药是头脑极度开放：人抱着一种真诚的担忧，担心自己可能看不到最好的决策方式，从而以极度开放的心态看待问题。这是一种有效探索不同观点和可能性、不受自我意识和思维盲点阻碍的能力。

做好这一点需要你奉行深思熟虑的意见分歧，即向与你意见不同的聪明人请教，以通过他们的视角看问题，形成更深刻的理解。这样做将提升你做出良好决策的概率，并给你极好的教益。如果你能学会头脑极度开放，奉行深思熟虑的意见分歧，你学到的东西将大大增多。

最后，做到头脑极度开放需要你对自身与其他人的长处和短处有准确的评估。所以，了解一些关于大脑构造的知识，以及有助于你发现自身思维方式的各種心理测试，都是有益的。为了在其他人的帮助下做到最好，你必须理解人与人大不相同。

简而言之，学习如何以最好的方式决策，并拥有勇气做出最好的决定，需要你：（1）追求你想要的东西；（2）通过头脑极度开放从失败中汲取良好的教益；（3）不断改变和进化，使自己能力更强，勇气更盛。在该部分的最后一条“学习如何有效决策”里，我分享了一些更具体的原则，帮助你做到上述的一切，并在特定环境中合理权衡各种选项，决定正确的道路。

所有这些你当然都可以一个人做，但假如你对头脑极度开放这一概念稍有理解的话，你应当能清晰地看到，单打独斗能实现的成果有限。我们都需要其他人帮助我们斟酌，找到最好的决策，并帮助我们客观看待自身弱点，弥补短板。此外最重要的是，你周围的人，你与他们的互动方式，都会影响到你的生活。

与目标一致的人合作，你实现目标的能力会比一个人干强得多。不过我们迄今还未探讨团队如何以最高的效率运作。这将是“工作原则”部分要探讨的内容。

工作原则关乎人如何合作。因为组织的力量比个体强得多，所以接下来的工作原则也许比我们前文所述的内容还要重要。事实上我先写

了“工作原则”，然后才写了“生活原则”，以帮助其他人理解我在经营桥水时运用的潜在方法。“工作原则”基本上是你刚刚读完的“生活原则”对于组织的应用。我将一个原则一个原则地向你展示，一套真实、务实、可信度加权的决策系统如何把独立的思考转化为有效的组织决策。我相信，无论企业、政府机构还是慈善组织，这样一套系统都能让组织变得更高效，组织成员有更强的归属感。

我希望这些原则将帮助你有成效地拼
搏，
从生活中汲取最大限度的快乐。

生活原则概要与列表

- 独立思考并决定：（1）你想要什么；（2）事实是什么；（3）面对事实，你如何实现自己的愿望，而且要保持谦逊和心胸开阔，以便你能动用自己的最佳思维。

生活原则导言

- 考察影响你的那些事物的规律，从而理解其背后的因果关系，并学习有效应对这些事物的原则。

第二部分 生活原则

1 拥抱现实，应对现实

1.1 做一个超级现实的人

a. 梦想 + 现实 + 决心 = 成功的生活。

1.2 真相（或者更精确地说，对现实的准确理解）是任何良好结果的根本依据

1.3 做到头脑极度开放、极度透明

a. 对于快速学习和有效改变而言，头脑极度开放、极度透明是价值无限的。

b. 不要担心其他人的看法，使之成为你的障碍。

c. 拥抱极度求真和极度透明将带来更有意义的工作和更有意义的人际关系。

1.4 观察自然，学习现实规律

a. 不要固守你对事物“应该”是什么样的看法，这将使你无法了解真实的情况。

b. 一个东西要“好”，就必须符合现实的规律，并促进整体的进化，

这能带来最大的回报。

c. 进化是宇宙中最强大的力量，是唯一永恒的东西，是一切的驱动力。

d. 不进化就死亡。

1.5 进化是生命最大的成就和最大的回报

a. 个体的激励机制必须符合群体的目标。

b. 现实为了整体而趋向最优化，而不是为了个体。

c. 通过快速试错以适应现实是无价的。

d. 意识到你既是一切又什么都不是，并决定你想成为什么样子。

e. 你的未来取决于你的视角。

1.6 理解自然提供的现实教训

a. 把你的进化最大化。

b. 记住“没有痛苦就没有收获”。

c. 自然的一项根本法则是，为了赢得力量，人必须努力突破极限，而这是痛苦的。

1.7 痛苦 + 反思 = 进步

a. 迎接而非躲避痛苦。

b. 接受严厉的爱。

1.8 考虑后续与再后续的结果

1.9 接受结果

1.10 从更高的层次俯视机器

a. 把自己想象成一部在大机器里运转的小机器，并明白你有能力改变你的机器以实现更好的结果。

b. 通过比较你实现的结果和你的目标，你就能确定如何改进你的机器。

c. 区别作为机器设计者的你和作为机器中工作者的你。

d. 大多数人犯下的最大错误是不客观看待自己以及其他人的弱点，这导致他们一次次地栽在自己或其他人的弱点上。

e. 成功的人能超越自身，客观看待事物，并管理事物以塑造改变。

f. 在你不擅长的领域请教擅长的其他人，这是一个你无论如何都应该培养的出色技能，这将帮助你建立起安全护栏，避免自己做错事。

g. 因为客观看待自身很困难，所以你需要依赖其他人的意见，以及全部证据。

h. 如果你的头脑足够开放，足够有决心，你几乎可以实现任何愿望。

2 用五步流程实现你的人生愿望

2.1 有明确的目标

a. 排列优先顺序：尽管你几乎可以得到你想要的任何东西，但不可能得到你想要的所有东西。

b. 不要混淆目标和欲望。

c. 调和你的目标和欲望，以明确你在生活中真正想要的东西。

d. 不要把成功的装饰误认为成功本身。

e. 永远不要因为你觉得某个目标无法实现就否决它。

f. 谨记伟大的期望创造伟大的能力。

g. 如果你拥有灵活性并自我归责，那么几乎没有什么能阻止你成功。

h. 知道如何对待挫折和知道如何前进一样重要。

2.2 找出问题，并且不容忍问题

- a. 把令人痛苦的问题视为考验你的潜在进步机会。
- b. 不要逃避问题，因为问题根植于看起来并不美好的残酷现实。
- c. 要精准地找到问题所在。
- d. 不要把问题的某个原因误认为问题本身。
- e. 区分大问题和小问题。
- f. 找出一个问题之后，不要容忍问题。

2.3 诊断问题，找到问题的根源

- a. 先把问题是什么弄明白，再决定怎么做。
- b. 区分直接原因和根本原因。
- c. 认识到了解人（包括你自己）的特性，有助于对其形成合理预期。

2.4 规划方案

- a. 前进之前先回顾。
- b. 把你的问题看作一部机器产生的一系列结果。
- c. 谨记实现你的目标通常有很多途径。
- d. 把你的方案设想为一个电影剧本，然后循序渐进地思考由谁来做什么事。
- e. 把你的方案写下来，让所有人都能看到，并对照方案执行。
- f. 要明白，规划一个好方案不一定需要很多时间。

2.5 坚定地从头至尾执行方案

- a. 规划做得再好，不执行也无济于事。

b. 良好工作习惯的重要性常被大大低估。

c. 建立清晰的衡量标准来确保你在严格执行方案。

2.6 谨记：如果你找到了解决方案，弱点是不重要的

a. 考察你犯错误的类型，并识别你通常在五步流程中的哪一步上做得不好。

b. 每个人都至少有一个最大的弱点阻碍其成功，找到你的这个弱点并处理它。

2.7 理解你和其他人的“意境地图”与谦逊性

3 做到头脑极度开放

3.1 认识你的两大障碍

a. 理解你的自我意识障碍。

b. “两个你”在争夺对你的控制权。

c. 理解你的思维盲点障碍。

3.2 奉行头脑极度开放

a. 诚恳地相信你也许并不知道最好的解决办法是什么，并认识到，与你知道的东西相比，能不能妥善处理“不知道”才是更重要的。

b. 认识到决策应当分成两步：先分析所有相关信息，然后决定。

c. 不要担心自己的形象，只关心如何实现目标。

d. 认识到你不能“只产出不吸纳”。

e. 认识到为了能够从他人的角度看待事物，你必须暂时悬置判断，只有设身处地，你才能合理评估另一种观点的价值。

f. 谨记，你是在寻找最好的答案，而不是你自己能得出的最佳答案。

g. 搞清楚你是在争论还是在试图理解一个问题，并根据你和对方的可信度，想想哪种做法最合理。

3.3 领会并感激：深思熟虑的意见分歧

3.4 和可信的、愿意表达分歧的人一起审视你的观点

a. 为最坏的情况做准备，以尽量使其不那么糟糕。

3.5 识别你应当注意的头脑封闭和头脑开放的不同迹象

3.6 理解你如何做到头脑极度开放

a. 经常利用痛苦来引导自己进行高质量的思考。

b. 将头脑开放作为一种习惯。

c. 认识自己的思维盲点。

d. 假如很多可信的人都说你正在做错事，只有你不这么看，你就要想想自己是不是看偏了。

e. 冥想。

f. 重视证据，并鼓励其他人也这么做。

g. 尽力帮助其他人也保持头脑开放。

h. 使用以证据为基础的决策工具。

i. 知道什么时候应当停止为自己的观点辩护，信任自己的决策程序。

4 理解人与人大不相同

4.1 明白你与其他人的思维方式能带来的力量

a. 我们拥有各种天生特征，既可能帮助自己也可能伤害自己，取决于如何应用。

4.2 有意义的工作和有意义的人际关系不仅是我們做出的美好选

择，而且是我们天生的生理需求

4.3 理解大脑里的主要斗争，以及如何控制这些斗争，以实现“你”的愿望

- a. 要明白，意识与潜意识在不断斗争。
- b. 要知道最常发生的斗争是情绪和思考的斗争。
- c. 调和你的情绪和思考。
- d. 善择你的习惯。
- e. 坚持友善地训练“较低层次的你”，以养成好的习惯。
- f. 理解右脑思维和左脑思维的差别。
- g. 理解大脑可以改变的程度。

4.4 认识自己和他人的特性

- a. 内向与外向。
- b. 直觉与感知。
- c. 思考与感觉。
- d. 计划与发觉。
- e. 创造者、推进者、改进者、贯彻者与变通者。
- f. 关注任务与关注目标。
- g. 职场人格量表。
- h. 塑造者是能从构想一路走到构想实现的人。

4.5 无论你要实现什么目标，让合适的人各司其职以支持你的目标，是成功的关键

- a. 管理你自己，并协调其他人实现你的目标。

5 学习如何有效决策

5.1 要认识到：（1）影响好决策的最大威胁是有害的情绪；（2）决策是一个两步流程（先了解后决定）

5.2 综合分析眼前的形势

- a. 你能做的最重要的决定之一是决定问谁。
- b. 不要听到什么信什么。
- c. 所有东西都是放在眼前看更大。
- d. 不要夸大新东西的好处。
- e. 不要过度分析细节。

5.3 综合分析变化中的形势

- a. 始终记住改善事物的速度和水平，以及两者的关系。
- b. 不必过于精确。
- c. 谨记“80/20法则”，并明白关键性的“20%”是什么。
- d. 不要做完美主义者。

5.4 高效地综合考虑各个层次

- a. 用“基线以上”和“基线以下”来确定谈话位于哪一层。
- b. 谨记，决策需要在合理的层次做出，但也应在各层次之间保持一致。

5.5 综合分析现实、理解如何行动的最好工具是逻辑、理性和常识

5.6 根据预期价值计算做决策

- a. 不管你押对的概率已经有多大，提高你的押对概率始终有价值。
- b. 知道什么时候不要去押注，和知道什么注值得押同样重要。

c. 最好的选择是好处多于坏处的选择，不是毫无坏处的选择。

5.7 比较更多信息带来的价值和不做决定造成的成本，决定优先顺序

a. 先把你的“必做之事”做完，再做你的“想做之事”。

b. 你很可能没有时间处理不重要的事，那最好将它留着，以免自己没有时间处理重要的事。

c. 不要把概率当作可能性。

5.8 简化

5.9 使用原则

5.10 对你的决策进行可信度加权

5.11 把你的原则转换成算法，让计算机和你一起决策

5.12 在深刻理解人工智能之前不要过度信赖它

第三部分

工作原则

工作原则概要与列表

我将工作原则概要陈列于此，以便你浏览，选择你感兴趣的阅读。
你也可以跳过这部分，直接读正文。

第三部分 工作原则

- 一个机构就像一部机器，主要由两组部件构成：文化和人

a. 优秀的机构拥有优秀的人和优秀的文化。

b. 优秀的人具备高尚的品格和出色的能力。

c. 优秀的文化不掩盖问题和分歧，而是公开妥善解决，喜欢让想象力驰骋且愿意开创先河。

- 严厉之爱有助于成就优异的工作业绩和建立良好的人际关系

a. 为了成就伟大事业，对不应妥协的事情就必须坚持立场、寸步不让。

- 基于可信度加权的创意择优是实现有效决策的最佳模式

- 让热情与工作合二为一，并与志同道合者倾力推进

打造良好的文化.....

1 相信极度求真和极度透明

1.1 不要惧怕了解事实

1.2 为人要正直，也要求他人保持正直

a. 若不想当面议论别人，背地里也不要说，要批评别人就当面指出来。

b. 不要因忠诚于个人而阻碍追求事实和整个机构的利益。

1.3 营造一种氛围，让每个人都有权了解合理之事，不可保持异议却缄默不语

- a. 表达出来，并对你的观点负责，否则就走人。
- b. 切记要绝对开诚布公。
- c. 切莫轻信不诚实之人。

1.4 要保持极度透明

- a. 通过透明实现正义。
- b. 分享最难分享的事情。
- c. 要把极度透明的例外事项减到最少。
- d. 确保让因极度透明而获得信息的员工意识到，他们有责任妥善管理好信息，做出明智的权衡。
- e. 要向善于管理信息的人透明，对那些不善管理信息的人，要么不透明，要么将其清除出公司队伍。
- f. 不要向公司的敌人提供敏感信息。

1.5 有意义的人际关系和有意义的工作相互促进，尤其是在极度求真和极度透明的环境下

2 做有意义的工作，发展有意义的人际关系

2.1 忠于共同的使命，而非对此三心二意之人

2.2 对相互交往要一清二楚

- a. 确保员工要多体贴他人，少向别人索取。
- b. 确保人人都理解公平合理与慷慨大方的区别。
- c. 要清楚界限在哪里，并站在公平的另一端。
- d. 酬劳与工作相适应。

2.3 要认识到机构规模过大会对建立有意义的人际关系构成威胁

2.4 要记住很多人只是假装为你工作，而实际上是在追求一己私利

2.5 珍视诚实、能力强、表里如一的员工

3 打造允许犯错，但不容忍罔顾教训、一错再错的文化

3.1 意识到错误是事物演变过程中的自然连带部分

a. 把失败变成好事。

b. 不要为你自己或他人的错误而懊恼，要珍爱它！

3.2 不要纠结于一时的成败，要放眼于达成目标

a. 不要纠结于“埋怨”还是“赞美”，而要专注于“准确”还是“不准确”。

3.3 观察错误模式，判断是否因缺点引起

3.4 记住在经历痛苦后要反思

a. 要能够反思，并确保你的员工也能如此。

b. 要知道，没有人能客观地看待自己。

c. 教导并强化“吃一堑、长一智”的道理。

3.5 知道哪些错误可以接受，哪些错误无法容忍，不要让你的员工犯不可接受的错误

4 求取共识并坚持

4.1 认识到冲突对建立良好的人际关系至关重要，因为人们正是用冲突来检验各自的原则是否一致以及能否解决彼此的分歧

a. 求取共识要不吝时间与精力，因为这是你能做出的最佳投资。

4.2 知道怎样求取共识和掌控分歧

a. 把可能的分歧摆到桌面上。

b. 区分苍白的抱怨和有助于改进工作的诉求。

c. 要记住每个故事都有另一面。

4.3 保持开放心态，同时也要坚定果断

a. 区别心态开放和心态封闭的人。

b. 远离心态封闭的人。

c. 提防那些羞于承认自己并非无所不知的人。

d. 确保工作负责人以开放的心态对待问题和他人的意见。

e. 认识到求取共识是双向的责任。

f. 实质重于形式。

g. 自己要通情达理，也期待别人通情达理。

h. 提建议、提问题与批评是不一样的，所以别混淆。

4.4 如果由你主持会议，应把握好对话

a. 明确会议的主持人和会议的服务对象。

b. 表述要清晰准确，以免造成困惑。

c. 根据目标和优先次序来确定采用什么样的沟通方式。

d. 主持讨论时要果断、开明。

e. 在不同层面的讨论对话中穿梭对照。

f. 谨防“跑题”。

g. 坚持对话的逻辑性。

h. 注意不要因集体决策而丧失个人责任。

i. 运用两分钟法则避免持续被别人打断。

j. 当心讲起话来不容置疑的“快嘴王”。

k. 让对话善始善终。

l. 运用沟通手段。

4.5 伟大的合作如同爵士乐演奏

a. $1 + 1 = 3$ 。

b. 3—5人的效率高于20人。

4.6 珍惜志同道合者

4.7 如果你发现自己无法调和相互间的主要分歧——尤其是价值观层面的——要考虑是否值得维持这种关系

5 做决策时要从观点的可信度出发

5.1 采用创意择优，需要你了解每个人观点的长处

a. 如果你自己无法成功完成某件事，就不要想着指导别人该如何完成。

b. 要知道每个人都有自己的观点，但通常不是什么好点子。

5.2 关注可信度最高、与你观点不一致的人，尽量理解其推理过程

a. 要分析人们的可信度，以评价其观点正确的可能性。

b. 较可信的观点很可能出自以下两种人：（1）至少曾经三次成功解决过相关问题；（2）对所得结论的因果关系分析很有道理。

c. 若某人并无经验，但其所讲道理似乎符合逻辑且可经受压力测试，则一定要试一试。

d. 要更关注发言人的推理过程，而非其结论。

e. 没经验的人也不乏好点子，有时远远胜过有经验的人。

f. 每个人都应在表达观点时信心满满。

5.3 考虑好你要扮演老师、学生、同事中的哪个角色，你应该去说教、提问还是辩论

a. 学生理解老师比老师理解学生更重要，尽管二者都重要。

b. 每个人都有权利和责任尽力了解重要的事情，还必须保持谦逊和非常开放的心态。

5.4 要了解人们提出意见的过程和逻辑

a. 无论你向谁提问，对方一般都会提供“答案”，所以要仔细考虑向谁提问。

b. 让每个人都可肆意评论其他人的观点，此举低效且浪费时间。

c. 提防以“我以为……”为开头的发言。

d. 系统梳理员工的工作记录，评估其发言的可信度。

5.5 处理分歧务必高效

a. 知道适时终结辩论，推动就下一步措施形成共识。

b. 可信度加权可以作为工具，但不能取代责任人的决策。

c. 如果你自己没有时间全面检视每个人的想法，则要明智选取具有可信度的观点。

d. 若由你负责做决策，要把可信度加权后得出的结论和你自己的想法做比较。

5.6 每个人都有权利和义务去设法了解重要的事情

a. 沟通是为了获得最佳回应，故应与最相关的人沟通。

b. 以教育或促成共识为目的的沟通，不仅仅是为了获得最佳答案，故应让更多的人参与。

c. 要认识到你没有必要凡事都做出判断。

5.7 要更关注决策机制是否公允，而非是否如你自己所愿

6 知道如何超越分歧

6.1 要牢记：相互达成协议时不能忽视原则

a. 每个人都要遵守相同的行为原则。

6.2 不要让大家把发牢骚、提建议、公开辩论的权利与决策权相混淆

a. 对决策本身以及决策者提不同意见时，要有大局意识。

6.3 不要对重大分歧不闻不问

a. 专心协商大事时，别被琐事烦扰。

b. 不要被分歧束缚住——要么提交上级裁定，要么投票表决！

6.4 一旦做出决定，任何人都必须服从，即便个人可能有不同意见

a. 着眼大局。

b. 不要让创意择优变成无法无天。

c. 不要容忍暴民手段。

6.5 如果创意择优与机构的利益相冲突，就难免会造成危害

a. 只有在罕见或极端情况下才宣布“宵禁”，此时可暂不考虑遵守原则。

b. 当心可能有人提出为了“机构的利益”而临时放弃创意择优。

6.6 要知道一旦有权做决定的人不想依原则行事，规矩就会被破坏

用对人……

7 比做什么事更重要的是找对做事的人

7.1 你最重要的决策是选好工作的责任人

a. 最重要的责任人是在最高层负责订立目标、规划成果和组织实施

的人。

7.2 负最终责任的人应是对行为后果承担责任的人

a. 确保每个人都有上级领导。

7.3 要记住事情背后是人的力量

8 要用对人，因为用人不当的代价高昂

8.1 让合适的人做合适的事

a. 要考虑你寻找的人应具备什么样的价值观、能力和技艺（按此顺序）。

b. 要用系统性思维和科学方法招聘人才。

c. 注意：人与职责要相匹配。

d. 要找出色的人，而不是“此类即可”。

e. 不要凭借你的影响力帮别人找工作。

8.2 要记住人与人存在差异，认识不同、思维不同使不同的人适合不同工作

a. 明白如何进行个性评估，并清楚结果含义。

b. 人容易选择与自己相似的人，因此安排面试官要确保其能发现你想招的人。

c. 选用那些能客观认识自己的人。

d. 要记住人一般不会随岁月有太大变化。

8.3 对待你的团队要像体育界管理者那样：没人能靠一己之力单独取胜，但每个人都必须战胜对手

8.4 关注人的过往经历

a. 核查情况。

- b. 学习成绩不能充分证明这个人是否具备你想要的价值观和能力。
- c. 概念思维能力强固然最佳，但经验丰富、业绩出众也很重要。
- d. 警惕不切实际的理想主义者。

e. 不要假定在别处获得成功的人也同样能胜任你所要求的工作。

f. 确保你选用的人要品格好、能力强。

8.5 找人不仅是干份具体工作，你还要愿意与其分享你的生活

a. 选那些会问很多好问题的人。

b. 让求职者知道这份工作的阴暗面。

c. 合作者必是意趣相投之人，但也须是诤友。

8.6 考虑薪酬时，要提供稳定性也要让人看到机会

a. 依人发薪，而非依工作岗位发薪。

b. 薪酬至少要大体上与业绩测评结果挂钩。

c. 薪酬要高于一般水平。

d. 要更多想着如何把蛋糕做大，而非怎样切蛋糕才能使自己获得最大的一块。

8.7 要记住维系伟大的合作关系，比金钱更重要的是体贴和宽厚

a. 对人要宽宏大量，也这样要求别人。

8.8 出色的人不容易找，所以要想着怎样留住人

9 持续培训、测试、评估和调配员工

9.1 要懂得你和你的下属将经历个人成长

a. 认清优缺点后，个人会飞速成长。结果是，职业路径并非当初所料。

b. 培训引导个人发展。

c. 授人以渔，而不是授人以鱼，即便这意味着会使他们犯些错。

d. 经验会形成内化的学习，这是书本学习无法替代的。

9.2 不断提供反馈

9.3 准确评价人，不做“好好先生”

a. 到最后，准确和善意是一回事。

b. 正确运用褒贬。

c. 考虑准确度，而非后果。

d. 做出准确评价。

e. 要像从成功中学习一样从失败中学习。

f. 多数人做过的事和他们正在做的事，并不像他们认为的那么重要。

9.4 严厉的爱既是最难给的，也是最重要的爱（因为它很不受欢迎）

a. 虽然多数人爱听好话，但准确的批评更加难得。

9.5 对人的观察不要讳莫如深

a. 从具体细节中综合判断。

b. 从点数中发掘有用信息。

c. 对某个点数挖掘别太过度。

d. 采取业绩调查、绩效指标和正式考核等评价工具来记录一个人的所有表现。

9.6 让学习过程变得开放、有成长性和不断重复

a. 绩效指标要清晰公正。

b. 鼓励员工客观反思自己的业绩。

c. 要有全局观。

d. 对业绩考核要从具体案例开始，找出规律，与被考核人一起探究证据以求取共识。

e. 评估人时，你可能犯的两个最大错误是：对自己的评估过度自信，无法取得共识。

f. 达成评估共识不能以等级论。

g. 通过针对错误及其根源的坦诚对话来了解你的员工，也让员工了解你。

h. 确保员工做好工作，不必事无巨细进行监督。

i. 改变是很难的。

j. 通过发现人的缺点来帮人渡过难关。

9.7 了解人们怎样处事和判断这种处事方式能否取得好结果，这比了解他们做了什么更重要

a. 如果一个人工作干得不怎么样，要考虑这是由于学习不够，还是能力不足。

b. 培训和测试一个业绩不佳的员工时，常见的错误在于，只看其是否掌握所需技能，而不是评估他们的能力。

9.8 如果你跟某人真的就他们的缺点取得共识，这些缺点可能真的存在

a. 评判员工时，不必达到“没有一丝疑点”的境界。

b. 用不了一年时间，你就能了解一个人是什么样的人，他们是否适合其岗位。

c. 在员工任职期间持续评估。

d. 要像评估应聘者一样严格评估员工。

9.9 培训、保护或辞退员工，不要修复

a. 不要让员工尸位素餐。

b. 准备好“朝你爱的人开枪”。

c. 某个人“不适合某个岗位”时，要考虑是否有更适合他的空缺，还是你需要让他们离开公司。

d. 要慎重对待把不称职的员工换到新岗位。

9.10 换岗是为了人尽其才，有利于整个团队

a. 换到新岗位前，要让员工“完成职责”。

9.11 不要降低标准

建造并进化你的机器.....

10 像操作一部机器那样进行管理以实现目标

10.1 从高层面俯视你的机器和你自己

a. 不断把结果和你的目标进行对照。

b. 出色的管理者就是一家机构的工程师。

c. 制定量化评价工具。

d. 要注意别把精力过多用于应付各种事务，而忽视你的机器。

e. 别被突发事件分散注意力。

10.2 应对每个问题的手段都要服务于两种目的：（1）让你与目标更为接近；（2）能够对机器（人和设计）进行培训和测试

a. 经历的每件事都是一个案例。

b. 如果出现问题，要在两个层面进行讨论：（1）机器层面（该结果怎样产生）；（2）案例层面（如何应对）。

- c. 制定规则时，要解释清楚背后的原则。
- d. 你的政策应当是你的原则的自然延伸。
- e. 尽管好的原则、政策几乎都会提供良好的指南，但要记住每条规则都会有例外。

10.3 了解管理、微观管理和不管理的区别

- a. 管理者必须确保自己负责的领域运转有效。
- b. 管理你的下属就好比是在“一起滑雪”。
- c. 优秀的滑雪者当滑雪教练要比新手当教练强。
- d. 你应当把具体工作授权给员工做。

10.4 了解员工及其工作的动力，因为人是你最重要的资源

- a. 经常了解那些对你和公司重要的人。
- b. 对员工的信心应通过了解而来，而不是随意猜测。
- c. 根据你的信心大小进行不同程度的调查了解。

10.5 明确职责

- a. 记住谁负什么责任。
- b. 防止“角色错位”。

10.6 深入探究你的机器以了解你能从它那里期待些什么

- a. 获取足够程度的理解。
- b. 不要保持太远的距离。
- c. 利用“每日更新”来了解团队成员的行为和思想。
- d. 问责以了解问题会不会突然发生。
- e. 问责过程要触及你直接下属的下一级。

f. 允许你下属的下属随时越级向你汇报。

g. 别想当然地认为员工的答案都是正确的。

h. 要学会明察秋毫。

i. 让问责过程透明，而非私下问责。

j. 欢迎被问责。

k. 对事物的看法和思维方式截然不同的人，相互间的沟通通常不畅。

l. 不放过一个可疑线索。

m. 解决问题有很多办法。

10.7 像公司的拥有者那样思考，要求你的同事也这样做

a. 休假也不应忘记责任。

b. 强迫自己和员工做困难的事。

10.8 承认并应对好关键人物风险

10.9 不要对所有人等同视之，要合理对待、有所区别

a. 别轻易被迫让步。

b. 关心员工。

10.10 优秀的领导一般不是表面上看起来那么简单

a. 既要弱，又要强。

b. 不要担心你的员工是不是喜欢你，不要让他们告诉你要如何做事。

c. 不要发号施令让别人服从你，要努力为人所理解并理解他人，以达成共识。

10.11 确保你和你的员工承担相应的责任，也欢迎别人监督你负起

责任

a. 如果你已经与别人就某事的做法达成一致，要确保其按此操作，除非你们就改变做法已形成共识。

b. 区分两种不同的失败情况，一种是没有遵守约定，第二种是根本没立约定。

c. 避免下沉现象。

d. 当心那些混淆目标和任务的人，因为如果他们分不清楚，你就不能信任他们并给他们委派职责。

e. 当心缺乏重点、徒劳无益的“理论上应当”。

10.12 清楚地传达计划，用明确的量化指标对进展予以评估

a. 继续推进之前要回顾计划执行情况。

10.13 在无法充分完成职责时，将问题提交给上级解决，让你的下属也积极主动这样做

11 发现问题，不容忍问题

11.1 如果你不担心，你就要担心了；如果你担心，你就不必担心

11.2 对机器进行设计和监督，确保能发现哪些事情做得好、哪些不够好，否则就自己动手做

a. 指定员工负责发现问题，给他们时间进行审查，确保他们有独立的报告路线能够反映问题，而不必担心揭丑的后果。

b. 当心“温水煮青蛙综合征”。

c. 当心从众心理。即便没有人担心，也不表明没有问题存在。

d. 发现问题时，要把结果与目标相对照。

e. “尝尝汤的味道”。

f. 尽量让更多双眼睛来寻找问题。

g. “打开瓶塞”。

h. 最熟悉工作的人最有发言权。

11.3 在分析问题时非常具体，不要泛泛而谈

a. 不要用“我们”“他们”这种不指名道姓的说法，以掩盖个人责任。

11.4 不要害怕解决难题

a. 必须理解，那些有良好解决方案的问题不同于没有解决方案的问题。

b. 以机器的方式来发现问题。

12 诊断问题，探究根源

12.1 为了做好诊断，要先问以下问题：1.结果是好是坏？2.谁对结果负责？3.如果结果不好，是因为责任人能力不够还是机器设计有问题？

a. 问自己：“还有人能以别的方式完成这个工作吗？”

b. 找出五步流程中的哪一步出了问题。

c. 找出哪些原则被违反了。

d. 避免“事后诸葛亮”。

e. 不要把某人所处环境的优劣与其应对方法的优劣混为一谈。

f. 要认识到这样的事实，别人不知道怎么做，并不意味着你就能知道怎么做。

g. 问题的根源不是一次行动而是一个原因。

h. 为了分清楚哪些是人手不足的问题，哪些是能力不够的问题，要考虑如果在特定岗位上人手充足会把工作做得如何。

i. 要记住管理者通常出于以下5个原因之一（或更多）而失败或未能达成目标。

12.2 通过持续诊断来保持综合判断的与时俱进

12.3 诊断应当有成果

a. 如果让同样的人做同样的事，会产生同样的结果。

12.4 使用如下的“深挖”技巧，对出现问题的部门或下级部门形成一个基于80/20法则的印象

12.5 诊断是实现进步和建立良好人际关系的基础

13 改进机器，解决问题

13.1 建造你的机器

13.2 把原则和落实原则的方法系统化

a. 认真思考你做决策所依据的标准，据此建造优秀的决策机器。

13.3 好的计划应该像一部电影脚本

a. 让自己一段时间置身于“痛苦的位置”，更深入地理解你为了什么而设计。

b. 设想其他可能的备选机器及其运行的结果，然后做出选择。

c. 不仅要考虑第一轮的后果，更要考虑第二、第三轮的后果。

d. 定期召开会议，让公司像瑞士钟表一样精准运行。

e. 一部好的机器要考虑人可能并不完美这一因素。

13.4 设计是一个循环往复的过程，在不满意的“现在”与美好的“未来”之间有一个“不断努力”的阶段

a. 懂得“清洗风暴”的力量。

13.5 在设计组织结构时，要围绕目标而不是围绕任务

a. 自上而下地建设组织。

b. 每个人都必须由一位具有可信度的、奉行高标准的人来监督。

c. 金字塔塔尖上的人应当有管理直接下属的技能和专注力，并对下属的工作有深入理解。

d. 在设计组织时，运用五步流程是通往成功的捷径，不同员工能在不同步骤发挥良好作用。

e. 不要让一个机构去适应员工。

f. 要考虑机构的规模多大为宜。

g. 按照“万有引力”定律，以最合乎逻辑的办法来划分业务部门及其下属部门。

h. 让各部门尽可能自给自足，以便控制所需的资源。

i. 为保证联络和沟通顺利，高级管理人员与基层管理人员的比例、基层管理人员与其直接下属的比例应当控制在一定范围。

j. 在设计中要考虑继任计划和培训安排。

k. 不要仅盯着你自己的工作，还要关注如果你不在场，工作会如何开展。

l. 为确保正确完成关键任务，宁要“做两遍”而不要“二次确认”。

m. 使用顾问要明智，防止过度依赖顾问。

13.6 描绘一幅金字塔形的组织架构图，任何两条由塔顶向下连接塔底的线不应产生交叉

a. 当遇到跨部门或跨附属部门的问题时，让金字塔交汇点上的人来处理。

b. 不要替别的部门的人完成工作，也不要从其他部门抽人来为你工作，除非你征得该部门管理者的同意。

c. 防止“部门错位”。

13.7 必要时可建立“护栏”，但最好不要有“护栏”

a. 不要指望人们能意识到并消除自己的盲点。

- b. 考虑“三叶草”式的设计。

13.8 保持战略规划不变，在环境允许的情况下可以进行适当的战术微调

- a. 不要让权宜之计超越战略目标。
- b. 同时考虑大局和细节，理解二者之间的联系。

13.9 保持适当的监控，让谎言没有可乘之机

- a. 进行调查并让员工知道你将开展调查。
- b. 要知道如果没有警察（审计人员），法律就毫无意义。
- c. 当心橡皮图章。
- d. 按你的要求花钱的人在花钱上可能会大手大脚。

- e. 通过“杀鸡儆猴”阻止不良行为。

13.10 报告路线和职责描述要尽可能清晰

- a. 不要根据头衔，而要根据工作流程设计和人员的能力分配职责。
- b. 要不断思考如何产生以小博大的杠杆效应。
- c. 雇用少数聪明人才并赋予他们最好的技术手段，要远胜于雇用大量普通人并配给一般的技术。
- d. 使用助手来提高效率。

13.11 要知道几乎做每件事所花费的时间和资金都比你预期的要多

14 按既定计划行事

14.1 朝着令你和你机构振奋的目标去奋斗，要考虑怎样把任务与那些目标挂钩

- a. 协调一致激励大家前行。
- b. 别冲动，磨刀不误砍柴工。

c. 寻找有创意、聪颖的解决方案。

14.2 要意识到每个人都忙得不可开交

a. 不要灰心丧气。

14.3 使用检查清单

a. 不要把检查清单和个人责任相混淆。

14.4 要留出时间休整

14.5 鸣钟庆祝

15 运用工具和行为准则工作

15.1 把系统化的原则嵌入工具以践行创意择优具有特别重要的价值

a. 为了促进真正的行为改变，必须内化学习或变成习惯。

b. 利用工具搜集数据，经过处理形成结论和行动。

c. 把原则阐述清楚，运用各种工具和计划来推进实施，形成信任、公平的氛围，使任何结论都可以通过跟踪其背后的逻辑和数据来加以评估。

16 千万别忽视了公司治理

16.1 为了取得成功，所有机构都必须建立制衡机制

a. 即使在创意择优下，靠观点胜出也不是分派责任和权力的唯一决定因素。

b. 要确保公司里没有任何人比体系更强大，也没有任何人重要到不可替代。

c. 当心出现诸侯割据。

d. 设计一个机构的组织架构和规则时，要确保制衡机制能发挥作用。

e. 确保报告路线清晰。

f. 决策权归属要清晰。

g. 要确保从事履职评估的人：（1）有时间掌握被评估对象工作情况的全面信息；（2）有能力实施评估；（3）没有利害冲突阻碍其有效行使监督权。

h. 决策者能够接触做决策所需的信息，但必须守信用、妥善安全保管信息。

16.2 在创意择优下，CEO单人决策没有集体决策好

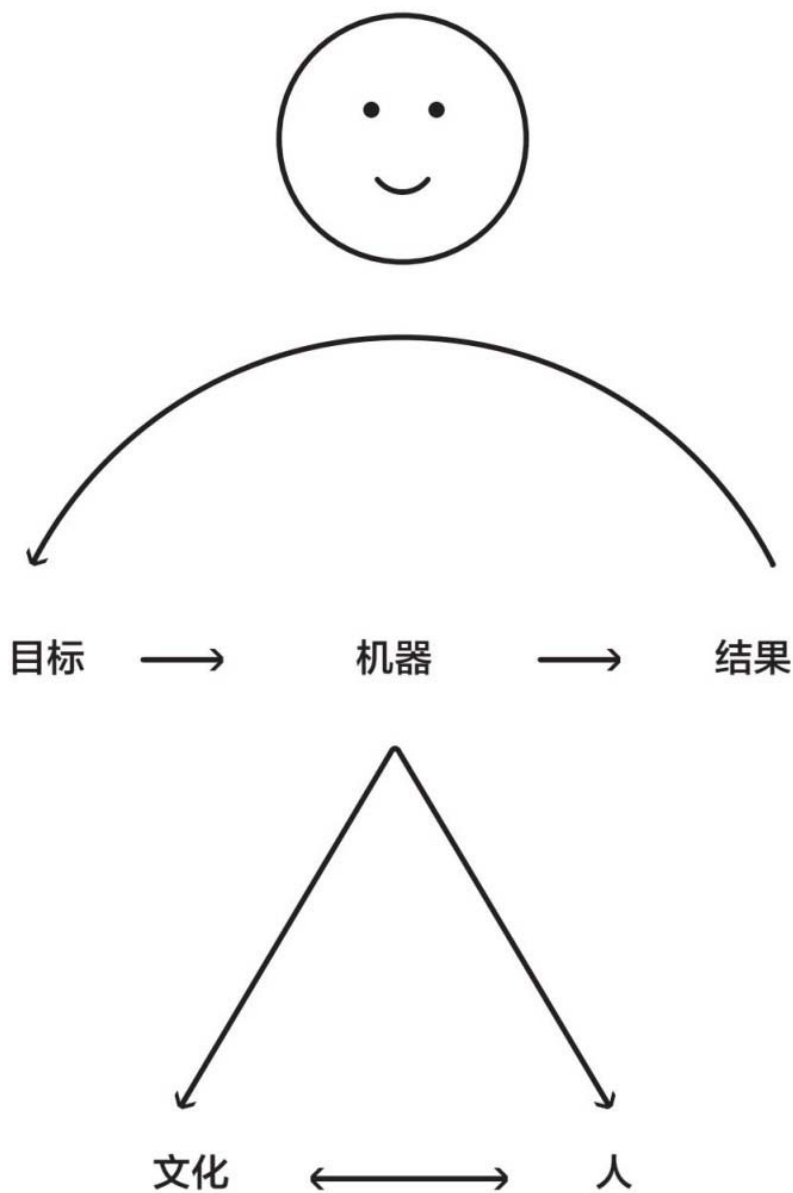
16.3 原则、规矩、制衡等组成的治理体系不能取代出色的伙伴关系

任何组织或机构若想正常运转，
其工作原则必须与其成员的生活原则
相契合。

我的意思不是说方方面面都要保持一致，而是必须在最重要的事情（例如所从事的工作以及彼此之间的相处）上相契合。

如果一个机构的员工感受到这种工作原则和生活原则的一致性，他们就会珍惜彼此之间的相处，从而和谐地共事，这种文化将渗透到他们所做的每件事情中。如果他们感受不到这种契合，工作的目标就会出现差异甚至冲突，他们会对彼此如何相处感到困惑。因此，每个机构，包括公司、政府、基金会、学校、医院等，都应当明确、清晰地阐明其工作原则和价值观，并持续贯彻下去。

工作原则和价值观并不是像“顾客至上”或“争取做行业龙头”那样含糊不清的标语口号，而是一系列具体的指南，每个人都能看懂、遵循和践行。这部分我们将从生活原则转向工作原则，重点阐述我们在桥水是如何把两类原则有机统一起来的，及其对我们的工作业绩产生了怎样的影响。但首先，我想先介绍一下我对机构的看法。



- 一个机构就像一部机器，主要由两组部件构成：文化和人

二者之间相互产生影响，因为机构的人塑造了机构的文化，而机构的文化决定了机构选用什么样的人。

a. 优秀的机构拥有优秀的人和优秀的文化。能够持续进步改善的公司同时拥有优秀的人和优秀的文化。没有什么比获得优秀的文化和

优秀的人更重要，也没有什么比这更难。

b.优秀的人具备高尚的品格和出色的能力。我所说的高尚的品格，是指能够实事求是、开诚布公，致力于所在机构的事业；出色的能力，是指他们具备能力和技艺，能够出色地完成工作。只具备其中一种素质的人是危险的，不应留在机构里，而同时具备两种素质的人则难得一遇，必须倍加珍惜和善待。

c.优秀的文化不掩盖问题和分歧，而是公开妥善解决，喜欢让想象力驰骋且愿意开创先河。这样能够实现与时俱进。桥水的做法是创意择优，通过极度求真和极度透明，努力从事有意义的工作，建立有意义的人际关系。我所说的有意义的工作，是指人们有激情去投入的事业；有意义的人际关系，是指相互之间能够真心相互关爱（就像一个大家庭）。我认为这两个方面是相辅相成的，而做到极度求真和极度透明，则使工作成就和人际关系都能不断精进。

通过对这部机器的持续跟踪分析，管理层可以将运转结果与目标进行客观的比较，以使其更有效地运转。如果结果与目标不一致，要么是机器设计有毛病，要么是操作机器的人有问题，需要进一步诊断以修改完善。正如第二部分“生活原则”中所提到的，这最好经由五步流程实现：（1）设定清晰的目标；（2）找出妨碍目标达成的问题；（3）诊断出机器的什么部分（哪些设计或哪些人）运转不正常；（4）设计修改方案；（5）采取必要的行动。对一个机构来说，这是最快、最有效的改进提高方法。

这个将问题转化为进步的过程，我称之为“反馈环”，其轨迹正如右图所示。第一幅图表示出现了问题，导致偏离目标，达不到计划的要求。

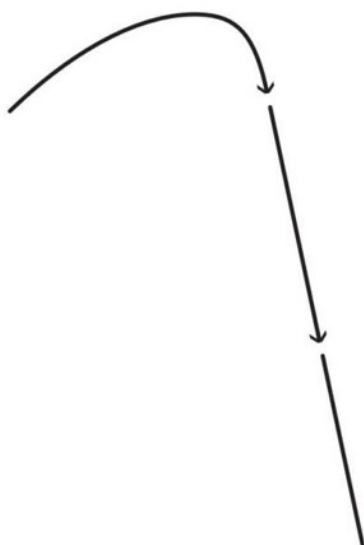
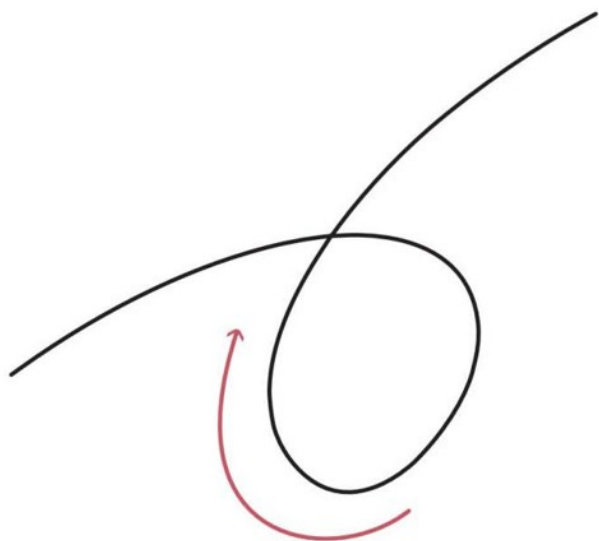
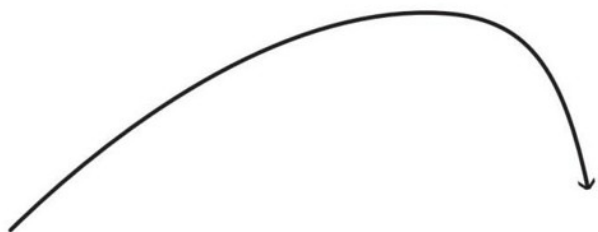
如果你发现了这一下滑趋势，要对问题进行诊断，找出根源所在，提出改进措施并付诸实施，这条曲线的轨迹就会旋转回来并再次向上，如第二幅图所示。

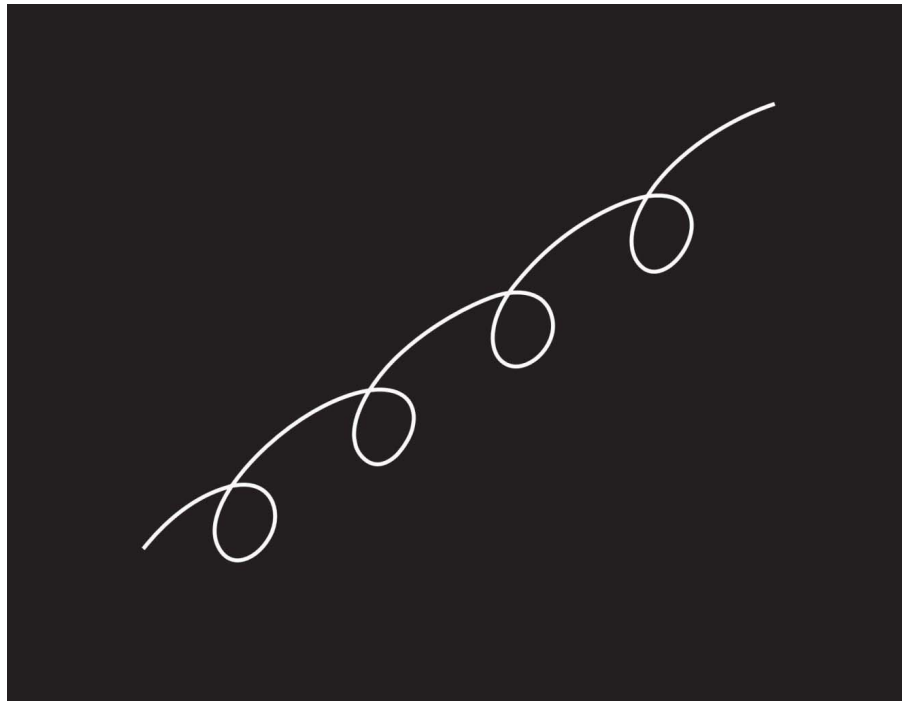
如果你没能发现问题并设计出接近最优的解决方案，或者未能有效实施，那么这种下滑趋势将持续，正如最下面那幅图所示。

当结果与目标出现不一致时，管理者能否及时发现问题、及时调整

工作方案并组织员工弥补缺陷，是其机构能否脱颖而出并在竞争中取胜的关键。一个管理者在这方面的经验越丰富，做得越有效，向上的轨迹就越陡峭。

正如我在“生活原则”部分中所言，这就是我对一个组织、一个机构发展演进过程的想法。机构在发展过程中拥有这样的文化和员工至关重要，因为世界变化太快，往往让人难以预料。我相信，你一定能说出一些公司的名字，由于未能及时发现、解决问题而最终招致失败的命运（如黑莓公司和奔迈公司）。当然，你也知道有极少一些企业，它们一直还经营得不错。但更多的企业是不成功的。比如，40年前，也就是桥水初创之时，构成道琼斯工业平均指数的30家上市公司中，目前仅剩6家。其中的很多公司，像美国制罐、美国烟草、伯利恒钢铁、联合食品、国际镍业、伍尔沃斯等，都已不复存在，还有一些公司（如西尔斯·罗巴克、杰斯曼、柯达）变化大到几乎被人遗忘。而如今在道琼斯指数成分股名单中傲视群雄的公司，如苹果、思科，当时都还没有成立。





那些在过去几十年持续进步的极少数企业，其发展轨迹是相当成功的。桥水在过去40年里也是沿着这样的发展轨迹在前进的。这正是我想展示给你们们的。

如前所述，没有什么比获得优秀的文化和优秀的人更重要，也没有什么比这更难。我们在桥水取得的点滴成就都源于这两个因素，当然我们的每次失败也都源于没有在这两件事上处理好。这听起来挺怪的，因为你可能会认为，对一个全球宏观经济投资者而言，首要的应该是对经济和投资做出正确的判断。的确是这样，但为了做到这一点，我需要首先拥有优秀的人和文化。进一步讲，为了拥有创造成功的激情，我需要从事有意义的工作、发展有意义的人际关系。

作为桥水的掌舵者、创始人，我自然要把它塑造成符合我的价值观和行事原则的公司。我以我自己的方式，与我挑选的人一道追求我渴望的事物，正因如此，我们和桥水一起成长。

在我创立桥水之初，如果你问我目标是什么，我当时会说是为了跟喜欢的人在一起愉快地工作。工作对我来说就像一场游戏，我要跟我喜欢且尊敬的人在一起，玩得有激情，玩得开心。当时，我跟一位橄榄球

球友一道，合伙在我的公寓设立了桥水，他一点市场经验都没有，我们雇了一个朋友做助手。那时我还想不到管理上的问题。在我看来，管理是那些身着灰西装、手持幻灯片的家伙所做的事情。我从未想过要去管理，更不用说制定工作和管理的原则了。

读完“生活原则”，你了解到我喜欢异想天开，喜欢制造新奇、符合实际、前所未有的概念。我特别喜欢跟别人一起完成任务。对于我们之间因深入思考而产生的分歧，我将其当作学习的机会，当作提高正确决策概率的过程。我希望所有员工都是我的“伙伴”而非我的“手下”。简而言之，我当时就在寻找有意义的工作，建立有意义的人际关系。我很快就认识到，做到这些，最好的方式就是与优秀的人为伴去做伟大的事。

对我来说，良好的合作来自对共同价值观和利益的分享、相同的追求价值观和利益的方式、理性并善待对方。同时，合作方之间必须愿意秉承高标准，能够突破分歧开展工作。对良好合作关系形成主要考验的，不在于彼此之间是否有分歧（人们在正常的交往中都会有不同意见），而在于能否把分歧摆上桌面很好地协商解决。对生意伙伴、夫妻以及所有其他关系而言，具备清晰的流程，以便高效、明确地解决分歧是至关重要的。

这就是我所追求的东西，对此认同的人会加入我的团队，桥水就是这样形成的。^[1]当我们的公司只有5个人时，肯定跟后来发展到50人时相比大为不同，等发展到500人、1 000人时，更是完全不一样了。随着公司的成长，差不多每件事物都变得面目全非，但唯独不变的是我们的核心价值观和原则。

当桥水还是一家小公司时，我们遵循的原则是藏于内心而无须讲明的。但随着越来越多的人加入，我不能想当然地认为大家都能了解并遵守这些原则。我感到有必要把我们的原则形成文字，并阐释背后的逻辑。我还很清楚地记得这次转变发生的具体时间，当时桥水的员工刚好超过65人。在此之前，我都是自己为每位员工挑选节日礼物，并且不惜笔墨给每个人都写下一张不一样的贺卡，那一年因为写贺卡疲劳过度，我还把脊背给拉伤了。从那以后，公司进入越来越多，工作中的近距离接触也少了，所以我无法假定大家都了解我的创业初衷和我的奋斗目标，那就是在严厉之爱的基础上形成的创意择优。

- 严厉之爱有助于成就优异的工作业绩和建立良好的人际关

为了表达清楚我所指的严厉之爱的含义，请回忆一下文斯·隆巴尔迪，对我来说，他就是伟大人格的化身。从我10岁起到18岁，隆巴尔迪一直都是绿湾包装工队（美国威斯康星州绿湾市的美式橄榄球队）的教练。在各种资源捉襟见肘的情况下，他率领球队5次获得NFL（国家职业橄榄球大联盟）的冠军。他本人则两次荣膺NFL年度最佳教练奖，如今仍有很多人称他为有史以来最出色的橄榄球教练。隆巴尔迪深爱着他的球员，同时也以强力推动他们做到最好。我过去很钦佩他，现在依然如此，尤其钦佩他从不妥协的处世之道。他的球员、球迷以及他本人都从他的教练方法中获益良多。我甚至幻想着隆巴尔迪能写本书讲述他的原则，我来当读者。

a.为了成就伟大事业，对不应妥协的事情就必须坚持立场、寸步不让。然而，现实中我发现人们总是在妥协，通常是为了避免让他人或自己难堪，这种做法不仅落伍，而且会适得其反。把感觉舒服置于获得成功之前，会对所有人产生不良后果。对于与我共事的人，我爱他们，也会强力推动他们做到最好，我希望他们对待我亦是如此。

起初，我觉得，在桥水与我共事的人就像我的家人一样。当他们自己或者他们的家人生病了，我会让我的私人医生帮忙，以便他们得到很好的治疗。我会邀请所有人来我位于佛蒙特州的家里共度周末，如果他们接受邀请我会感到快乐。结婚生子，我与他们一道庆贺；亲人离世，我和他们共同哀悼。

但需指明的是，这并非爱心聚会。我们对彼此也很严厉，这样我们就能做到极致、做到最好。我感到，我们之间越是相互关爱，对彼此的要求就越严格，从而业绩也就越好，我们能分享的奖赏也越多。这是一个自我增强型的循环。我发现通过这种方式，能让士气低落的人重拾生气，让优异的人更加优异。有时虽然境况不佳，但这种方式的重要性在于能够扭转局面，其作用甚至超过境况不错的时候。

请回顾一下你一生中最艰难的经历。我敢说你我肯定都有同样的经历，与那些像你一样为共同使命奋斗且彼此关爱的人共渡难关，这个过程想必非常值得。我们回顾那些极具挑战的时刻，会将其作为我们最宝贵的经历。对大多数人来说，加入一个优秀的团队，共同完成一项任务本身比赚钱更有收获。很多研究显示，人的幸福感和他赚到的金钱之间

相关性很低甚至为零，但是，幸福感与一个人所建立的人际关系质量高度相关。

我在1996年把这个想法写入了桥水的备忘录中：

桥水不是那种按照一般化的标准行事、暮气沉沉的公司。在桥水，应该为追求极高的标准拼命去工作，并为因努力而出类拔萃感到欣喜。

我们压倒一切的目标就是做到卓越，或更准确地说，持续精进，使桥水成为一家在各方面都出类拔萃、不断进取的公司。

在追求优异的过程中遇到冲突是再好不过的事情。不应当有长幼尊卑之分。谁讲话有权威要看谁的逻辑站得住脚，而不是看谁的职位高。要让最好的点子胜出，而不要管是谁说的。

（来自自身和他人的）批评是完善工作流程的必备要素，但是，如果不能正确对待，批评就会变得有破坏性。应该客观对待批评，在提出或接纳批评意见时，不应考虑职位高低。

团队合作和团队精神至关重要，包括不容忍未达标的业绩。这是指：（1）认清自己在帮助团队实现共同目标方面的职责所在；（2）有意愿帮助（在一个团队共事的）他人实现共同目标。我们的命运是相互依赖的。要知道可以寻求他人的帮助。由此必然得出这样的结论，业绩不达标在任何情况下都是不可容忍的，因为这会伤害到每一个人。

长期的人际关系，本来就既令人愉悦，又能提高工作效率，所以应有意识地进行培养。人才流失导致需要对新人重新培训，因而于公司不利。

金钱只是取得优异的副产品，而非努力的目标。我们在桥水工作的最重要目标是达到优异并持续精进。说得再明白一些，不是为了大赚其钱。当然，也不是说赚钱少就心满意足了。正相反，你应该期望赚更多的钱。如果我们秉持这个理念，我们的工作就会富有成效，公司的财务状况就会很好。相对地，就会做到人人平等。

桥水的每位员工都应富有主人公精神，自觉按此行事，也监督他人按此行事。

- 基于可信度加权的创意择优是实现有效决策的最佳模式

隆巴尔迪的成功之处，在于让球员遵循他的指导，而我则是让我的

队友去独立思考，撞击不同的视角，从而得出比我们中任何一个人能想到的更高明的结论。我需要营造一种氛围，让每个人都有权利和责任提出自己的看法，并公开捍卫自己所认为的最佳方案，唯此才能找出最好的方案来付诸实施。我需要的是一种真正意义上的创意择优，而非理论上的择取最好创意。因为这种方法能够把那些聪明、独立的思考者召集在一起，让他们砥砺不同观点，从而得出最佳可能的集体建议，并通过基于可信度的分析排序解决彼此之间的分歧，因此它胜过所有其他的决策体系。

我们的创意择优经历了几十年的演变。一开始，我们之间为了谁的观点最好而进行激烈的争吵，就在对分歧的激辩中，我们找到了解决问题的路径，这比我们各自分别想出来的主意都要好。但是，随着桥水的成长壮大，我们的分歧内容和解决之需都有了变化，我们对于如何才能创意择优有了更明确的认识。我们需要构建一个决策体系，在有效权衡不同人所提观点的可信度的同时，还能让每个人都觉得过程是明显公平的。我意识到，如果缺少这个体系，我们将会失去最佳的观点和最好的思想家，而我面对的要么是些只会逢迎的马屁精，要么是些怀揣异议和不满的捣乱分子。

为了充分发挥这个体系的作用，我曾经并且依然相信，我们彼此需要极度求真和极度透明。

极度求真和极度透明

关于极度求真，我指的不是筛选某个人的想法或问题，尤其是那些关键问题，而是说如果我们不能开诚布公地讨论问题、寻找解决路径，我们就找不到同甘共苦的伙伴。

关于极度透明，我的意思是让几乎每个人都能得以了解几乎所有的事物。如果人们得到的信息不全面，就容易受他人影响，也无法做出自我判断。极度透明会减少办公室政治的危害，并降低不当行为的风险，因为不当行为更可能是在遮遮掩掩中产生的，在公开场合则无处躲藏。

有些人把这种行事方式称作直截了当。

我知道，如果工作中做不到全面的实事求是和公开透明，就会导致

公司里面的人被分割为两个层级，即信息灵通的掌权者和其他不明真相的人，因此我让实事求是和公开透明都达到极限。对我来说，在公司里无处不在的创意择优 = 极度求真 + 极度透明 + 可信度加权的决策。

从让一小部分人非正式地讨论什么是事实以及该如何去做，我们在过去的40年间逐渐形成了自己的方法、技术和工具，这把我们带到了完全不同的另一个层次，它拓宽了我们的视野，成为非常宝贵的经验。你会在本书最后关于工具的章节读到相关内容。我们一直坚定不移地营造这种氛围，对那些不喜欢这种环境的人，我们会让其自愿离开公司。

在极度求真和极度透明的情况下，我们会发现我们各自的观点都很片面。这个问题不是桥水独有的，看看你周围的人，皆是如此。正如“理解人与人大不相同”所述，人们往往对同一事物的看法迥异，这取决于各自大脑的思维方式。

了解这些有助于你的成长。一开始，大多数人仍然固执己见，认为自己的想法是最好的，他人若不按自己的思路行事就会有问题。但当他们反复遇到诸如“你怎么知道你自己的想法不是错的呢”“你用什么方法从不同观点中做出最佳决策呢”等问题时，他们不得不审视自己的可信度，同时站在自己和别人的角度去看待问题。这种换位思考会产生良好的集体决策。最好的情况是像“开放源代码”那样，让最佳灵感随意流淌，从产生到消亡，因灵感的优异而快速演变发展。

大多数人起初对这一过程感到很不舒服。虽然他们在理智上认同，但往往在情感上经受挑战，因为这需要他们摆脱自以为是，去试图了解那些他们难以察觉的事实。一小部分人从一开始就能够理解并喜欢这一过程，还有稍微多一点的人因无法忍受而离开了公司，大多数人则坚持了下来，并随年头增长更好地适应，最终变得不再考虑用任何其他的方法。

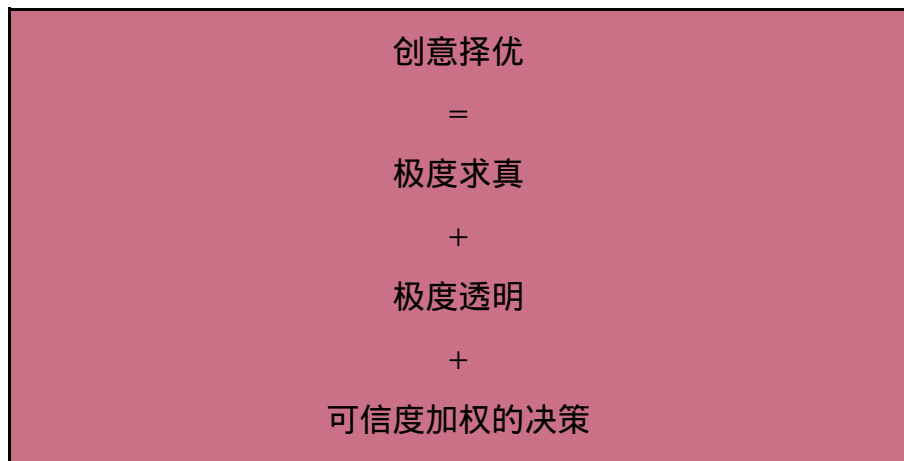
这种做法看似挺难且效率不高，实际上却效率极高。事实上，在一个大多数同事之间都不知道彼此真实想法的机构工作会更难、效率更低。而且，如果人与人之间不能开诚布公，大家就会都戴着面具。正如研究桥水的哈佛大学发展心理学家鲍勃·基根所说，在大多数公司，人们都在从事两个工作：一个是他们自己实际的工作，另一个是努力给别人留下自己如何工作的良好印象。对我们来说，这是件很糟糕的事情。我们发现，把所有事情摆到桌面上的好处在于：（1）不必刻意展示好的

一面；（2）节省了猜测别人想法的时间。由此，就形成了更有意义的工作和更有意义的人际关系。

以下是桥水实现自我增强和螺旋式发展进步的推动力：

1 .从开始希望实现远大目标的单个独立思考者，发展为希望实现远大目标的一群独立思考者。

2 .为了推动这些思考者形成有效的集体决策，我们发明了创意择优，其所基于的原则确保我们都非常诚实、彼此坦诚相待，认真思考观点上的分歧，并以择取最佳创意的方式来超越不同观点，做出决策。



3 .我们把这些决策原则以书面形式记录下来，之后再编码输入计算机，并依此做决定。

4 .这个决策过程既给我们带来过成功，也给我们带来过失败，带给我们更多学习教训的机会，进而形成了更多的原则，它们都被编入系统，用于指导实践。

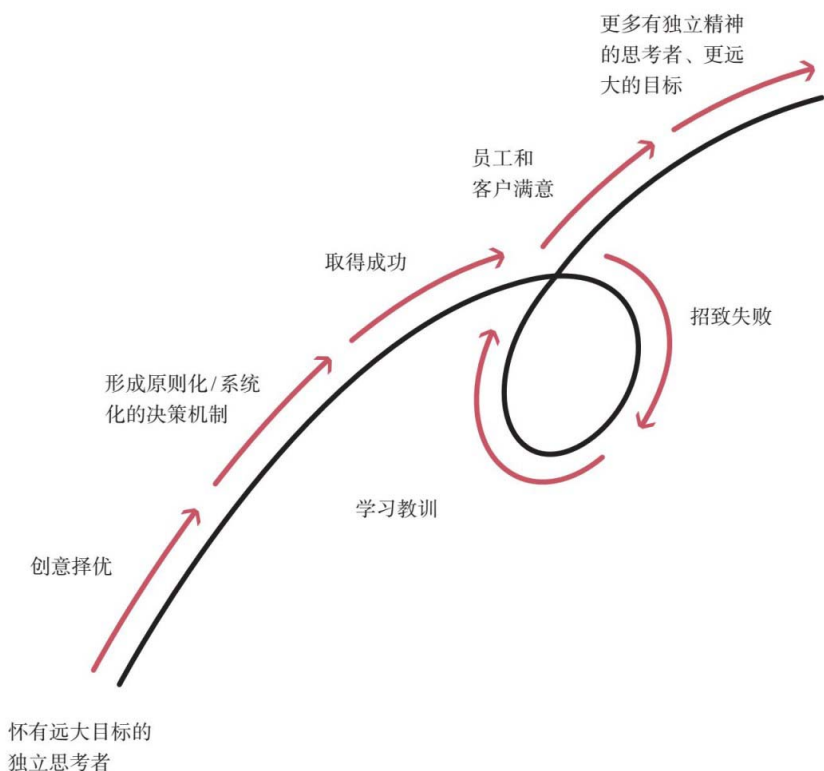
5 .这个过程产生了优异的工作业绩和很好的人际关系，让我们的员工和客户收获了嘉奖和喜悦。

6 .这使我们能够招募到更多怀有远大目标的独立思考者，促进了公司的自我强化和螺旋式发展进步。

我们反复这样做，形成了反馈环式的发展进步路径，桥水过去40多年的成功多赖于此。正如右图所示。

这个办法真的有效！你别只听我说这些话。你可以用两种方式来评估一下这种办法及相应原则可能产生的强大作用：（1）看一下所产生的结果；（2）看一下背后的逻辑。

从结果角度衡量，就像隆巴尔迪及其率领的包装工队一样，我们的业绩本身就说明了问题。在过去的40年里，我们持续发展进步，桥水从我的两居室公寓发展为荣登《财富》杂志美国最重要的私营公司榜单第五位，成为世界最大的对冲基金公司，为客户赚得的资金总额超过了历史上任何一家对冲基金公司。我们荣膺100多项行业表彰，我本人也荣获三个终身成就奖，更不要说那些令人瞩目的在财富上和心理上的奖励了，而最重要的是，建立了极佳的人际关系。



比这些成绩更重要的是支撑这些原则的因果逻辑，它们先于结果而诞生。40多年前，这种行事方式备受争议、未经考验，尽管如此，我认为其很符合逻辑。我会在接下来的内容中解释这个逻辑，你可以做出自己的评估判断。

毫无疑问，我们的方法与众不同。有人甚至把桥水描绘成一个像邪教一样的组织。其实，桥水能取得成功，恰恰是因为它走到了狂热轻信的反面。一群拥有共同价值观的人（这是个极佳的情况）与一群盲目狂热分子（这是个可怕的场景），二者之间有本质的不同，关键看有没有独立的思考。盲目狂热群体要求无原则的服从；而独立思考并挑战彼此的观点都是与盲目狂热背道而驰的行为，这也是我们在桥水的核心做法。

谁疯了

有些人说我们的方法很疯狂，但请想一想：以下究竟哪种方法疯狂，哪种方法明智？

- 使人都追求事实和公开透明的方法，还是使多数人把真实想法隐藏在心底的方法？

- 把问题、错误、弱点、分歧都摆到桌面上认真讨论的方法，还是不把问题直接摆明也不进行讨论的方法？

- 不论等级任何人都拥有提出批评的方法，还是以自上而下为主的批评方法？

- 通过大量数据和广泛人际交往对人进行客观评价的方法，还是更随意地评价人的方法？

- 推动机构追求高标准，从而从事有意义的工作、发展有意义的人际关系的方法，还是区别对待工作质量和人际关系，而且标准不高的方法？

你认为哪种机构能为员工创造更好的发展机会、让彼此建立更深层次的人际关系、产生更好的业绩？你愿意你所在的机构和领导者采用哪种方法？你希望执掌政府的人遵循哪种方法？

我敢打赌，读过本书后，你会赞同我们的工作方法比传统方法更明智，但要记住，我最基本的原则是，你必须自己独立思考。

我为什么写作本书，你怎样从本书中尽可能获益

如果你已是桥水的一分子，会感到我是在用我自己的话来传递这些原则，你从我的眼中会看到梦想和实现梦想的方法。桥水将在现有的基础上继续成长，这取决于你和其他人在下一代领导人的领导下有什么样的愿望，以及怎样去实现你们的愿望。本书意在为你提供一些帮助，而怎么运用则由你自己决定。桥水的这种文化能否持续下去，也取决于你以及接替我的新领导层。我的责任在于，不要把桥水束缚在我所希望的目标上。最重要的是，你和其他接替我的人要做出自己独立的选择。就像父母行将告别成年的儿女，我希望你们所有人都成为坚强、独立的思考者，即使我不在，你们也能表现出色。把你们带到这个阶段，我已尽了最大努力，现已到了该我退居幕后，而你们努力前行的时候。

如果你不是桥水的人，并在思考如何把这些原则应用到你所在的机构，那么本书可用来激发你去思考，而不是当作必须遵循的模式。尽管你无须采纳所有或其中的任意一条原则，但我还是建议你对所有原则都给予认真考量。很多执掌其他机构的人采用了其中部分原则，并对另外一些进行了调整，也摒弃了不少原则。无论你怎么应用，我都能接受。这些原则提供给你的只是一个框架，你可以做出必要调整以适应一己之需。你所追求的目标，也许与桥水一样，也许不一样，无论如何，通过这些原则，你能够得到一些有价值的东西。如果你赞同我的看法，打算把自己的公司也打造成真正创意择优的机构，那么我相信本书对你来说就是无价之宝，因为我还没听说哪个机构像桥水一样对创意择优进行如此深入的思考并付诸实践。如果你认为这样做十分重要，而且坚定不移地朝之努力，在此过程中你会遇到一些障碍，也能找到清除障碍的方法，你一定能达到目的，尽管结果可能并不完美。

这些原则总体上都是很好的，但你要记住，每一个原则都有例外，没有任何一个原则能够取代常识判断。这些原则好比GPS，能帮助你开车找到目的地，但若你盲从盲信，把车开出桥面掉落水中，那就是你的问题，不能怪GPS。当GPS指示方位出现偏差时，是可以通过更新软件来解决的，因此，重要的是把实践原则中遇到的例外情形归纳出来，进行认真讨论，这将有利于这些原则与时俱进。

不管你选了哪条路，你所在的机构都是一部由文化和员工组成的机器，二者互动创造业绩，而这些业绩也为你的机构是否运转良好提供了

反馈。从反馈中吸取经验教训，你可以对文化和员工进行修正，以使这部机器的功能不断改善。

这是一个非常重要的动态过程，我已把工作原则分成三个部分：培育良好的文化、择选英才、打造并更新这部机器。这三个部分的开头都有一个重要的原则。阅读它们可以让你较好地了解每一条中的主要概念。

在这些重要原则之下，还有一些辅助原则，其内容涉及很多各式各样需要做出的决策。这些辅助原则仅供参考，你可能想大致通读一下，但我建议你要像在回答某个具体问题时需借助百科全书或网络搜索引擎一样对待这些辅助原则。例如，如果你不得不解雇（或调离）某个人，你应当运用书中的原则目录进行查找，直接阅读与此相关的章节。在桥水，为了简化流程，我们开发了一种工具，名为“教练”，员工可以把自己面临的特殊问题录入进去，找出能够帮助他们的相应原则。[\[2\]](#)关于“教练”及其他工具可见本书附录。

我主要的目的不是向你推销这些原则，而是与你分享我在40多年职业生涯中吸取的宝贵经验教训。我的目标是让你认真思索，在很多情况下如何进行艰难取舍。在思考原则背后的取舍时，你就能够得出自己的结论，究竟哪些原则最适合你。

这就把我带到了我所提出的最基本的工作原则：

- 让热情与工作合二为一，并与志同道合者倾力推进

工作，要么是（1）你想从事用于养家糊口的一份职业，要么是（2）你想完成的使命，要么是二者的结合体。我敦促你尽可能把工作看成（2），当然也承认（1）的价值。如果你能这样想，那么几乎每件事都会做得比你不同意时更好。

如果有人把工作当成一场燃烧激情、完成使命的游戏，那么可以说，工作原则就是为了这样的人而写的。

[\[1\]](#) 我们把这种运作方式用在了投资和管理中。在投资过程中，我形成了一种实用的思考判断方法，即找出那些能使一家企业和一个经济体获得成功的要素。而在对公司进行管理的过程中，我则需要知道怎样把企业管好。令我感到高兴的是，我自己对这些问题的思考判断，在我们的投资业绩和经营成果上得到了客观验证。

[2] 鉴于原则处于不断完善中，随时都有新原则的加入和老原则的修订，这样原则就会变化。你可以在我即将推出的名为“原则”的App中找到相关内容，下载App见网站 www.principles.com。

打造良好的文化.....

你必须在适合你的文化环境中工作，这是你保持心情愉快、工作高效的基础。你也必须在一个能够有效创造辉煌业绩的文化环境中工作，否则，你就得不到激励你前行的精神和物质奖励。本书这一部分讨论文化问题，我将分享我对如何将企业文化与个人需求进行匹配的个人看法，也会介绍我所认同且起作用的文化类型：创意择优。

我将在第一条介绍什么是创意择优，并探讨为什么极度求真和极度透明对确保创意择优起着至关重要的作用。极度求真和极度透明大概是最难实践的原则，因为其与大多数人的习惯不一致。因为这种行事方式总是被误解，所以我尽力以特别开诚布公的态度来讲述为什么我们要照此运作，以及这种行事方式在实践中如何发挥作用。

第二条的内容转向讨论为什么以及如何打造一种文化来促进有意义的人际关系。有意义的人际关系本身对人就是奖赏，除此以外，它还能够促进形成极度求真和极度透明，让我们彼此问责、共创卓越。

我相信，优秀的文化与优秀的员工一样，能够认识到犯错误也是学习的过程，而恰恰是持续不断的学习，推动一家机构与时俱进、获得成功。在第三条，我们将探讨这方面的原则。

当然，创意择优基于的是相信集思广益并令其经受压力测试，这种方式比让大家各抒己见的效果更好。第四条提出了“求取共识”所需要遵循的原则，就此问题，知道如何认真思考和对待分歧至关重要。

创意择优是指谨慎权衡各个成员观点的优劣。由于很多观点并不好，可每个人都相信自己提出了好点子，那么了解对观点进行有效筛选的程序就很重要。第五条介绍桥水在权衡各种观点可信度的基础上进行决策的机制。

有时即便决策已经做出，分歧也仍旧存在，人们依然需要遵循某些原则解决问题，这些原则应当清晰地传达给员工，持续地得到遵循，并被公认为具有公平性。我将在第六条对此进行具体介绍。

让创意择优以适合你的方式发挥作用

你可能觉得本书的内容在实践中会充满挑战，运用起来太复杂，但如果你像我一样坚信没有什么比让可信赖的员工以开放、坚定的心态亮出观点、探究原因、解决分歧更有效的做法，那么你就能琢磨出将其付诸实施的办法。如果创意择优没能起到应有的效果，那么错误不在于概念本身，而在于相关人员没能充分重视，没有确保让它发挥作用。

若是你觉得阅读本书之后并没有其他方面的收获，你自己要负责任地考虑一下能从体验创意择优中得到些什么。如果你觉得有道理，我希望你来冒险尝试一下。用不了太长时间，你就能理解，它会给你的工作和人际关系带来多么巨大的改变。

创意择优：

- (1) 开诚布公地亮出你的观点；
- (2) 针对分歧认真讨论；
- (3) 遵循所形成的共识，消除过去的分歧。

相信极度求真和极度透明

了解真相是成功的关键，而对任何事（包括错误和弱点）都保持完全透明则有助于加强理解、不断改进。这不仅仅只是理论，我们在桥水已经实践了40多年，所以我们知道其所起到的作用。但这与生活中的很多事情一样，坚持极度求真和极度透明，既有利，也有弊。我在本条将尽可能准确地对此加以阐述。

以实事求是、公开透明的态度对待同事，同时也期待同事如此对待自己，这能确保重要的问题被摆到桌面上，而不是隐藏在暗处。这也有利于强化良好的行为和思考，因为当你必须解释自己的观点时，每个人都能够公开地评价你逻辑的优点。无论你处理得当与否，通过透明的讨论都会显示出来，因此它有助于保持高标准。

极度求真和极度透明是实现真正的创意择优讨论的基础。越多人能看到实情（好事也罢，坏事也罢，丑事也罢），他们在决定采用适当处理方式时就越有效率。这个方法对培训工作也大有裨益：如果大家有机会听取别人的想法，学习效果就会加倍加速。作为领导者，你能借此获得学习和持续改善公司决策规则所不可或缺的反馈信息。了解事情的一手信息及其原因，有助于增强彼此间的信任，推动员工对创意择优讨论所形成的结论进行独立的评估。

适应极度求真和极度透明的环境

这需要一点时间来适应。实际上加入桥水的每个人在理念上都相信，极度求真和极度透明就是他们所希望的状态，这也恰是他们经过深思熟虑才加入公司的理由。但是，多数人发现难以适应，因为要与“两个自己”斗争，这在“理解人与人大不相同”中有过解释。他们的“较高层次的自己”能够理解极度求真和极度透明的好处，但是“较低层次的自己”往往倾向于“要么战，要么逃”。适应这种环境一般需要18个月，当然也因

人而异，有些人从未能真正适应。

有些人告诉我，这样的行事方式跟人的本性是格格不入的，人需要远离残酷的事实，所以这样的系统不可能在现实存在。我们的经历（也是我们的成功之处）已经证明，这种说法是错误的。的确，我们的行事方式跟大多数人所习惯的并不一样，但不能说这不符合人性，难道比从事艰苦体能训练的运动员和军人更不符合人性吗？大自然的基本法则告诉我们，只有经历艰苦磨炼，人才会变得更加坚强。我们的创意择优并非适用于所有人，它只适用于那些能适应的人（大约占到尝试者的2/3），对他们而言，这种方法让人们摆脱束缚，十分有效，很难想象还有其他更好的方法。多数人最喜欢的一点就是，照此行事，可以不用兜圈子、绕弯子。

实践中的极度求真和极度透明

为了让你了解到底什么是极度求真和极度透明，我来分享一下几年前我们曾面对的一个艰难处境。当时我们的管理委员会开始考虑重组公司的后台部门。后台部门主要是为我们的市场交易业务（包括交易确认、结算、记录、记账）提供所需的支持保障服务。多年前我们就设立了这个兢兢业业、紧密团结的员工团队，它是我们整个大家庭的成员。但在当时，我们认为需要提升新的服务能力，这仅在公司内部是无法实现的。所以，公司的首席运营官艾琳·马瑞提出了新的创意，把这个后台团队从桥水剥离出去，并入纽约梅隆银行，为桥水提供定制服务。一开始这只是探讨性的讨论，我们还没想好是不是要这样做、如何去做，以及这对我们的后台团队最终意味着什么。

设想一下你是管理委员会的成员，你何时会告诉后台团队成员将要把他们剥离出去并入别的公司？你会一直等到方案明确之后才告诉他们吗？在大多数机构里，这类战略性决策往往都是秘密进行的，直到一切尘埃落定后才会公布，因为公司老板一般都会觉得，在员工中造成不确定性不是一件好事。但我们的想法恰恰相反：说明事实、公开透明是唯一负责任的做法，以便员工明了事情的进展，并帮助我们梳理由此产生的问题。在这个例子中，艾琳立即主持召开了一次后台部门全员大会。在会上，她以桥水领导者惯常的表达方式告知大家，很多事情她还不得而知，很多问题她还无法回答。那是一个很艰难的时刻，的确引起了一

些不确定性。但如果她像传统做法那样半遮半掩，谣言和传闻就无法避免，而且会使局面变得更糟。

尽管那个后台团队最终还是被剥离，我们与其团队成员仍保持着非常好的关系。不仅仅在整个转型过程中予以完全配合，他们还继续来桥水参加圣诞节聚会和国庆庆典，仍然是我们的大家庭成员。如今，我们的后台团队备受赞誉，而这正是这次创新改革的成果。更重要的是，即使在我们还没有想好策略时，就保持了公开透明，后台团队成员对我们这种追求事实和为他们着想的作风感到更有信心，并以善相报。

对我来说，如果为了避免员工担忧其生计而不告诉他们究竟发生了什么事，就好比让你的孩子长大成人后还继续相信世上有牙仙女和圣诞老人一样。尽管隐藏事实也许让人在短期内更开心，但从长远看来无法让他们变得更聪明、更令人信赖。只有让人们知道可以信赖我们所说的每句话，这才是真正的资产。正因如此，我相信，直截了当说明事实几乎总是更好的做法，不管是在你尚未知晓所有问题的答案还是宣布坏消息的时候。正如温斯顿·丘吉尔所说：“给公众以虚假的期望，而期望又很快破灭，这是最糟糕的领导方式。”如果人想学到应对不利局面的本领，就需要面对残酷和不确定的现实——从观察你身边的人如何妥善处理问题，你能学到很多东西。

1.1 不要惧怕了解事实

假如你与大多数人一样，面对毫不掩饰的事实就会使你感到紧张。为了克服这种紧张情绪，你需要从心里明白，谎言比事实更可怕，所以要经过实践锻炼，习惯与事实为伴。

如果你病了，自然会害怕医生的诊断——万一得了癌症或者其他致命疾病怎么办？这与事实的结局一样可怕。只有承认事实并去寻找最合适的治疗方案，才有可能使你长期应对得更为从容。直面你自己的优点和缺点的残酷现实，也是同样的道理。了解事实并据此采取行动就是我们在桥水所称的“大局”。千万不要被那种感情用事、以自我为中心的“小节”绊住手脚，这会牵扯你完成整个任务的精力。

1.2 为人要正直，也要求他人保持正直

英文“integrity”（正直）一词来源于拉丁文“integritas”，意思是“一”或“完整”。表里不一的人，即不“完整”的人，是不正直的，他们

当面一套、背后一套（duality）。在表达观点时，背离事实有时候可能更容易（因为你想避免冲突、防止尴尬或者达到其他短期的目的），但从第二层、第三层效应上看，保持正直和避免当两面派，其收效可观。表里不一的人往往会自相矛盾，经常丢失自己的价值观。他们不容易开心，几乎不可能展现出自己最好的一面。

让所说与所想、所想与所感一致，会使你更加快乐、更加成功。只考虑事情本身的准确性，而非他人的看法，会使你集中精力专注于最重要的问题。这有助于你筛选人和地方，因为你会被开放、正直的人和地方吸引。这样做对你周围的人也更加公平，因为暗自论断他人，而不过问其观点如何，这样既不道德也不准确。相反，不遮掩、不隐瞒却能释放压力，建立信任。

a. 若不想当面议论别人，背地里也不要说，要批评别人就当面指出来。在桥水，批评是受到欢迎和鼓励的，但没有理由背后议论别人。背后说人坏话有消极效果，是非常缺乏诚信的行为，不会产生任何有益的改变，只能对当事人和整个环境产生破坏作用。其恶劣程度仅次于撒谎，是我们公司最忌讳的事情。

如果下属不在场，管理者不得议论下属。如果会议上讨论的事情与某些员工相关而其不在场，我们总要确保在事后发给他们一份会议记录或其他相关信息。

b. 不要因忠诚于个人而阻碍追求事实和整个机构的利益。在某些公司，雇主和员工相互掩饰错误。这种做法不健康，而且有碍公司的进步，因为这会阻止人们揭露错误和缺陷，鼓励欺瞒，并剥夺下属申诉的权利。

这也适用于个人忠诚问题。我经常见到一些人因为与老板有私交，虽不胜任却能保住“饭碗”，这导致一些毫无原则的管理者拿个人忠诚做交换，为他们自己圈地盘。要知道，用不同标准评价个人，就是一种隐形的腐败，有悖任人唯贤的原则。

我相信的是构筑在公开探寻事实基础上的更健康的忠诚。公开表达坚持原则的思考和完全透明是阻止私下交易的最佳药方。当每个人都秉承同样的原则，公开做出决策时，人就很难以所在机构为代价追求私利。在这种环境下，那些直面自己挑战的人最令人敬仰；相反，当错误

和缺陷被掩盖时，不健康的行为就会得势得逞。

1.3 营造一种氛围，让每个人都有权了解合理之事，不可保持异议却缄默不语

是否拥有独立意识和性格去穷究最佳答案，取决于人们的个性，但你可以营造一种氛围，鼓励他们遇到观点的第一反应是去问：“这是真的吗？”

a.表达出来，并对你的观点负责，否则就走人。在创意择优讨论中，开诚布公是一种责任。你不仅有权表达出来，“捍卫正义”，而且也有义务这样做。这特别涉及做事原则。原则与其他事物一样，也需要被质疑和辩论。不允许你做的是私下抱怨和背后批评，不管是针对他人还是你自己头脑中这样想。如果你无法履行这个义务，就必须离开公司。

当然，以开放心态跟别人探讨事实与固执己见是两回事，即便是决策流程已经走完并开始实施。不可避免的是，有些情况下，你必须遵守那些你曾经不赞成的政策或决定。

b.切记要绝对开诚布公。有问题应各抒己见，直到彼此达成一致，或者理解彼此的立场，并明确解决分歧的办法。正如我的一位同事曾经所说：“这其实很简单，表达观点时不做任何过滤就行了。”

c.切莫轻信不诚实之人。人说谎的情况超出大多数人的想象。作为公司的老板，对此我深有体会。桥水的人有极高的职业道德水准，但所有机构都有不诚实的人，对付他们必须用一些务实的手段。例如，如果某人做了不诚实的事被当场发现，可他声称已经知错、绝不再犯，就不能再相信他，因为他很可能重蹈覆辙。不诚实的人很危险，将其留在公司不是明智之举。

同时，我们也要务实。如果我只和从不说谎的人结交，也就没有同事可言了。在为人正直方面，我有极高的标准，但我不认定“非黑即白”“一杆出局”。我要看问题的严重性以及具体情况、具体方式，并试图搞清楚我面对的这个人是不是那种惯于撒谎且还会继续撒谎的人，还是那种本质上老实但并不完美的人。我要考虑他不诚实性质的严重程度（是偷了一块蛋糕，还是犯罪）以及我们现有关系的性质（说谎的是我的配

偶、萍水相逢之人，还是手下员工）。应该具体问题具体分析，因为正义的基本法则是罪与刑相匹。

1.4 要保持极度透明

如果你认同真正的创意择优具有极为强大的作用，你就不会觉得让员工有权自己了解情况有多困难，这比强制向他们灌输信息要好得多。极度透明能使问题摆到桌面上，最重要（同时也最令人不安）的是，要把人们正在应对的问题及应对方式公之于众，使机构能够利用所有员工的智慧和洞察力来寻求解决之道。最终，对习惯于此的人来说，相比身处重重迷雾而对事情发展、人们的真实态度一无所知，生活在极度透明的环境里更令人感到舒坦。这个方法极其有效。但需要说明的是，跟多数伟大的事物一样，它也有自己的缺点。最大的不足在于，大多数人最初很难应对这种令人不安的局面。如果管理不善，可能使大家卷入很多不相干的事务，导致那些不能甄别信息的人得出错误结论。

例如，如果把机构遇到的所有问题都公之于众，并指出每个问题都不可容忍，可能会使得一些人错误地以为自己所在的机构比另一家隐瞒事实的机构面临了更多无法容忍的问题。但哪个机构更可能实现卓越的业绩呢？究竟是揭露问题并宣称问题不可容忍的机构，还是隐瞒事实的机构？

别误解我的意思：极度透明绝非纤毫毕现。它是指比一般情况下要更透明一些。我们当然也会就一些情况保密，例如涉及个人的健康状况或很私密的问题、知识产权或安全保卫的敏感细节、重要交易的执行时间，以及若泄漏给媒体至少在短期内易被歪曲、情绪化或恶意误读的事项。在下述原则中，你将详细了解我们的观点，即什么时间、什么情况下透明是有益的，而什么时间、什么情况下不宜公开。

坦率地说，当初我提出要做到极度透明时，我也不晓得会发生什么情况。我只知道这极其重要，必须坚决推行并使之实现。我不断确立新的极限，并惊叹其良好的效果。例如，当我们开始对所有的会议进行录音时，我们的律师认为我们疯了，因为我们这是在保存证据，一旦遇上法律诉讼，或者监管机构如美国证券交易委员会的调查，便可用来对付我们。在回应这个问题时，我给出的理论解释是，极度透明会降低我们做错事的风险以及我们不当处置错误的风险。从这个意义上来说，录音实际上是在保护我们自己。如果我们做得好，通过公开就可以向外明确

传递出这个信息（当然，要假设所有各方都是理性的，并非所有事情你都能想当然）；如果我们做得很糟糕，公开出去还可以确保我们得到应有的教训，而从长期看来，这对我们也是有益的。

当时，我还不大有把握，但我们的经历已经多次证明了这个理论的正确性。桥水受到的法律诉讼或监管调查少之又少，基本上是缘于我们实行了极度透明的做法。因为在极度透明的情况下，做坏事更难，发现事实、解决纠纷则更容易。在过去的几十年间，我们从未经历过重大的法律诉讼或监管处罚。

随着规模的增大、经营的成功，公司自然会招致更多的媒体关注，记者也深知用声色犬马、充满争议的故事来取代平平无奇的报道能吸引更多的眼球。桥水在此类报道面前尤其显得脆弱，因为我们秉承的是把问题摆到桌面上，在公司内部公开分享的文化，并不担心走漏消息。难道不坚持透明，就可以更好地规避此类问题吗？

我发现，受那些观点影响最大的人，也是最了解我们的人，即我们的客户和员工。极度透明原则能让我们为客户提供良好的服务，这不仅促使我们实现更好的业绩，也建立了与员工和客户的互信，因此媒体的不实报道在他们看来都不屑一顾。当我们与员工和客户讨论相关问题时，他们认为，我们不保持公开透明才会让他们更害怕。

这样的理解和支持，推动着我们去正确做事，这是极为宝贵的。想想如果我们没有这样坚持极度求真和极度透明，我们是不可能拥有如此巨大的收获的。

a. 通过透明实现正义。如果每个人都能参与引致最终决策的讨论（无论亲自参加，还是通过录音和电子邮件参加），公平正义就更可能得到实现。每个人都要对自己的观点负责，按照公认的原则，每个人都能参与决定谁应该做什么。如果没有这样的公开程序，决策就得闭门形成，有权决策的权势人物就可能会恣意妄为。在保持透明的情况下，每个人都遵循同样的高标准。

b. 分享最难分享的事情。人们倾向于把拟公开的内容限定于不会伤害自己的事情。但是要知道，与人分享最难分享的事情，这一点特别重要。因为如果你不与对方分享，就会失去对方的信任和伙伴关系。所以，在决策该不该分享最难分享的事情时，不应考虑是否要分享，而应

考虑如何分享。下述原则将帮助你做好决策。

c.要把极度透明的例外事项减到最少。我喜欢彻底的公开透明，并希望每个人都能负责任地对待所接触到的信息，并判断出哪些是事实，知道自己应该做些什么。但我发现这个理想化的状态未曾全然达成。每个规则都有例外，在极少数情况下，不宜极度透明。此时，你要仔细考虑以何种方式，既要维系极度透明的文化，又不能把你和你关心的人置于过度危险的境地。在权衡是否属于例外时，要用期望值计算的方法，并考虑第二层次和第三层次影响。要问自己这样的问题：如果保持此事公开透明并防控相应的风险，是否弊大于利？在绝大多数情况下，答案是否定的。我从经验中发现，导致一件事情不予公开的最常见原因有：

- 1.信息涉及隐私、个人，或属于保密范畴，而且不会严重影响整个集体的利益。

- 2.分享并管理此类信息时，可能导致桥水和客户的长期利益受损，或使我们难以维持工作原则（如我们的自营投资逻辑或一宗法律纠纷）。

- 3.在整个公司层面分享某一信息的价值甚低，并会严重分散大家的精力（如具体的薪酬）。

我的意思是说，在尽可能做到彻底透明的同时，也要保持必要的谨慎。正因为我们几乎把所有事情都进行录音（包括我们犯下的错误或暴露的缺点），以让每个人都了解，因此我们成了某些媒体的目标，它们最喜欢传播耸人听闻的流言蜚语，想方设法获取信息。有一次，我们遇到了一个问题，有人把有意歪曲的信息透露给了媒体，影响到我们的招聘工作。我们被迫对一些超级敏感的信息进行管控，以至很多非常值得信赖的人第一时间收到了信息，而发送给其他人时则有意延迟。关于该信息的性质，对一般公司而言，仅会有少数人了解，但在桥水，我们把它发送给了差不多100位值得信任的员工。换句话说，尽管在这个例子中，我们的极度透明并不彻底，但我们从务实的角度尽可能扩大了知情人范围。这种做法对我们很适用，因为那些最需要公开透明的人马上就能知道，而且几乎每个人都明白，即使在具有挑战性的环境里，公开透明的承诺依然得到了维系。大家都了解，我的本意总是尽量做到公开透明，唯一阻止我的就是可能涉及公司的利益，此时，我会告诉他们不公

开的原因。这就是我们公司的文化，它有助于塑造信任，即便有时候透明度并没有达到我们所希望的那么高。

d. 确保让因极度透明而获得信息的员工意识到，他们有责任妥善管理好信息，做出明智的权衡。任何人都不能在拥有获取信息特权的同时，利用这些信息去危害公司的利益。因此，必须订立规则和程序，确保这种事情不会发生。例如，在桥水内部，我们保持非常公开透明，但前提是桥水的员工不可将信息外泄，任何人如果泄漏公司机密，都会（因缺乏职业道德）被开除。此外，如何探讨问题和做出决策应遵循的原则必须坚守，因为不同的人看问题有不同的角度，因此遵循既定的解决分歧路径是很重要的。比如，有些人要么在小事上大做文章，提出错误的理论，要么在看待事情发展上存在问题。要提醒他们的是，公司给予他们的这种透明是有风险的，他们应负责任地加以对待。我发现，那些理解公司保持透明的良苦用心的员工，知道如果对信息处理不善就会导致以后得不到此类信息，这就确保了他们彼此之间谨慎行事。

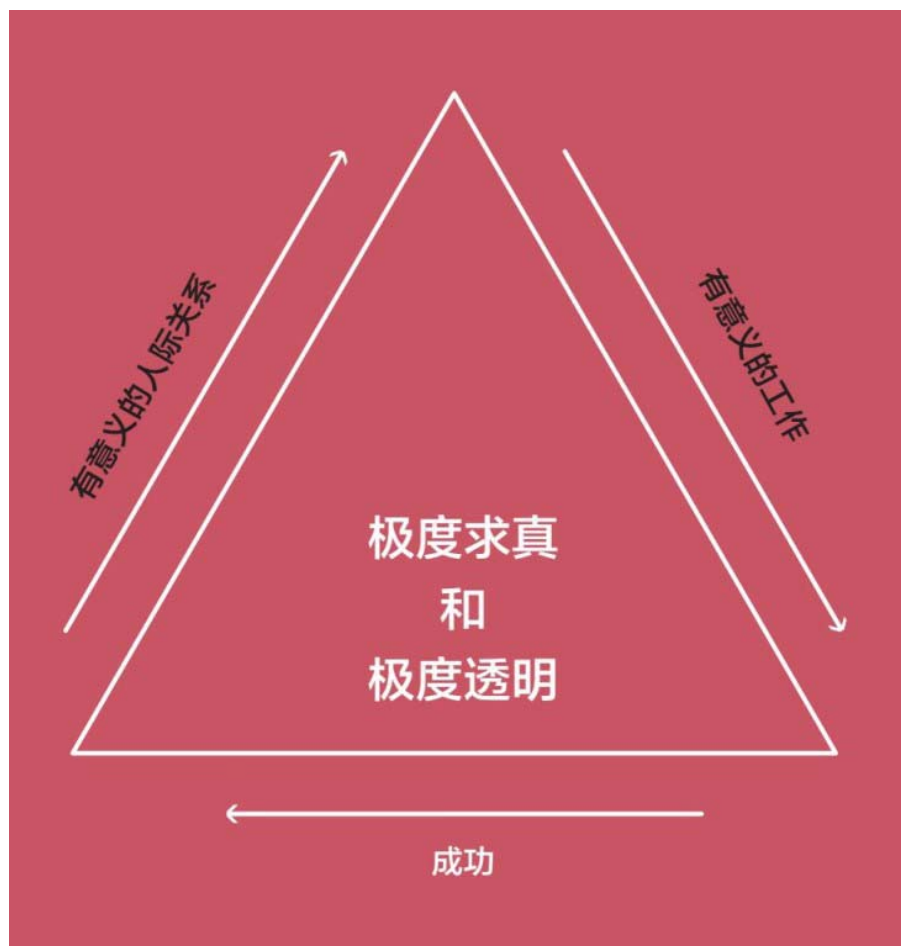
e. 要向善于管理信息的人透明，对那些不善管理信息的人，要么不透明，要么将其清除出公司队伍。在什么情况下允许出现极度透明的例外情形，公司管理层有权也有责任做出决定，与普通员工无关。对极度透明施加限制的决定，管理层必须慎之又慎，并注意策略方法，因为每实施一次都会有损于创意择优和人们的信赖。

f. 不要向公司的敌人提供敏感信息。任何公司无论内部还是外部，总有一些人故意损害公司的利益。如果这些敌人在公司内部，你应当把他们找出来，通过公司的既定程序解决相关冲突问题。因为在公司“大家庭”内部与敌人共事，对你自己和这个“家庭”都具有破坏作用。如果敌人在公司外部，可能利用这些信息来加害于你，那么不与他们分享信息就是了。

1.5 有意义的人际关系和有意义的工作相互促进，尤其是在极度求真和极度透明的环境下

当你和他人能够开诚布公地就任何重要问题相互探讨、相互学习，共同追求卓越时，你们之间就建立了需要相互问责并有意义的人际关系。当你与同事建立起这种关系，你们就能够携手共渡难关。同时，共

同担负挑战性的工作会把你们拉得更近，巩固你们的情谊。这种自我增强的循环可促使你走向成功，并激励你追求更加远大的目标。



做有意义的工作，发展有意义的人际关系

有意义的人际关系对于营造并维持追求卓越的文化氛围无比重要，因为它构筑了信任与支持，这正是人们相互砥砺、从事伟大事业所需要的。如果一个群体中绝大多数人希望追求卓越，就会付诸实施，从而产生更佳的工作业绩和更好的人际关系。人与人之间的关系应是真诚自然的，而不是刻意为之，同时，这个群体的文化也会对人们如何看待人际关系以及如何彼此相待产生很大的影响。就我个人来说，有意义的人际关系意味着人与人之间相互关心，但凡需要帮助就能得到帮助，无论工作内外大家彼此相伴，十分享受在一起的时光。我的的确确非常喜欢与我共事的很多同事，并对他们深怀敬意。

我经常被问到桥水的人际关系更像一个家庭还是一个团队，像家庭意味着存在无条件的爱和永恒的关系，像团队则表明如果每个人的贡献越多，整个团队就越强。在回答这个问题之前，我想强调一下，我认为这两者都非常好，因为无论家庭还是团队都需要构建有意义的人际关系，而这两种人际关系与一般公司的一般工作是不一样的，一般的公司只会把人际关系当作功利的东西。如果直接回答这个问题，我会说，我希望桥水更像一个家族企业，家庭成员要么做到最好，要么出局。如果我有一个家族企业，而家庭成员做得不怎么样，我就会让他们离开，因为我相信这种局面既不利于家庭成员（因为从事不擅长的工作会妨碍个人发展进步），也不利于公司（因为这会导致整个团队踟蹰不前）。这是一种严格的爱。

为了让你感知桥水的文化如何演进以及它如何与众不同，我来讲述一下桥水初创之时对员工福利待遇的处理。当时，公司里只有我自己和少数几个员工，我没有为员工提供医疗保险，因为我想他们自己都会去投保。但是，我的确希望为那些与我分享人生的人在需要之时提供帮助。如果我的同事得了重病，无法负担应有的治疗，我该怎么办呢？是袖手旁观，还是雪中送炭？当然，我将尽己所能为他们提供财务上的帮助。所以，当我开始为员工提供医疗保险时，我感觉我是在为自己投保，反正如果他们受伤或生病，我也要把同样数额的资金补贴给他们。

由于我希望员工都能获得尽可能最好的医疗保障，我给大家买的保单能确保他们可以找自己选择的任何医生就诊，并能负担所需的治疗费用。此外，我也为员工遇到的微不足道的问题提供保障。例如，我提供给大家的牙科保险不会高于为他们投保的汽车险，因为我觉得保护牙齿是他们自己的责任，就像他们要为自己的车承担责任一样。如果他们真的需要牙科险，可以自掏腰包。我的主要观点在于，我不会像大多数公司那样把福利待遇弄成缺乏人性、冷冰冰的交易，而是更像我为家人提供的保障。在某些福利上，我会比常规做法更加慷慨，但在另一些方面，则希望大家自己负担。

当我把员工当作一个大家庭的成员看待时，我发现，大家在整个团队的相互交往中，通常会你敬我一尺，我敬你一丈，这比严格意义上的等价交换更显特别。到底有多少人愿意尽力为我们的团队做贡献，又有多少人不愿离开桥水而转换门庭，我数都数不过来。这种局面极其宝贵。

随着桥水的发展壮大，我自己无法与每个员工都保持密切的联系，但这并不成其为问题，因为整个团队已经形成了相互帮扶的风气。这并不是自然而然形成的，我们为此做了很多努力。例如，桥水有一项政策，如果大家想一起聚会搞活动，公司会支付一半的费用，直至达到一个上限（我们如今资助了100多个俱乐部以及体育等方面的兴趣小组）。如有人在自己家里举办自带菜肴的聚餐，公司会支付食物和饮料费用。我们还买了一所房子供员工举办活动和庆典。我们举办圣诞节、万圣节、国庆节以及其他聚会，通常会邀请各自的家人参加。最终，那些珍惜这种关系的人会自我负责，这种局面蔚然成风，成为文化示范，此时，我就可以欣赏着诸般美好事物的发生而闲庭信步了。

但是，如果有人对发展这种有意义的人际关系不感兴趣，而只想一味工作，取得出色业绩而得到公平的薪酬，那该怎么办呢？这样可以吗？当然可以。在我们的员工中，这样的人不在少数。并非所有人对团队都想法一致或感受相同。不参与集体活动是完全可以的。我们公司有着各式各样的人，对他们在业余时间里所做的事，只要遵守法律、体贴他人，我们都予以尊重。但这些人通常不能给团队带来有力承诺，这种承诺是在长期考验中创造非凡所应必备的。

不管大家多么努力地营造有意义的人际关系，公司里总会有一些（故意捣乱的）坏分子。一味姑息对他们自己不好，对公司也不利，所

以最好是把这些人驱离公司。我们发现，真正关心公司发展的人占比越高，坏分子的数量就越少，因为关心公司的人自然就会保护团队免受坏人破坏。我们也发现，我们极度透明的做法有助于形成清者愈清、浊者愈浊的局面。

2.1 忠于共同的使命，而非对此三心二意之人

有些人与公司的使命和完成使命的方法不能步调一致，对这些人忠心耿耿会导致帮派主义，危害集体的利益。忠实于某个人，相当多见，而且是件非常美好的事。但忠实于某个人却与公司利益相冲突的情况，也屡见不鲜，这就很不幸。

2.2 对相互交往要一清二楚

为了发展有意义的人际关系，你们彼此必须非常清楚等价交换是什么含义（哪些是慷慨，哪些是公平，哪些是只占便宜），以及该如何对待对方。

一般而言，区分人的一个重要方面是看他们对待工作的态度。他们工作只是为了赚钱，还是有更多追求？我们每个人对什么是生活中最重要的事都有不同的看法。通过工作我积累了不少财富，但工作不仅是赚钱的一种方法，我把工作看得比这更重要，我选择以此来弘扬我关于追求卓越、从事有意义的工作、发展有意义的人际关系的价值观。如果我的同事只是一味想赚钱，那么我们在坚持既定价值观和赚取快钱之间选择时，一定会爆发冲突。别误解我的意思，我当然知道人们工作不单是为了个人满足，而且干活要有必要的收入。但就我们的价值观和所希望身处的人际环境而言，我们都有既定的看法，员工与员工之间必须对此达成共识。

存在分歧和讨价还价是很自然的，但有些事不能妥协，对此你和你的员工必须清楚。特别是若你希望创造一种氛围，人们享有共同的价值观、对使命的深刻承诺和行为的高标准，就更应如此。

在桥水，我们希望员工的行为能向素质高、重视长期伙伴关系的人看齐，也就是说，要能很好地兼顾彼此的利益，明白各自的责任。表面上，这听起来很动听，也很直接，但这究竟意味着什么？明确这一点十分重要。

举例来说，一个员工的家人被诊断出患有重病，或一个员工悲惨离世，使其家庭陷入风雨飘摇的境地。我们不希望这些事情发生，但它们总会发生。对此，有各种惯例和法律来规定需要支付多少基本的抚恤金和福利待遇（例如个人休假天数、短期或长期伤残保险和寿险）。但是，你如何确定应该提供哪些额外的帮助呢？对每一种特定情况，以什么原则来确保处理得公平呢？这恐怕不能一概而论吧？

处理好这些事都不容易，以下原则可以提供些指引。

a. 确保员工要多体贴他人，少向别人索取。这是一项要求。

为他人着想意味着允许别人做他希望的事情，只要遵守公司的原则、政策和法律。这就意味着愿意先考虑别人，后考虑自己。如果争论双方都能以这种方式对待彼此的分歧，我们在谁冒犯了谁的问题上就会少很多争执。

当然，最终还是必须要下个判断，划个界限，并在政策中列明。

首要的原则是：如果因别人冒犯你，就禁止其行使权利，这样做比任凭其随意冒犯你更为草率。也就是说，要顾及某个人的行为对他人可能产生的影响，否则就是考虑不周。希望大家都能运用明智的判断，不要做明显冒犯他人的事情。在很多人看来，有些行为明显就是冒犯他人的，那么政策上就要明文禁止。至于具体内容和相关的政策，要源自具体案例。这就很像判例法的形成过程。

b. 确保人人都理解公平合理与慷慨大方的区别。有时候，人们错把慷慨大方当作不公平。例如，桥水曾经安排过一趟班车，把住在纽约市的员工接到公司位于康涅狄格州的办公室。对此，有个员工提出：“我们自己开车上下班每个月要花几百美元加油，既然住在纽约的有班车坐，也该给我们报销汽油费。”这种想法的错误之处在于，它把对部分人的慷慨资助当作每个人的应得福利。

公平与慷慨是有区别的。打比方说，你为两个最要好的朋友分别购买了一件生日礼物，其中一件比另一件贵，如果得到较便宜礼物的那个朋友指责你不够公平，你该说些什么呢？大概会这样说吧：“我不是非得送你礼物，你别抱怨了。”在桥水，我们对待员工是很慷慨大方的（我自己也是慷慨待人），但在这个问题上我们没义务让人评判和顾及人人有

份。

慷慨大方是件好事，而有权受惠顾却很糟糕，这二者很容易被混淆，因此必须非常清楚哪个是哪个。在做决策前，要确保你的想法在特定情况下有正当理由，以及什么是最值得感激的。如果你希望拥有一批具备高素质、长期伙伴关系以及强烈的个人责任意识员工，那就不要让有权受惠这种想法混杂其中。

c. 要清楚界限在哪里，并站在公平的另一端。这条界限要依据各方之间的交换关系，在区别于什么是慷慨大方之后再确定什么是公平、什么是适当、什么是必需。如前所述，你应当期望人们的行为与那些高素质、有长期伙伴关系的人一致，彼此之间高度关切对方的利益，并清楚各自的职责。每个人都应该站在公平的另一端，对此，我的意思是说要尽可能多为别人着想，少向别人索取。这与大多数商业关系中的行为是不同的，商业行为更关注自己的利益而非对方的利益或整个商业群体的利益。如果每一方都说“你应该得到更多”“不，是你应得到更多”，而不是“我应该得到更多”，你就更有可能建立一种慷慨、良好的人际关系。

d. 酬劳与工作相适应。公司与员工之间不完全是交换关系，但为了维持这种关系，员工待遇必须在经济意义上具有可行性。要订立政策明确这种关系，一旦有变化，还要评估测算，但不必追求过分精确。尽管大体上理应照常办事，但还要考虑总会有一些少数特殊情况，员工可能需要多请一些假，公司有时也可能要求员工加班。对工作业绩高于正常水平的员工，公司要以某种方式给予激励；而对工作业绩低于正常水平的，则应减扣工资。这种给予与获取随着时间的推移应该趋于对等。只要是在合理的范围内，大家都不会有太多担心。但如果一方的需求发生了持续性的改变，薪酬安排就需要相应调整，以便建立一种新的、更适当的关系。

2.3 要认识到机构规模过大会对建立有意义的人际关系构成威胁

当公司只有我们几个人时，我们之间建立了有意义的人际关系，因为我们相互了解、相互关爱。随着公司的发展壮大，员工人数达到50—100人，我们就像一个社区。规模再大一些，社区的概念也开始淡化，因为我们之间不再以同样的方式了解对方。那个时候，我认识到，把员

工按每100人（依共同的使命）分成一个组（部门），是建立有意义的人际关系的最佳方式。较大的公司往往人情味淡一些，这是我们必须应对的另一个挑战。

2.4 要记住很多人只是假装为你工作，而实际上是在追求一己私利

例如，多数人做工作都希望出最少的力而赚尽可能多的钱。

为了了解这一点，可以让某些人在不受监督的情况下，允许他们就其所做的工作向你报价。当人们向你提供的咨询会影响赚钱时，例如向你提供咨询建议而按小时收费的律师，或建议你采购物品而能从中抽取提成的销售代表，你就应该特别小心利益冲突问题。你无法想象我曾见过多少急于为我提供“帮助”的人。

千万别太单纯。在努力让尽可能多的员工去从事有意义的工作、发展有意义的人际关系的同时，要知道总会有一定比例的员工不关心公司，甚至做一些有损集体利益的事情。

2.5 珍视诚实、能力强、表里如一的员工

这类员工十分稀有。此类关系也需要时间来打磨，只有你待他们好，才有可能建立这种关系。

打造允许犯错，但不容忍罔顾教训、一错再错的文化

每个人都会犯错。主要的区别在于，成功人士能从错误中吸取教训，而普通人则不能。要营造一种环境，让人们敢于犯错，以便从错误中学习，这样就会快速进步，也不会再犯大错。在强调创意和独立思考的机构里尤为如此，因为接受失败必然是成功之路的一部分。正如托马斯·爱迪生所言：“我没有失败，我只是发现了一万种不成功的方法。”

犯错误会带来痛苦，但你不应因此让自己和他人选择逃避。痛苦说明某些事情出了问题，前车之鉴，后事之师。为了从自己和他人的错误中吸取教训，你必须坦诚、公开地承认错误，并努力避免再次犯错。在这个问题上，很多人会说：“不，谢谢，这不适合我，我宁愿不管这些事。”但这不符合你自己和你所在公司的最佳利益，并会阻碍你达成目标。对我而言，如果你回顾一年前的自己，而没有为自己所做的傻事感到震惊，就说明你还没有吸取足够多的教训。但仍然很少有人能够拥抱自己的错误。这种情况应该改变。

还记得在“生活原则”中，我说的公司交易部负责人罗斯忘记为客户执行交易的故事吗？一大笔钱就放在那里，被发现时，已经给客户（其实是给桥水，因为我们要赔偿）造成了很大一笔损失。简直糟糕透顶，我完全可以简单地开除罗斯，以表明公司不接受犯错。但那会起到反作用，我可能因此损失一名好员工，也可能鼓励了其他员工把错误隐瞒起来，从而形成一种不诚实，而且削弱学习成长能力的文化。如果罗斯没有经历犯错带来的痛苦，对他和桥水而言都太糟糕了。

我决定不开除罗斯的理由，比开除他的理由更充分——我向他和和其他员工表明了犯错误情有可原，但不吸取教训是不能接受的。事情尘埃落定之后，我和罗斯一起设立了一个错误日志（我们现在把它叫作“问题日志”），要求交易员把发生的错误和不良后果都记录下来，这样我们就可以追根溯源，系统化地解决问题。问题日志现已成为桥水最强大的工具之一。感受到公司氛围的员工都明白，“这事你处理得很糟”这类话对

人是一种帮助，而非惩罚。

当然，对待员工所犯的错误时，很重要的一点是要分清楚两种人：（1）能力强，犯了错能反思并愿意吸取教训的人；（2）能力差的人，或者能力虽强但不能正确对待错误和吸取教训的人。时间一长，我就发现，雇用像罗斯这样能够反思的人，是我能做的最重要的决定之一。

找到这样的人并不容易。我经常想，家长和学校太过于强调学生要时时把题做对。但对我来说，学校里学习最好的学生可能往往是那些最不善于从错误中学习的人，因为他们已经习惯了把做错题当成失败的代名词，而不是把犯错看成学习的机会。这反而成为他们进步的主要障碍。聪明的人善于拥抱自己的错误和不足，从而能远远超越那些与他们水平相当，但更自负的同学、同辈。

3.1 意识到错误是事物演变过程中的自然连带部分

如果你不在乎在追求正确的道路上犯错，你就能学到很多，并能提高你的工作效率。但如果你无法容忍犯错，你就不会成长，也会使你自己和周围的人很难受，你的工作环境就会充盈着很多流言蜚语和恶语中伤，而不是健康、诚恳的对事实的追寻。

你对正确的渴望不要超过你对事实的追求。杰夫·贝佐斯讲得好：“你必须愿意接受反复的失败。如果你没有接受失败的意愿，你就要注意，自己不要再创造。”

a.把失败变成好事。每个人都会经历失败。你看到别人的成功，那是因为你只注意到了他做成功的这些事情——我敢保证他们肯定在其他很多方面都失败过。我最钦佩那些从失败中吸取教训，把失败变成好事的人。我对他们的敬仰甚至超过对成功人士的敬仰。这是因为，失败是个痛苦的经历，而成功是令人愉快的，所以与直接获得成功相比，人先经历失败、再做出改变、最后获得成功所需要的特质要更为丰富。那些轻易成功的人不会向自己的极限挑战。当然，最坏的情形是，失败了却不自知，也不求变。

b.不要为你自己或他人的错误而懊恼，要珍爱它！人们通常会为自己犯错感到沮丧，这是因为他们目光短浅，只看到了不良的结果，而没有看到错误实际上也是进步过程中的有机组成部分。我以前有

一位滑雪教练，他也指导过迈克尔·乔丹，那位有史以来最伟大的篮球队员。他告诉我，乔丹简直沉醉在自己的错误中，把每次错误都当成改进的机会。乔丹明白一个道理，错误就像是玩小拼图游戏，每完成一个，就会得到一个宝贝。当你每犯一个错误并从中吸取教训，就会使你在未来免于再犯几千个类似的错误。

3.2 不要纠结于一时的成败，要放眼于达成目标

不要患得患失，要朝着目标努力前行。要自省自警，别人对你很到位的批评，是你能得到的最宝贵的建议。想想看，你的滑雪教练告诉你，你摔跟头是因为你在滑行中的重心移动不对，此时你要是认为他在责骂你，你该多么愚蠢和低效。同理，你的上司也可能会指出你工作中的缺点，有则改之，继续努力就是了。

a.不要纠结于“埋怨”还是“赞美”，而要专注于“准确”还是“不准确”。在意他人的“埋怨”“赞美”或者“正面”“负面”评价，不利于你从反复的工作流程中学习。要记住，过去的事情就让它过去，除了作为未来的教训，不要再纠结。对那些假惺惺的奉承话，一定要抛到脑后。

3.3 观察错误模式，判断是否因缺点引起

每个人都有缺点，一般都会以犯下某种错误的形式体现出来。通往成功的捷径始于了解你自己的缺点，并努力改正。一开始要把错误记在纸上，连线找出它们之间的因果关系，然后写下你面临的最大挑战，即最妨碍你实现愿望的那个缺点。每个人至少有一个最大挑战。你也可以多写几个，但别超过三个。要想突破障碍，首先就要承认它们。

3.4 记住在经历痛苦后要反思

记住：你的痛苦都存在你的脑海中。如果你想进步，你就需要找出真正的问题和痛苦所在。通过直面痛苦，你能把自己面临的矛盾和问题看得更透彻。反思并解决这些问题会让你更具智慧。痛苦和挑战越大，效果越佳。

因为这些痛苦的时刻都如此重要，你不要轻率地一带而过。要好好琢磨、探究背后的原因，这样才能打下未来改进的基础。拥抱你自己的失败，直面给你和他人造成的痛苦，这是实现真正改进的第一步。这也

是为什么在很多社会，人们都把忏悔作为宽恕的前提。心理学家把这称为“触底”。如果你能坚持这样做，就会把直面错误和缺点的痛苦转化为喜悦，实现“达到彼岸”，正如我在“拥抱现实，应对现实”中所言。

a.要能够反思，并确保你的员工也能如此。 感受到痛苦时，动物的本能是“战或逃”，此时你要冷静下来反思。你感受到痛苦是因为存在相冲突的事物——也许你刚经历了惨痛的现实，比如朋友去世让你无法接受；也许你被迫承认了自己的缺点，改变了对自己的看法。如果你能想清楚背后的缘由，你就能了解更多的事实以及如何更好地应对事实。反躬自省是一种素质，最能区分哪些人会从错误中很快崛起，哪些人就此沉沦。记住：**痛苦 + 反思 = 进步**。

b.要知道，没有人能客观地看待自己。 我们都应努力客观地看待自己，但我们不能期待每个人都能做得很好：我们每个人都有看不见的盲区；而作为人类，我们天生就是主观的。因此，每个人都有责任给予别人诚实的反馈、让其承担责任，并以开放的心态解决彼此的分歧，以此帮助他人了解真实的自我。

c.教导并强化“吃一堑、长一智”的道理。 为了鼓励员工将错误公开并进行客观分析，管理层需要打造相应文化，使得此举成为常态，对压制和掩盖错误的做法给予惩处。这样做是为了明确一点：一个人犯下的最严重的错误，就是不能直面自己的错误。这也是桥水强制采用问题日志的原因。

3.5 知道哪些错误可以接受，哪些错误无法容忍，不要让你的员工犯不可接受的错误

为了促进大家从尝试和错误中学习，在考虑你愿意接受什么样的错误时，要在该错误的潜在负面影响与因吸取教训增加学习机会之间做出权衡。在确定我对别人宽容到什么程度时，我会说：“我可以容忍你把车蹭掉了漆或撞凹了一块，但我不会冒大风险让你把车子给全毁了。”

痛苦

+

反思

=

进步

求取共识并坚持

记住要想让一个机构有效运作，其员工必须在很多层面保持一致——从享有共同的使命、如何对待彼此，到在追求成功时，明确每个人的职责。但是，不要把保持一致当作理所当然的事，因为人与人是极为不同的。我们看待自己、看待世界都有自己独特的方式，所以要不断努力去探究什么是事实以及该如何作为。

在创意择优过程中，保持一致尤其重要，所以在桥水，我们试图有意识地、持续且系统化地努力达成一致。我们把这个求取一致的过程叫作“求取同步”。问题一般源自两个主要原因：简单的误解和根本上存在分歧。求取同步就是以开放而自信的心态修正双方立场的过程。

很多人以为，掩盖分歧是维持和睦最容易的方法，这种观点大错特错。回避冲突也就回避了解决冲突的机会；躲过了小的矛盾，之后往往会有大的矛盾，甚至会导致人与人的疏离。而只有直面且积极解决小的矛盾，才会更好地维持较长久的良好关系。认真处理分歧——当事方之间开放、坚定地进行高质量的反复讨论，细心梳理所有问题的过程——具有强大的作用，因为有助于双方了解此前不清楚的情况。但这并不太容易。在某些以成败论英雄的场合，强者逻辑是容易让人理解的（因为体育比赛中谁跑得快谁就是冠军，结果不言自明），但在创造性的场合，判断谁优谁劣就难多了（关于哪个点子最好，众说纷纭，但必须下决断）。如果不下决断，争执不休、梳理分歧的过程以及在谁有权拍板的问题上达不成一致，讨论就会乱成一团。人们有时会争得动了气或僵持不下，一场对话往往演变成两个或更多的人反复无效地纠缠一件事，无法就行动方案达成共识。

出于这些原因，必须遵循特定的程序和步骤。讨论中的各方都必须了解各自的权利，以及为达成最终的解决应遵循什么步骤。（我们也设计了相关的工具，具体参见本书附录。）每个人必须了解求取同步所需的根本原则，即必须同时保持开放和坚定自信。理性解决分歧的过程不是战争，其目标不是说服对方他错你对，而是发掘事实，明确行动方

案。这个过程也不能是谁级别高谁说了算，因为创意择优的沟通不仅仅是自上而下地、不容置喙地灌输批评，也可以自下而上传递。

例如，以下这份电邮是我的一位员工在一次客户会谈后发给我的。包括我在内，桥水的高管们时常被我们的下属批评或评判。

发 自：吉姆·H

发 送 至：瑞；莱昂内尔·K；格雷格·J；兰道尔·S；戴维·A

主 题：关于ABC会议的反馈……

瑞，你在今天ABC会议上的表现只能得到“D -”。每位与会者都赞同这个苛刻的评分（误差为半级）。你的表现很让人失望，有两个原因。（1）在此前讨论同类议题的会议上，你的表现一直很棒。（2）我们昨天特意开了一个准备会，请你仅就文化和投资组合构建这两个问题发表意见，因为今天我们仅有两个小时的会议时间，我要讲投资程序，格雷格讲研判，兰道尔讲交易执行。可是，你一个人就讲了62分钟（我计的时）。更糟糕的是，其间你花了50分钟信马由缰地谈论你对投资组合构建的看法，然后才讲到文化，只用了12分钟。显然，在我们所有人来看，你并没有提前做任何准备，因为如果你有所准备，你不可能讲得这样杂乱无章。

同样，我也愿意分享另一个例子，我们的一位高级经理听到了时任CEO格雷格·詹森与一位初级员工的对话，感到格雷格的讲话方式不利于鼓励员工表达不同意见和独立思考。她在发给格雷格的意见反馈中提及此事。格雷格不同意，坚称他只是提醒那位员工要遵守相关原则，告诉其责任在于要么遵循原则，要么公开提出意见。他们二人试图通过一系列电子邮件往来求取共识，由于未能解决，他们把分歧提交给了管理委员会。就这个问题形成的案例被发送到全公司，这样每个员工都可以自己判断谁是谁非。格雷格和那位高级经理都视之为一个很好的学习机会，我们以此来检视我们处理此类情况的书面原则是否适当，他们二人也得到了很多有用的反馈。如果我们之前没有确立处理此类事件的原则，并依此来做出评判，我们可能会让有权势的高层来任意决断，而非以双方都能接受的方式。

以下列举的原则对我们的做法进行了充实。如果这些原则能得到遵守，你就能与他人保持一致，你的创意择优就会逐渐产生成效。反之，

就可能慢慢停止进步。

4.1 认识到冲突对建立良好的人际关系至关重要.....

.....因为人们正是用冲突来检验各自的原则是否一致以及能否解决彼此的分歧。每个人都有自己的原则和价值观，所以每种关系都意味着需要针对人与人如何相处开展一定的谈判或辩论。你们对彼此的了解，要么让你们关系更密切，要么更疏远。如果你们的原则一致，你们就能够通过妥协互让解决分歧，你们就会更加亲密。否则，你们就会分道扬镳。对分歧进行公开讨论能确保消除误解。如果不能持续这样做，观点的分歧就会扩大，直至爆发大的冲突。

a.求取共识要不吝时间与精力，因为这是你所能做出的最佳投资。

从长期看，提高效率能节约时间，但很重要的一点是，你需要做得很好。由于时间所限，你需要排定优先顺序，先做哪些事以求取共识，以及先与哪些人达成共识。排在最前面的，应当是与最可信、最相关人士讨论最重要的问题。

4.2 知道怎样求取共识和掌控分歧

与自上而下压制异见的独裁制度相比，在鼓励分歧存在的环境下实施创意择优要更难一些。但是，当分歧的可信各方愿意相互砥砺学习时，他们的进步会更快，决策也会更好。

关键是知道如何从处理分歧到实现决策。很重要的是，这个路径要很清晰，以便明确职责。（因此，我开发了一个工具，名为“分歧解决器”，它明确了从分歧到决策的路径，并使每个人都清楚，他们是否还固执己见，还是继续朝前去寻求解决方案。具体参见本书附录。）

重要的是要知道最终的决策权归属何方，也就是说，知道从争议到裁决的路径有多远。随着争议解决、决策做出，参与创意择优讨论的每个人都应该保持冷静，尊重整个程序。如果经由这个程序没有得出符合你个人希望的决策结果，不能懊恼，懊恼这种态度是绝对不可接受的。

a.把可能的分歧摆到桌面上。如果你和其他人不表明各自的观点，你们就无法解决分歧。你可以把存在分歧的问题非正式提出来，或

者列出清单逐步解决。这两种方式我个人都喜欢，尽管我会鼓励别人按优先次序把分歧列在纸上，以便我能够比较容易地在正确的时间提交给相关方面。

最难办的问题（分歧最大之处）是需要研究解决的最重要的问题，因为这往往涉及人的价值观或他对重要决策的态度。尤为重要，把这些问题摆到桌面上，彻底地、不带感情色彩地检视问题发端的线索。否则，问题就会日趋严重而不可收拾。

b. 区分苍白的抱怨和有助于改进工作的诉求。很多抱怨或者是因为未能考虑到整个大局，或者不过是反映了封闭狭隘的观点。我把这些抱怨叫作“叽叽喳喳”，最好不去理会。但是，有建设性的诉求却可能带来一些重要的发现。

c. 要记住每个故事都有另一面。有智慧意味着具备同时看两面并做出适当评估的能力。

4.3 保持开放心态，同时也要坚定果断

有效解决理性的分歧，需要开放的心态（换位思考）和坚定果断（明确阐释自己的看法），并能够灵活地处理此类信息以促进学习和适应。

我发现，尽管也有一些人从善如流，但大多数人不能既坚定果断同时又心态开放。比较典型的是，他们更倾向于多一些坚定果断而少一些开放心态（因为相比换位思考而言，把自己的观点表达出来更容易一些，也因为人往往固执，总认为自己是正确的）。提醒人们要两者兼顾是很重要的，并记住决策是个两步走的程序，必须先搜集信息，再做决定。要提醒人们，那些能改变自身主张的人是最大的赢家，因为他们有所获益。而那些顽固不化、拒绝事实的人会是失败者。经过实践、培训和不断强化，任何人都可以在这方面做得很好。

a. 区别心态开放和心态封闭的人。心态开放的人通过问问题学习。他们知道，与未知领域相比，他们已知的实在微不足道，而且可能是错误的。他们乐于身边有很多比自己知识渊博的人，从而可以有学习的机会。而心态封闭的人总是告诉你他们所知甚多，哪怕他们一无所知。如果身边有人比他们知识渊博，他们就会感到不安。

b.远离心态封闭的人。心态开放比聪明伶俐重要得多。不管他们知道多少，心态封闭的人都会浪费你的时间。如果你必须与他们打交道，要注意除非他们变得开明，否则无任何裨益。

c.提防那些羞于承认自己并非无所不知的人。他们可能更关心外在的形象，而非真正达成目标。这可能逐渐导致毁灭性的后果。

d.确保工作负责人以开放的心态对待问题和他人的意见。一项决策的负责人应当能够公开、透明地解释决策背后的理由，以便让每个人都能理解并做出评估。在出现不同意见的时候，应当将争议提交决策者的上级或公认的知识渊博者去解决。一般而言，这些人的学识和资历要高于决策者。

e.认识到求取共识是双向的责任。在任何对话中，对话双方都有责任表达自己的观点，并倾听别人的声音。误解时常发生。通常而言，沟通困难在于人们的思维方式不一样（例如，左脑发达者与右脑发达者）。当事方应该经常考虑这种可能性，即一方或双方存在误解，这时应该多进行几轮沟通，以便达成共识。有一些很简单的技巧会很有用，比如重复一遍你刚听到的别人的观点，确保你理解正确。要首先假设你自己或者没有沟通好，或者是没听清，而不要先去责怪对方。要吸取自己沟通不利的教训，避免再犯。

f.实质重于形式。这并不是说，针对不同的人在不同情况下，沟通的形式无差别，但我经常听到有人抱怨别人的批评方式或语气，而忽视问题的实质。如果你认为某人的沟通方式有问题，可放在一边，当作达成共识的另案处理。

g.自己要通情达理，也期待别人通情达理。在兜售你的观点时，你有责任做到通情达理和体谅别人，千万不要被“较低层次的自己”控制了情绪，即便对方在发脾气。对方行为举止不好，不意味着你的行为举止也要变差。

如果分歧各方太过于情绪化而丧失了逻辑，对话应该暂时中止。有时，在不必要马上做出决策的情况下，推迟几个小时或几天再讨论是最好的主意。

h.提建议、提问题与批评是不一样的，所以别混淆。提建议

的人可能并未下结论说有错误——他们只是想确保，对方已经考虑了所有的风险。提问题以便确认某人没有忽略什么事，并非是说他/她真的忽略了什么事（“小心冰”的表述不同于“你太不小心了，把冰都忽略了”）。但是我常常看到，有些人把建设性问题当成指责，反弹强烈。这是不对的。

4.4 如果由你主持会议，应把握好对话

会议效率低下有很多原因，但通常是因为对会议议题或在哪个层面上讨论问题（例如，是原则层面的还是机器层面的问题，是当前问题还是特定实施层面的问题）缺乏清楚的了解。

a.明确会议的主持人和会议的服务对象。 每次会议都应当以实现某个人的目标为目的。那个人就是会议的负责人，并决定会议所期待的成果和会议方式。会议如果没有明确的主持人，则很可能陷入丧失方向和低效的境地。

b.表述要清晰准确，以免造成困惑。 对于具体问题，最好重复一遍，以便让提问者和回答者都十分清楚问的是什么，答的是什么。在电子邮件中，通常可以简单地把问题放在邮件的正文中。

c.根据目标和优先次序来确定采用什么样的沟通方式。 如果你的目标是让持不同意见的人讨论他们的分歧，力图对事实和解决方案取得共识（开放式辩论），则会议的方式应当有别于培训会。辩论比较耗时，会议时间随人数增加会呈几何级增长，因此你必须挑选对的人以及适当的人数，以适合决策所需。在任何讨论中，都要把与会者限定于你认为对实现你的目标最有帮助的人。挑选与会者最差的方式就是挑选那些与你观点相同的人。群体思维（大家都不表达独立观点）和个体思维（个人拒不接受别人的观点）都是危险的。

d.主持讨论时要果断、开明。 调和不同观点并不容易而且耗时。要由会议的主持人来平衡有分歧的观点，打破僵局，并决定如何明智地安排时间。

我经常遇到的问题是：当某个缺乏经验的人提出一个观点时，该怎么办。如果你在主持对话，你应该权衡一下讨论其观点可能要花多长时间，对其观点进行评估并加以深入理解所带来的潜在收益有多大。对那

些资历尚浅、仍在积累经验的人来说，探讨他们的观点能够让你对他们如何应对不同任务有更深入的了解。如果时间允许，你应该与他们一起讨论一下他们的分析逻辑，以便让他们了解为什么他们可能错了。当然，你也有义务以开放心态判断他们的观点是否正确。

e. 在不同层面的讨论对话中穿梭对照。在研讨某个问题或状况时，应该进行两个层面的讨论：遇到的具体问题和确保机器正常运转的相关原则。你需要在不同层面的讨论间穿梭和对照分析，验证你的原则是否有效。改进机制，以便日后更好地处理类似的问题。

f. 谨防“跑题”。跑题是指从一个议题随意跳到另一个议题，却对正在讨论的议题半途而废。为了防止跑题，一个方法是在白板上列出议程，让每个人都看到讨论的进展情况。

g. 坚持对话的逻辑性。当出现分歧时，人们往往会情绪激动。一定要在任何时候都保持冷静分析问题的态度。与情绪化的讨论相比，逻辑清晰地交换意见不会轻易被终止。要记住，情绪化容易阻碍人们正确地看待现实。例如，人们有时会说，“我感觉（某件事是真实的）”，然后在接下来的讨论中将其作为事实依据，而别人却可能对同一问题做出不同的判断。要问他们，“这是真的吗”，让对话建立在事实的基础之上。

h. 注意不要因集体决策而丧失个人责任。十分常见的是，集体做出了决定，却没有分派个人任务，因此不清楚接下来谁应当做什么。对个人职责的分派，要十分明确。

i. 运用两分钟法则避免持续被别人打断。按照两分钟法则，你必须让人在两分钟内不受打扰地解释自己的观点，然后再插话表达自己的意见。这可以确保每个人有足够时间充分澄清、表达自己的思路，而无需担忧自己的想法被误解或被更强烈的声音所湮没。

j. 当心讲起话来不容置疑的“快嘴王”。快言快语的人表达问题时滔滔不绝、态度坚定且语速飞快，强行推进议程，使别人来不及评估、检视或反对。快言快语在压制那些讲话慢且担心出丑的人时，显得尤为有效，但千万不要做这样的人。要认识到，你的责任是讲清楚事情，有一点没讲清楚都不要接着往下讲。如果你对“快嘴王”感到有压力，可以说一句“抱歉我比较迟钝，但是我希望你慢点说，好让我明白你

的意思”，然后，该问问题就问问题，不要遗漏任何一点。

k. 让对话善始善终。讨论的主要目的是把任务完成，达成共识，最终做出决定或采取行动。如果讨论半途而废，就无异于浪费时间。在交流想法时，很重要的一点是要进行总结，以结束讨论。如果达成一致，应当明确指出；如果没有，也应当说明。如果会议决定采取进一步行动，要将行动列入清单，向员工分派任务，并规定截止日期。记下你的结论、可行的想法和任务清单，以此作为下一步进展的对照基础。为了确保做到这一点，指定专人负责会议记录和督办实施。

如果你仍然不赞成也没理由生气。人们可以在相处融洽的同时，依然对某些事情保持异议，你们不必对任何事都意见完全一致。

1. 运用沟通手段。虽然公开沟通十分重要，但挑战在于沟通不能花太多时间——你不可能与每个人都进行一对一的对话。寻找一些简单的分享信息方法或许有帮助，例如在常见问题问答公告栏里发表公开邮件，或分发关键会议的录像、录音资料（我把这种方法叫运用沟通手段）。你越是升迁到公司报告路线中更高的位置，这种挑战就越大，因为你的行为将影响更多的人，而他们也都有自己的观点和问题。在这种情况下，你需要更多的沟通手段，并分出优先次序（例如，让你手下的一个精干小组来回复一些问题，或让大家把问题标出轻重缓急）。

4.5 伟大的合作如同爵士乐演奏

演奏爵士乐时，并没有乐谱，你必须即兴发挥。有时你需要暂停下来，让别人领奏；有时你却要独领风骚。为了能在正确的时候做正确的事，你需要认真倾听乐队同伴的演奏，以便了解接下来怎么弹奏。

所有伟大的有创意的合作都是相同的。要把你们的诸般技能像不同乐器一样组合在一起，即兴创作乐章，同时你自己要服从团队的目标，这样才可以演奏出伟大的作品。但要记住，多少个合作者一起演奏是最优的组合。有才华的乐手通过二重奏就可以即兴进行优美的表演，就像三重奏、四重奏一样。但是，如果把10个乐手聚在一起，无论每个人多么有天赋，除非他们能用心配合，否则恐怕只会因为人太多了而效果不好。

a. $1 + 1 = 3$ 。两人良好合作的效率是各自独立工作效率的三倍，因

为两人能看到对方疏忽的地方。而且，他们可以借助对方的能力，并相互问责达到更高的标准。

b.3—5人的效率高于20人。3—5个精明强干且善于思考的人以开放心态讨论，通常能找到问题的最佳答案。组建更多人的团队看起来挺好，但如果人太多，合作的效果可能适得其反，即便其中有很多聪明、有才华的人。给团队增加成员的共生效果是逐步递增的（ $2+1=4.25$ ），直至到达一个顶点，过了顶点后将不再产生增效，反而带来效率递减。这是因为：（1）边际效益随团队人数增多而减少（两三个人可以贡献大部分重要的观点，增加更多人不会有更多的好点子）；（2）团队人数过多时，其互动效率低于小团队的互动效率。当然，实际中最好的结果取决于人员的素质和他们带来的不同观点，以及团队管理的好坏。

4.6 珍惜志同道合者

在这个世界上，没有人能在所有事情上都与你看法一致，所以既然有人与你在最重要的方面价值观相同，也与你实践价值观的相同做法，那就要确保与这些人为伍。

4.7 如果你发现自己无法调和相互间的主要分歧——尤其是价值观层面的——要考虑是否值得维持这种关系

这个世界上千人千面，很多人对事物有不同的看法和评价。如果你发现无法与某人就价值观方面达成一致，就应考虑是否还与此人来往。价值观不同，会导致很多痛苦的经历和不好的结局，最终还是会让你疏离。一旦你发现此种情形，最好尽快分道扬镳。

做决策时要从观点的可信度出发

在一般的公司里，很多决策或是以独断专行方式，由高层领导自上而下做出，或是以民主协商方式，由每个人分享各自观点，最终实施得到最多支持的观点。这两个决策系统都有缺陷。这是因为最佳决策应该是在创意择优中，按观点的可信度高低来得出的，其中能力强的人努力解决彼此分歧，还有其他能力强的人能够独立思考事实是什么，应采取什么行动。

与能力较弱的决策者相比，要对那些能力更强的决策者的观点赋予更大的权重，给予更多的重视。这就是我们所谓的“可信度加权的决策”。那么，怎样确定谁在哪些方面能力更强呢？最具有可信度的观点来自：（1）多次成功地解决了相关问题的人；（2）能够有逻辑地解释结论背后因果关系的人。当基于可信度加权的观点能够正确实施并保持下去，那就形成了最公平、最有效的决策系统。它不仅能产生最佳效果，也能保持步调一致，因为即便有人不同意最终决策，也能跟上步伐。

为了做到这一点，可信度加权的标准必须是客观且得到每个人信任的。在桥水，每个人观点的可信度都被记录在案并接受系统性评估，使用类似棒球卡和集点器的工具，及时记录和评估其工作经历和业绩。开会时，我们经常通过集点器App来对很多事项投票表决，不仅仅呈现等权重平均的结果，也有可信度加权的结果（还有民主投票情况）。

一般而言，如果基于等权重平均和可信度加权的投票结果吻合，我们就认为问题已经得到解决，可以继续讨论别的话题。如果两类投票结果不一致，我们就努力解决。如果解决不了，我们会采纳可信度加权投票的结果。视具体的决策类型不同，在有些情况下，某个“责任人”可能会推翻可信度加权的投票结果，在其他情况下，也会反过来。但不管怎样，在所有出现分歧的情况下，可信度加权的投票结果都会得到高度重视。即便责任人能推翻可信度加权投票的结论，其也有义务在推翻之前尽量把分歧解决掉。在桥水工作的40年中，我从来没有朝着可信度加权投票结论相反的方向做过决策，因为我觉得，那样做是傲慢无礼的表

现，而且与创意择优的精神实质相悖，尽管在此过程中我会为自己认为是最佳的方案竭尽全力去辩护。

我举一个例子说明实际工作中这个过程是怎么完成的。2012年春，欧债危机不断升级，我们的研究团队运用可信度加权的决策程序，解决了关于下一步趋势判断的分歧。当时，意大利、爱尔兰、希腊、葡萄牙，尤其是西班牙政府的借债和还本付息金额都已远远超过了其偿付能力。我们知道欧洲央行要么会史无前例地购买政府债券，要么令欧债危机自行陷入深渊从而可能导致国家违约和欧元区解体。德国强烈反对欧洲央行出手救助。显然，这些国家以及整个欧元区的经济命运将取决于欧洲央行行长马里奥德拉吉领导下的欧洲央行的下一步措施。但是德拉吉究竟会怎么做呢？

这个过程就像针对国际象棋棋盘开展分析，预测不同棋手的棋子移动方向以及影响，我们每个人都从不同角度对形势走向提出自己的看法。经过漫长的讨论后，我们仍无法达成一致：大概有一半人认为欧洲央行会印更多钞票来购买债券，而另一半人则认为不会，因为与德国闹翻会给欧元区带来更大威胁。尽管这些理性、公开的交流是必不可少的，但同样重要的是，要有双方都认可的方式来解决分歧，达成最优决策。因此，我们运用可信度加权的分析系统来打破僵局。

我们采用了集点器工具，它能帮助我们分析不同观点的特点，找出分歧的源头，按照可信度进行梳理找出解决办法。因为大家的素质不一样，可信度的权重也不一样，比如对某个领域的技能、创造力、综合集成能力等。选择哪些方面进行评判是通过一种混合评分系统确定的，评分来自同行和各种测试。通过对素质特征的分析，并判断哪些与当前的形势更加密切相关，我们可以得出最佳决策。

在上述案例中，我们进行了可信度加权的投票，所选取的素质特征是专业技能和综合能力。集点器清楚地显示了这样的结果：那些可信度更高的观点认为，德拉吉将违背德国的意愿，印钞购买债券。我们就据此做了相关决策。几天后，欧洲的政策制定者公布了一个大规模、无限量购买政府债券的计划，可见我们的判断是对的。尽管可信度加权给出的答案未必总会是最佳答案，但我们发现，与任凭老板一个人裁决，或一人一票公投式表决相比，用这个办法更可能做出正确的判断。

不管你运用这种可信度加权的统计技术，还是结构化的分析程序，

最重要的问题在于你正确理解了可信度加权的实质。很简单，在做决策时，看看你自己和你的团队，谁最有可能是对的。我敢保证，如果你这样做了，你肯定比不这样做更容易做出上佳决策。

5.1 采用创意择优，需要你了解每个人观点的长处

对观点的长处进行分类排序，不仅仅符合创意择优的需要，而且本身也必不可少。让每个人总是就每件事都展开辩论，同时又能把工作完成，这肯定是不可能的。对所有人都一视同仁，更容易远离事实而不是更接近事实。同时，对所有的观点都应当以一种开放的心态对待，尽管要与观点表述人的经验、过去业绩适当联系起来。

设想一下，我们这个团队正在向贝比·鲁斯（美国传奇棒球运动员）学习请教如何打棒球，而某个从未打过棒球的人不断打断他，总就如何挥舞球棒进行探讨。不考虑每个人不同的工作记录和经验，这对整个团队的工作到底有利还是有弊呢？当然，认为每个人的观点都一样重要，是有害且愚蠢的，因为人与人在可信度上是有差别的。最有效率的做法，是让鲁斯不被打断地讲完动作要领，然后花些时间来回答问题。但是，由于我个人特别相信一个有些极端的观点，即求得理解比简单地接受那些原则更加重要。我将鼓励新球手不要认为鲁斯曾是有史以来最优秀的强棒，就觉得他说的都对。如果我自己是那个新手，我就会不断地挑战鲁斯，直至我相信自己了解了事实。

a.如果你自己无法成功完成某件事，就不要想着指导别人该如何完成。我见过一些人做事情总是不成功，却对做事的方法抱残守缺，即便自己的想法与成功人士相比差异很大。这是一种愚蠢而又傲慢的做法。他们应该问问题，接受可信度加权的投票表决，以帮助自己克服顽固不化的毛病。

b.要知道每个人都有自己的观点，但通常不是什么好点子。提出观点是容易的，每个人的脑子里都有成千上万的主意，很多人还很愿意说出来与人分享，甚至激烈地捍卫自己的观点。但遗憾的是，包括你自己的很多想法在内，很多观点都一无是处甚至是有害的。

5.2 关注可信度最高、与你观点不一致的人，尽量理解其推理过程

以开放的心态，与虽不赞成你的观点但具有可信度的人对话，是接受教育、提升决策正确性的最迅捷的方法。

a.要分析人们的可信度，以评价其观点正确的可能性。开放心态要付出一定代价，因此，你必须加强辨别能力。要知道，你的生活质量将取决于你在追求目标过程中所做决策的质量。做出正确决策的最佳途径，就是与其他更博学的人沟通互动。所以，你要明辨以什么人的意见为评判标准，并且不断提升辨别能力。

你将面临的困境在于，你既要找出事实从而有效判断，同时又要知道你听到的很多建议毫无价值，包括你自己的。衡量人们的可信度，这体现了他们能力和是否乐意给予建议。跟踪他们的工作表现。

b.较可信的观点很可能出自以下两种人：（1）至少曾经三次成功解决过相关问题；（2）对所得结论的因果关系分析很有道理。做不到上述任一点的人，就不是可信的。对于能做到其中一点的人，可以认为其具有一定的可信度。如果两点都能做到，那就是最可信的。要特别当心有些并无实践经验而只是夸夸其谈的人，以及没有较好的逻辑的人，这些人对其自身、对他人都很不利。

c.若某人并无经验，但其所讲道理似乎符合逻辑且可经受压力测试，则一定要试一试。请记住你的成功是靠概率的。

d.要更关注发言人的推理过程，而非其结论。在对话中，很常见的情况是，人们会分享其结论，而非他们所得结论背后的逻辑。所以说，人们对自己的烂主意深信不疑的情形屡见不鲜。

e.没经验的人也不乏好点子，有时远远胜过有经验的人。这是因为，出主意的人如果经验丰富，就容易被限制在过去的套路面。如果侧耳倾听，你就能发现那个没有经验的人的逻辑思维不错。就好像评判一个人是否会唱歌，用不了多长时间就能得出结论。有时候，一个人只需唱出歌谱上的几个小节，你就能知道他们唱得怎么样。逻辑是一样的：判断某个人能不能干，不需要用太长时间。

f.每个人都应在表达观点时信心满满。建议不过是建议，如果你坚信某个观点就应该坚持，特别是此观点来自在这方面表现优异的

人。

5.3 考虑好你要扮演老师、学生、同事中的哪个角色.....

.....你应该去说教、提问还是辩论。在很多情况下，人们面对分歧时，做事总是毫无章法，或者是因为他们不知道该怎么办，或者不去思考该怎么进行得更有效率，他们只是不假思索地表达观点、参与辩论。既然每个人都有权利和义务探究事实真相，讨论还是应该遵循一些基本的原则。这些原则及其遵守程度取决于你的相对可信度。例如，就一件事该怎么办，如果让所知不多的人去指导所知甚多的人，效果就不会太好。很重要的一点是，根据对事物的理解，你要在处事果断和心态开放之间做好平衡。

要比较一下，与你存在分歧的人是否比你更具有可信度。如果你的可信度较低，你就更要像个学生一样虚心求教，保持开放心态，以问问题为主，以便了解经验更丰富的人所讲的逻辑。如果你的可信度较高，你的角色更像老师，要以阐述观点和回答问题为主。如果你们二者的可信度在伯仲之间，你应当平等、理性地进行交流。如果对谁更具有可信度存在争议，要理性地进行判断。如果你们自己无法独立有效完成，还可以寻求双方一致认同的第三方的帮助。

在任何情况下，要能换位思考，通过对方的眼睛看问题，从而了解事实。任何一方都要记住，辩论的目的是找到出事实真相，而不是为了证明谁是谁非，每个人都应当有意愿基于逻辑和证据而转变想法。

a. 学生理解老师比老师理解学生更重要，尽管二者都重要。

我经常见到这样的情况，可信度较低的人（学生）坚持要求可信度较高的人（老师）去体谅自己的想法，甚至在尚未听到老师表达的意见时，就企图证明为什么老师是错的。这是一种落后的思维。尽管理解学生的观点很有帮助，但一般会比较困难而且多耗费时间，导致把重点聚焦于学生的观点而非老师的意见。因此，我们的规定是，学生要首先做到开放。只有学生先消化理解老师的意见后，学生和老师才能更充分地梳理和研究学生的观点。以这种方式求取共识的效率会更高，这就引出了下一条原则。

b. 每个人都有权利和责任尽力了解重要的事情，还必须保持谦逊和非常开放的心态。如果你的可信度不够高，在师生关系上就应

先体现学生的姿态——保持必要的谦虚和开放。当然并不是说你不了解情况，而是你必须假定是这样，直到你以他人视角观察了相关问题之后。如果此时你仍不能了解，而且觉得老师也不了解，可以去找其他可信度高的人来帮助下判断。如果仍无法达成一致，那么应假定是你自己错了。从另一方面看，如果你能说服一些可信度高的人相信你的观点，你应当确保让你的想法被决策者听到并予以考虑，在这个过程中可以寻求可信度高的人协助。请记住，那些在报告路线上职级更高的人，需要帮助更多人，从价值观角度遴选最好的建议。而既然大家都希望向他们报告想法，他们的时间就很宝贵，可能随机挑选帮助对象。如果你的想法经受了来自那些可信度较高的支持者的压力测试，它就有较大的可能性被高层获知。反过来，报告路线上的高层也必须就有道理的建议与基层员工尽量达成共识。对有道理的建议达成共识的人越多，就会培养更多能力强、重承诺的人。

5.4 要了解人们提出意见的过程和逻辑

我们的大脑像计算机：输入数据，然后按照设计和程序进行处理。任何一个观点都由两个东西构成：数据以及你对数据的处理或推理逻辑。当听到有人说“我相信X”时，要问他们：你们用的是什麼数据？你们基于什麼逻辑得出的结论？

对初步、粗略的观点进行研判，可能会让你和每个人都感到困惑，所以了解这些观点的产生过程将有助于你了解真实情况。

a. 无论你向谁提问，对方一般都会提供“答案”，所以要仔细考虑要向谁提问。我经常见到有人向完全没有准备或缺乏可信度的人问问题，并相信对方的回答。与其这样，还不如不提问。不要犯这样的错误。你需要仔细考虑向哪些人提问。如果你怀疑某人的可信度，要查明。

对你自己也是如此：如果有人问你一个问题，你要首先想想你自己是否合适回答这个问题。如果你觉得自己回答的可信度不强，就不应该对此发表意见，更不要与人分享你的观点。

确保把你的意见和问题提给具有可信度的一方，或者你希望与之讨论的人。尽可能地把可能有所贡献的人拉进来一起讨论，有些决定将会需要别人负责最终落实。

b.让每个人都可肆意评论其他人的观点，此举低效且浪费时间。千万不要向无关的人员提出问题，更不合适的做法是把问题没有特别指向地散发出去。

c.提防以“我以为……”为开头的发言。因为如果仅仅是“以为”，就不一定是事实。要特别警惕那些“我以为……”的表述，因为很多人都不能准确评价自己。

d.系统梳理员工的工作记录，评估其发言的可信度。不是每天都是新的一天。随时间推移，就会有证据显示哪些人可以信赖，哪些人不可以。工作记录很重要，在桥水，棒球卡、集点器一类的工具可以把每个人的工作记录搜集起来加以分析。

5.5 处理分歧务必高效

解决分歧是要花时间的，你能够想象，一旦管理不善——分歧不仅容许存在，还会被鼓励——创意择优将失效。想象一下，一位老师在大课堂上逐个问学生的意见，然后与所有人辩论，而不是先把自己的想法说出来接受大家提问，这效率该多么低。

想提出不同意见的人必须对此充分理解，在提异议时要遵循制度和规定。

a.知道适时终结辩论，推动就下一步措施形成共识。我见过人们在大的方面有共识，却浪费很多小时于细节的辩论。把大事抓好运比把小事做到极致更为重要。但如果人们对辩论的重要性有不同认识，还是值得辩论一番的。否则，就相当于让某个人（一般是老板）拥有了事实上的否决权。

b.可信度加权可以作为工具，但不能取代责任人的决策。可信度加权的决策形成机制对责任人的决策来说，可起到补充和挑战的作用，但不是用来推翻决策的。目前，在桥水的机制下，每个人都可以提出意见，但对其可信度的评价要基于一些证据（他们的工作记录、压力测试结果、其他数据等）。决策的责任人可以推翻可信度加权的投票结论，但要为此负责。当决策者选择用自己的判断取代其他可信度较高的人所达成的共识时，他是在进行一次大胆的宣示，将接受最终结果的验证。

c.如果你自己没有时间全面检视每个人的想法，则要明智选取具有可信度的观点。一般而言，最好找三个具有可信度的人，他们很关心能否获得最佳效果，也愿意彼此之间公开讨论分歧，让自己的分析逻辑接受问责。当然，并不是说必须固定三人，既不能多也不能少，人数可多可少。理想的人数取决于你有多少讨论时间、决定有多重要、你能够多客观地评估自己及他人的决策能力，以及召集多人了解决策背后逻辑有多重要。

d.若由你负责做决策，要把可信度加权后得出的结论和你自己的想法做比较。如果他们意见不一，你要努力解决分歧。如果你要认定可信度加权后得出的结论是错误的，在行动之前要慎之又慎。很可能你是错的，但即便你是对的，也有可能因为否决了整个程序而失去大家的尊重。你应该尽可能求取共识，就算仍无法达成共识，也要只干预有分歧的领域，了解一旦出错的风险，并明确向大家解释你这样做的原因和逻辑。如果你做不到这些，或许就要暂时搁置你自己的判断，采纳大家可信度加权的表决结果。

5.6 每个人都有权利和义务去设法了解重要的事情

在各种思考问题的过程中，会出现如下情形：你可以选择去要求那些与你观点不一致的人逐渐消除分歧，直至你们达成一致；或者也可以追随对方的观点，即便其想法并不合理。我的建议是，如果存在分歧的问题很重要，就采纳前一种方法；如果不太重要，就采纳后一种方法。我理解，前一种方法可能会造成尴尬，因为对方可能会变得不耐烦。为了抵消这种影响，我建议你简单地说上一句：“你我都知道，我就是有点儿愚钝，但我仍希望弄清楚，所以让我们一道慢慢努力吧。”

每个人都应该随时随地提问，并记住自己有义务在相应讨论中保持开放心态。把你们的辩论记录下来，以便万一你们无法达成共识或弄清情况，可以把意见发给别人供决策参考。当然，要记住你是在创意择优下工作——别忘了你自己的可信度大小。

a.沟通是为了获得最佳回应，故应与最相关的人沟通。与沟通对象的最相关的人是你的经理、顶头上司，以及各方认可的专家。他们受所讨论问题的影响最大，也是最了解情况的人，因此他们是你需要求取共识的最重要的人。如果无法达成共识，你应该把分歧提交给合适

的上级去决策。 [1]

b.以教育或促成共识为目的的沟通，不仅仅是为了获得最佳答案，故应让更多的人参与。缺乏经验、可信度不高的人不必参与决策，但如果相关问题牵扯他们，而你与他们观点不一致，长期缺乏理解可能影响员工的士气和机构的效率。在某些情形下，这种情况尤为重要，比如你的员工既缺乏可信度，又十分固执己见（这是最差的组合）。除非你与他们达成共识，否则你应该避免把他们的意见公之于众。另一方面，如果你愿意接受挑战，你应营造一种氛围，让所有的批评意见得以公开表达。

c.要认识到你没有必要凡事都做出判断。考虑一下每个人的职责（及其可信度）、你对问题的了解，以及你自己的可信度。不要对自己一无所知的事情表态。

5.7 要更关注决策机制是否公允，而非是否如你自己所愿

一个机构是一个社区，拥有共同的价值观和目标。对其人员士气高低和运转顺畅与否的考量应优先于你的看法——何况，你还很有可能是错的。当决策机制持续得到妥善管理，且建立在客观标准上，让创意择优发挥作用就比博得任何成员欢心更为重要，即便那个成员是你自己。

[1] 最合适的人是你的汇报对象（我们称为组织架构金字塔上的某个点），或者是你们都认可的仲裁人。

知道如何超越分歧

能让分歧双方都同等满意的解决方式十分罕见。想象一下，你与邻居争吵，因为他们家的树倒了而砸了你家的房子。谁来负责把树运走？谁拥有这棵可作为柴火的树？谁赔偿损失？你们可能无法自行解决争端，而司法体系具备一定的程序和规定，可以用来确定事实是什么，该采取什么行动，而且一旦做出判决，就可结束争议，尽管你们中有一方没有得偿所愿。生活就是这样。

在桥水，我们的原则和规定也是这样发挥作用的，为解决争议提供了路径，但与你在法庭见到的情况不一样（也不那么正式）。在创意择优下，这种设置是必不可少的，因为你不能鼓励员工独立思考，却又不允许他们为自己所认为的事实抗争。你应该给他们提供一种超越争议、继续前行的途径。

在桥水，处理好这一点至关重要，因为我们比别的公司多了很多观点上的分歧。在很多时候，争议各方能够自行想通、解决，但通常情况下，人们就事实和措施无法达成共识。此时，我们就启用可信度加权的表决程序，并按照结论行事。如果责任人希望按照自己的想法做决策，而不考虑表决结果，那么只要他有权这样做，其他人也能接受并行动。

最后，参与创意择优的人同意遵守我们的政策和流程，以及由此形成的决策结论，就好比他们把争端提交法院，必须遵循其诉讼程序及判决一样。这需要他们把自己和自己的观点分开，当判决对自己不利时也不能生气。如果有人不遵守既定路径，他就没有权利去抱怨与自己有分歧的人，也不能抱怨创意择优。

原则、政策、流程未能明确如何解决争议，这种情形很少见。那时，每个人都有责任指出这件事，以促使相应程序得到澄清和改进。

6.1 要牢记：相互达成协议时不能忽视原则

原则就像法律——你不能因为你自己和他人同意打破原则就违反原

则。要记住，每个人都有义务捍卫、遵守或完善原则。如果你认为这些原则无法正确解决问题和争议，你应该努力修正原则，而不是肆意妄为。

a. 每个人都要遵守相同的行为原则。一旦产生分歧，双方都需要同等诚信、开放和果断，并都能为对方着想。法官在断案时必须对双方适用同样的标准，并依据标准做出裁决。我经常发现在一些情况中，相关反馈出于种种原因（对更强大一方采取更高标准、分散责难），没能做到适当的平衡。这是错误的。做错的一方需要受到更严厉的责备，不按此操作可能导致他们认为自己不是问题的源头，或至少认为责任五五开。当然，此类责备应当冷静、明确地进行，而不能太情绪化地表达，以发挥最大功用。

6.2 不要让大家把发牢骚、提建议、公开辩论的权利与决策权相混淆

人们不必相互汇报，我们依照个人能力给每个人赋予不同职责和权力。人们所获得的权力是为了促其完成目标，并与其能力匹配。

同时，人们还要经受来自两个方向的压力测试——他们的上级和下属。我们所鼓励的挑战和核查不是质疑其每项决定，而是逐步改进工作的质量。独立思考和公开辩论的最终目标是为决策者提供不同的看问题的角度，这并不意味着决策权被转移给了那些质疑者。

a. 对决策本身以及决策者提不同意见时，要有大局意识。要以尽可能更广阔的思路评价单个决策。例如，如果被挑战的责任人具备大局观，而受争议的决策只是大局中的一个小细节，则要在更广的大局下辩论和评估所做出的结论。

6.3 不要对重大分歧不闻不问

如不解决重大分歧，在短期内看似容易避免对抗，但长期可能导致非常具有破坏性的后果。凡是冲突都应该实际得到解决——不是通过表面上的妥协，而要通过寻求更重要、更准确的结论。在很多情况下，这个过程应该对相关各方公开（有时是对整个公司公开），目的是确保决策的质量，维护公开解决分歧的文化。

a. 专心协商大事时，别被琐事烦扰。几乎每个小组在大事上达

成共识后，都为一些不太重要的小事争论不休，甚至成为仇家，全然不顾他们更应着眼于大事。这种现象也被称作小节上的自恋。我曾经亲眼见过，一个亲密的家庭因为感恩节上谁来切火鸡肉一事而爆发无法挽回的冲突。所以，你不要染上小节上自恋的毛病。要知道没有任何人、任何事是完美的，你们之间不过是幸运地保持了良好的人际交往。看问题要从大局出发。

b.不要被分歧束缚住——要么提交上级裁定，要么投票表决！通过进行开放、果断的辩论，你应该能够解决大多数分歧。无法解决时，若分歧是一对一的，就可以向上提交给公认的可信度高的人来裁决。在其他不变的情况下，这个人应该是报告线路上端的领导，比如你的上司。当一个团队无法达成协议，主持会议的人应该进行可信度加权的表决。

6.4 一旦做出决定，任何人都必须服从，即便个人可能有不同意见

一个决策团队，如果内部有人因为决策没有达到自己的需求而持续闹事，肯定要遭遇败绩——在公司、机构，甚至政治体系和国家，这样的例子比比皆是。我不是说人们要假装喜欢相关决策，或者不再对相关问题进行核查。我的意思是，为了提高有效性，所有集体合作的团队必须遵照规定，为分歧解决预留时间，同时，要让持不同意见的少数派明白，一旦他们的观点被推翻，整个团队的一致性要优先于个人的喜好。

团队比个人更重要，要避免破坏既定路径的行为。

a.着眼大局。你应当站在更高的层次看待整个系统中的自己和他。换句话说，你必须跳出思维的局限，把自己的观点看作众多看法中的一个，对所有观点都通过创意择优的方式择优采用，而不是仅仅按照你自己的好恶取舍。要从大局考虑问题，不仅是指评估别人的观点，还要设身处地了解每种情形、你自己和别人在每种情形中的状态，相当于把自己当成一个俯瞰全局的客观旁观者。如果你能做到这一点，就能以“当中任何一个人”的视角看待事物，换位思考，从而在头脑中勾勒出路线图或原则，以决定如何处理问题。

几乎所有人最初都发现自己很难克服一个障碍，就是通过别人的眼睛来看待问题。因此，我开发出了“教练”这种工具来提供帮助（它能把

人所处的情形与原则联系起来)。通过训练，很多人会学会如何操作，但有些人就是无法掌握。你需要知道你自己以及身边的人是哪种人。如果你自己做不到，可寻求他人的帮助。很多人不能从更高的层次俯瞰问题，也分不清楚哪些人能做到这一点而哪些人做不到。所以，你应当把那些做不到的人清除出公司，或提高用人门槛，让你自己和公司远离不具备这种能力的人。

顺便提一句，你可以与持不同意见的人继续辩论下去，只要你不再生吵，不破坏创意择优。如果你是在继续对抗创意择优，那就请离开公司。

b. 不要让创意择优变成无法无天。在创意择优的环境下，肯定会比一般的机构有更多的分歧，但如果走到极端，无休止的争辩和吹毛求疵都会降低创意择优的功效。在桥水，我遇见一些人，特别是资历尚浅的年轻人，他们错误地以为他们可以随意与任何人进行任何方面的争论。我甚至还遇到一些人集合起来反对创意择优，宣称他们的反对权来自原则。他们误解了我提出的原则，模糊了机构内部的界限。他们必须遵循该机制的规则，因为这提供了解决分歧的路径，但他们不能威胁这个机制。

c. 不要容忍暴民手段。实行可信度加权，部分原因在于从决策中去掉感情因素的影响。人们聚集在一起如果变得感情用事，就会寻求控制局势，这是必须要避免的。尽管每个人都有权表达自己的观点，但他们无权做出谁是谁非的裁决。

6.5 如果创意择优与机构的利益相冲突，就难免会造成危害

这不过是种可能性。你知道，我一直相信，好的东西一定会有好的效果，让公司好好运转才是最重要的。

a. 只有在罕见或极端情况下才宣布“宵禁”，此时可暂不考虑遵守原则。所有这些原则的存在，都是为了团队的整体利益，但也许有些时候，遵循原则可能威胁到团队的利益。例如，我们遇到过这样的情况，当时，桥水内部公开分享的信息被泄露给了媒体。桥水的员工都知道，我们的弱点、错误都被公布了，造成了外面对桥水形象的歪曲和诋毁。因此，我们必须降低公司的透明度，直到把所有问题都解决。我们不仅仅降低了透明程度，我还把当时的情况称作“宵禁”，意思是说，

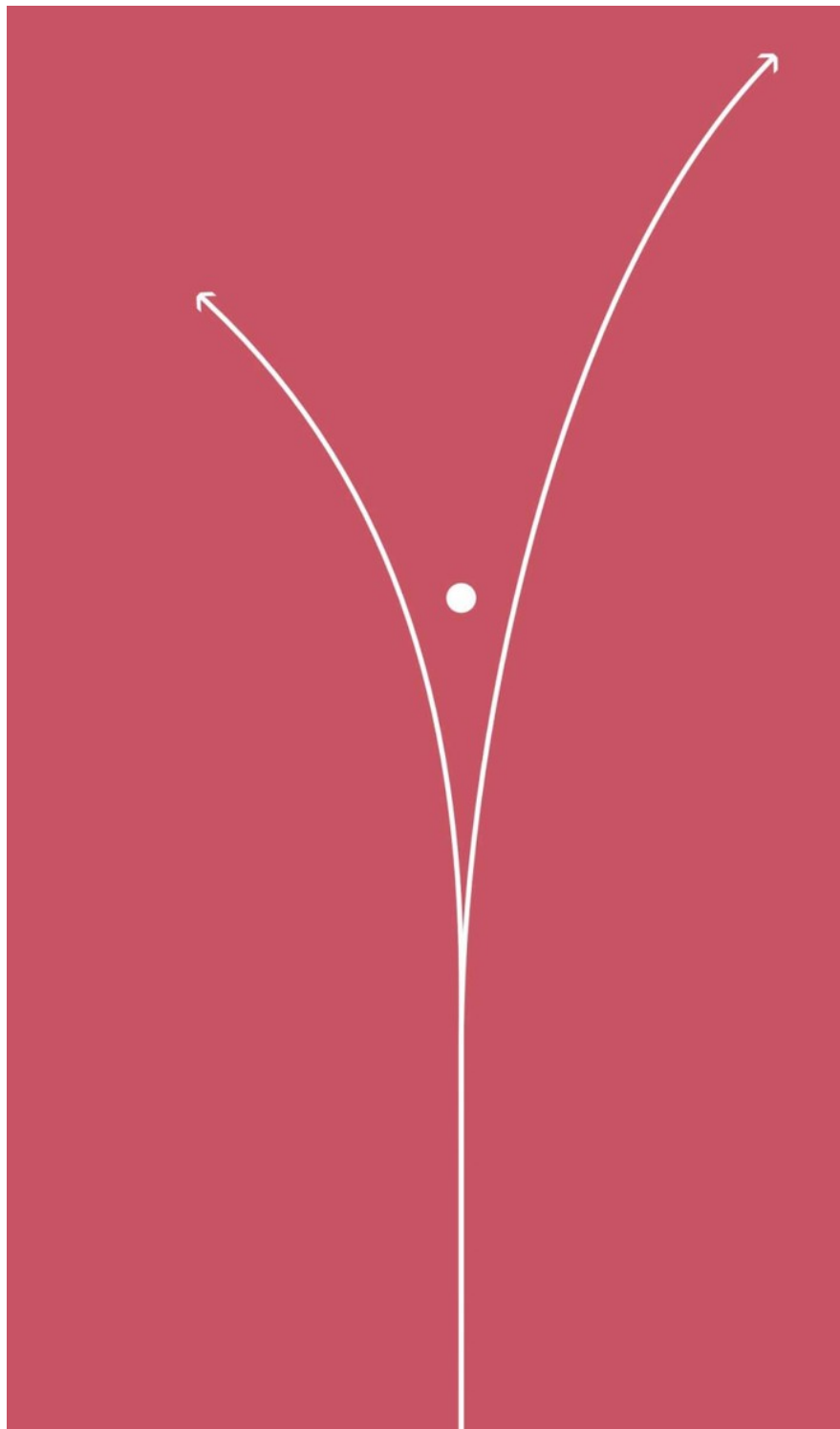
这只是临时中止完全的透明度。如此一来，每个人都清楚这是极端情况，而且在这一时期就算寻常做法也有可能被临时中止。

b. 当心可能有人会提出为了“机构的利益”而临时放弃创意择优。

如果这种想法占了上风，创意择优就会被弱化。别让这种情况发生。如果大家尊重创意择优，就不会有冲突。基于几十年的经验，我当然知道这一点。然而，我也知道，总会有人把自己的利益凌驾于创意择优之上，并威胁到这个机制。那就把那些人当作机制的敌人，清除出公司队伍。

6.6 要知道一旦有权做决定的人不想依原则行事，规矩就会被破坏

到最后，谁有权谁说了算。这对任何机制都是如此。例如，一次又一次的事实证明，政府系统要想运转正常，一定是有权人士对系统背后原则的尊崇大于对自己私人想法的尊崇。当人们都有很大的权力去破坏该机制，并都追求一己私利而不是如何更好地维持机制，这个机制肯定会坍塌。因此，维持原则的权力必须赋予那些愿意依原则行事，而非按个人（或小团体）利益行事的人手中，而且必须理性善待大家，让大多数人都希望依原则行事，并捍卫这种机制。



用对人.....

前一部分我们讲了机构文化，但更重要的是人，因为文化变得更好还是更差都在于人。文化与人共生共荣的——一种文化会吸引一种人，反过来，人会因其价值观和个人好恶，强化或发展文化。如果你选对了有正确价值观的人，并与其取得共识，你们就会相得益彰。如果用错了人，则会一损俱损。

人们都认为，苹果成功的秘密在于有乔布斯，他却说：“我成功的秘密就是，我们费尽力气招募全世界最出类拔萃的精英。”我会在下一条解释这一概念：比做什么事更重要的是找对做事的人。任何成功的领导者都会这样认为。

不过，大多数机构在招人方面表现不佳。从面试开始，他们会挑选自己喜欢的人和与自己相像的人，而并不重视这些人的本质如何，以及他们是否胜任岗位和职业。正如我在第8条所讲的，要用对人，因为用错人的代价巨大；要想用对人，需要更科学的流程，以更精确地把人的价值观、能力和技能与机构的文化及职业路径相匹配。你和你的应聘者要互相了解对方，要让应聘者了解你机构的情况，要对他们坦诚相见，并且要非常清楚你们相互之间的期望值。

但即便如此，在你们双方都认可之后，你也并不清楚是否找对了人，直到你们共事一段时间后才能确定。即便已经入职，“面试”环节也并未终止，而是转入了一个严密的程序，包括培训、测试、调配，而更重要的是求取共识，我会在“持续培训、测试、评估和调配员工”中展开阐述。

我相信，一个人能否取得成功，最重要的因素是客观的自我评价，包括对自身缺点的认识。在一家健康的机构中，应该是员工与其低层次自我进行竞争，而不是员工与员工相互竞争。你的目标是找到懂得这一点的人，给他们配备能使他们在岗位上施展才华的工具和信息，而不是事无巨细地对他们进行微观管理。如果他们在受训后仍无法胜任，那就辞掉；如果能胜任，就提拔。

人

工作所需的
素质

消除互相间的差距

人的本质



比做什么事更重要的是找对做事的人

人们常犯的错误是关注该做什么事，而忽略了更重要的问题，即该赋予谁责任来决定做什么事。这是本末倒置。当你很清楚你要用什么样的人，并且熟知你安放到这一岗位的人选，那么你就能想象得出事情会做得如何。

记得有一次，我们一位很有才华且不断升职的高管整合了一项转型计划，以使他自己能换到另一个岗位。在他与管理委员会的一次会议上，他带着大量流程图与责任分工图，详细阐述他将负责的每个领域，解释他如何尽可能使其自动化和系统化，以做到万无一失。这是一次令人印象深刻的展示，但是很快就清楚的是，他没有回答这个问题：如果事情有变或计划有变，谁将取代他的岗位，以及将会发生什么。谁来监督他建立的机器，深入探究其问题所在，并持续改进或决定取消？别人要获得与他同样卓越的成绩，应该具备哪些素质，也就是说，我们要找什么样的人来匹配这项重要工作？到哪里去招募这样的人？

回想起来，这类问题看似显而易见，但一次又一次地，我发现人们都忽略了它们。不清楚要把事情干好需要哪些条件，不清楚你的员工是哪类人，这就好比你想操作一部机器，却不明白其部件是怎么一起运行的。

“要用比你强的人”，我年轻时并不真正理解这句话的含义。如今，经过数十年的用人、管人和裁人之后，我才明白，要真正取得成功，我需要做员工的指挥，他们当中的许多人（如果不是全部的话）演奏乐器都比我强，如果我真是个伟大的指挥，我就能找到比我更强的指挥，并招募过来。我的最终目标是创建一部运转得极好的机器，我只需在一旁坐享其成。

关于挑选、培训、测试、评估和调配员工的重要性，怎么强调都不为过。

到最后，要做的事很简单：

1.记住目标是什么。

2.把目标布置给能胜任它的人（这是最佳情况），或者告诉他们怎样做能够达成目标（这属于微观管理，故略逊一筹）。

3.让他们尽职尽责。

4.如果在你培训他们并给其时间学习之后，他们还无法胜任工作，就辞掉他们。

7.1 你最重要的决策是选好工作的责任人

如果你把目标任务交给能很好将其落实的责任人，并让他们明白要对达成目标和完成任务自负其责，他们就会干得很出色。

对你自己也是如此。如果作为规划者/管理者的你根本不相信作为普通员工的你能胜任某项任务，但你仍然亲自去做，而不去找具有可信度的人来指导你，那就太不靠谱了。要知道，力小而任重的人到处都是，因此，你很可能也是其中一员。现实就是如此，所以要正视它，应对它，争取产生好的结果。

a.最重要的责任人是在最高层负责订立目标、规划成果和组织实施的人。我需要的是能在某一方面独当一面的人——通过善规划、能用人、会调配来达成目标，对此我会很欣慰，事情也能进展顺利。这些就是要好好挑、好好管的最重要的人。高层管理者必须能进行高层次的思考，清楚目标与任务之间的差别，否则你就不得不去做本该由下属完成的事。尽管经验可能有所帮助，但评断目标的能力主要是天生的。它可以测试出来，尽管从来没有完美的测试。

7.2 负最终责任的人应是对行为后果承担责任的人

只要你能承受失败的后果，你就是最终的责任人。例如，你可能要授权给一位医生，处理你的疾病，选对医生就是你的责任，因为你要承担他治疗得不好的后果。或者，你要建一栋房子，你会对一位建筑师说，“告诉我，我能建出什么样的房子”，还是你只是告诉建筑师，你希望住什么样的房子？涉及金钱时，尤其如此。如果你把财务管理权交给别人，他们通常不会像对自己的钱那么上心，而且如果干得不好，他们也不会引咎辞职。只有最终的责任人才能做到。

让某人承担责任时，要确保他们责权相配，后果自负。例如，要规

划好交易，从而使他们在负责的领域里，干得是好是坏要基于你干得如何。这是做好管理的根本。

a. 确保每个人都有上级领导。即便是公司所有者也有老板，出钱达成目标的投资人就是。如果所有者是自筹资金，他们也需要让客户和雇员高兴。要确保成本可以接受，目标能够达成，他们不能逃避责任。即使某个人从事的工作是独一无二的，也要有人来对他问责。

7.3 要记住事情背后是人的力量

多数人看事只看表象不想成因。多数情况下，那些成因就是具有特殊素质、以特殊方式工作的特殊人群。改变这些人就会改变事情的发展过程，如果把创造者换成非创造者，你也就停止了创造。

人们愿意给机构加上个人色彩（“苹果是一家有创造力的公司”），同时错误地把成果去掉个人色彩，这就会忽视背后辛辛苦苦做事的人。这会产生误导，因为做决定的不是公司，而是人。

因此，是谁使你机构的成就和文化与众不同？要想想他们是谁、他们怎样共事，才造就当前的局势。

要用对人，因为用人不当的代价高昂

还记得我在“理解人与人大不相同”里讲到，桥水早期有过漫无目的的招聘经历吗？一开始，我们只招喜欢的人。但他们当中的太多人最后发现不能胜任工作。由于我们喜欢他们，不愿辞掉他们，结果情况变得越来越糟。于是我们开始像大多数公司那样去招人，通过看简历缩短应聘名单，然后通过面试、利用直觉来搜寻合适人选。但是我们问应聘人的问题，与科学构建的人格测试问题不一样，很可能得不到关于他们真实情况的答案。

本质上讲，我们当时所做的是按照我们的固有成见来寻找有关雇员。我们当中的线性思维者会倾向招聘线性思维者，我们当中的发散思维者会倾向选用发散思维者。我们都认为我们选的人会胜任各种工作，结果是，我们无法精确预计出在极不寻常的环境里，谁会成功，谁会失败。最终，我们招聘工作一塌糊涂。

逐渐地，我们从错误和失败中吸取了教训，我们可在两方面改进招人结果：（1）清晰而明确我们要什么样的人；（2）开发出能够更精细化评估人的能力的用语和方式。本条将详细介绍我们从中了解到的原则。尽管我们仍会犯很多招聘错误，但通过不断改进并遵循这些流程，我们显著减少了犯错概率。

在高层次上，我们寻找能独立思考、心态开放和行事果断的人，更重要的是，他们能坚持追求真相和卓越，从而带动自我和机构的快速进步。由于我们对待工作不仅仅是为了谋生，我们要寻找的潜在员工不仅是一名雇员，还是能够与我们分享生活的人。我们坚持与我们共事的人要处事周到，并且怀有强烈的责任感去从事艰苦和正确的事。我们要找慷慨大方和对公正有很高追求的人。最重要的是，他们不刚愎自用，有自知之明。

不管你在选人时是否依据这些特征，最重要的是，要明白招人是一项高风险的赌博，需要分外小心。在招募员工和培养新员工方面要花费

大量时间、精力和资源，才能弄清楚他们到底能否胜任工作。在培训和再培训上，会耗时数月甚至数年时间并花费大量金钱。那些损耗中有些是无形的，包括士气受打击，以及不能胜任岗位的一群人聚在一起并逐渐降低工作标准；有些不良后果的成本是可以很容易用金钱来衡量的。所以，一旦你准备好给某人发出录用通知，要用最后一分钟再想想哪些重要的方面有可能会不如人意，以及在更好应对风险、提高选对人的概率方面，你还能做些什么。

8.1 让合适的人做合适的事

创建一部“机器”时，有什么样的设计，就有什么样的人，因为你需要的那类人要由设计来决定。设计时，你还要想清楚恪尽职守的人需要哪些品质。给那些无法称职的人赋予责任是徒劳的。那只会使各方沮丧、愤怒，这会破坏工作环境。

为使人与设计相匹配，要先制定一个规格表，形成一套人人一致的标准，用于从招募到考核的全过程。桥水的规格表与我们所见的棒球卡的性质一样。

不要因人设职。长期来看，这一举措几乎总是错的。你不想辞退的人表现不佳，你却仍倾向于为他另外再找一个差事，这种情况很常见。管理者常常不能客观对待自己的优缺点，使自己置于不当之位。

a. 要考虑你寻找的人应具备什么样的价值观、能力和技艺（按此顺序）。价值观是驱动行为的深层信仰，决定着人际相处。人们会为价值观而斗争，他们会与那些价值观不同的人斗争。能力体现在思考方式和行为方式上。一些人是了不起的学习者、问题的快速处理者，另一些人拥有从更高层次看问题的能力。有些人更关注细节，而另一些人善于创新思维、逻辑思维或者心思缜密。技能是可以习得的工具，例如能讲外语或写计算机代码。尽管价值观和能力不会有太大改变，多数技能可以在有限时间内学会（例如，学习熟练使用软件），且其价值常会改变（今天最受欢迎的程序语言很可能几年后就过时了）。

重要的是，要知道哪些综合素质对应哪些岗位，更明确地讲，要知道你能与其建立成功交往的那些人应具备哪些价值观和能力。在挑选准备长期交往的人时，价值观最为重要，能力其次，技能是最后要考虑的。然而多数人犯的错误是，挑人时先看技术和能力，却忽略价值观。

我们的识人标准最重要的就是我所说的三个“C”：品格（character）、常识（common sense）、创造力（creativity）。

如果你的员工充满团队精神和使命感，并且能力出众，你的机构就是卓越的。有些人看重使命感和团队意识，而另一些人不太看重。在桥水，我们秉持的主要共同价值观是从事有意义的工作，发展有意义的人际交往，做到极度求真和极度透明，愿意以开放的心态探索严酷的现实（包括正视自身缺点），有主人翁精神，敢于追求卓越，愿意做困难但有益的事，因此，我们寻找的是真正想拥有这一切的英才。

b.要用系统性思维和科学方法招聘人才。选人程序应系统化构建且基于事实证据。你要有招募人的机器，目标要陈述清晰，能够比对机器和应聘者（即设计和人员），有产出且能不断提升。

通常来说，机构招聘员工先获得求职者的简历，这些简历被半随机指定的人以半随机的标准审核，然后把求职者找过来，让半随机指定的人向这些求职者进行半随机提问，然后就以他们的共同喜好来决定向哪些人发出录用通知。你应该确保上述过程的每一步都做得更有系统性和目的性。例如，应仔细思考准备问哪些问题，再基于应聘人给出的不同答案，按照你的想法把他们加以区分。你还要保存好那些答案，以便对照观察他们的后续行为和表现。当然，我不是说要取消招聘过程中人的因素或艺术的一面——个人价值观和团队精神至关重要，而且难以完全用数据来衡量，有时一个眨眼和面部表情就说明了问题。然而，尽管在这些问题上人们的主观阐释很重要，你仍可利用数据和科学的方法以便做到更加客观，例如，你可以搜集数据来跟踪评估那些主观阐释是否准确。

c.注意：人与职责要相匹配。要让设计与人员相匹配。记住你的目标是把合适的人放在合适位置。首先要理解岗位的责任以及所需素质，然后判定某人是否适合。如果你这方面做好了，就会轻而易举地使人岗相配。

d.要找出色的人，而不是“此类即可”。太多人被招聘是因为他们属于“此类即可”。如果你要找一位管道工，你可能就会用你首先面试的有经验的管道工，而不必确保他是否具有出色管道工的素质。不过，普通管道工和出色管道工之间的差距巨大。当审查任何一位应聘人的履历时，你必须找出他们是不是在某一方面表现杰出。最明显的证据就是

在一群很出色的人中仍表现得很出色。如果你对录用某人从事某项工作不是很情愿，那就别勉强。你们很可能会互相折磨。

e.不要凭借你的影响力帮别人找工作。用你个人的影响力来帮人找工作是不可接受的，因为这样做会损害创意择优。这对找工作的人不好，因为这表明这份工作不是他们努力得来的；这对招聘者也不好，因为这损害了他们的权威；这对你也不好，因为它会表明你会因朋友而牺牲用人标准。这是种隐性腐败，绝对不可容忍。在桥水，在这方面你最多能做的就是，针对你熟知的人提供一些参考信息，以示你的支持。尽管桥水是我的公司，我从没有背离过这项政策。

8.2 要记住人与人存在差异，认识不同、思维不同使不同的人适合不同工作

一些思维方式在有些情况下对你很适合，但在其他情况下对你并不合适，最好要弄清楚自己和他人的思维方式及其最佳应用。有些素质对一些工作更适合，例如，你可能不会招聘一位特别内向的人做推销员。这并不是说内向的人不能做这份工作，只是说，热衷交际的人很可能对这个角色更满意，也能做得更好。

如果你不擅长某种思维，那不意味着你就被某些工作排除在外。不过，那些工作确实要求你要么与擅长这种思维的人一起共事（最佳的情形），要么就得学会改变思维（这很难甚至不可能）。

另一方面，有时我看到人们相处，尤其是一个群体，没有意识到这些差别。他们就像盲人摸象一样相互争吵。想想看，要是人们观念足够开放，意识到没有人能看到全局，那该多好。自说自话的人和考虑别人观点的人都需要兼顾彼此的分歧。这些分歧是真实存在的，所以假装视而不见就是自欺欺人。

a.明白如何进行个性评估，并清楚结果含义。人格评估是对人员的能力、表现和行为风格获得快速印象的有益工具。它们通常比面试更客观、更可靠。

b.人容易选择与自己相似的人，因此安排面试官要确保其能发现你想招的人。如果你想招有远见的人，那就找个有远见的人来进行面试；如果你想寻求综合素质高的人，那就组成一个面试团队，这个

团队要具备所有那些素质。不要选那些你不信任的人来做面试官（换句话说，要确保他们都具有可信度）。

c. 选用那些能客观认识自己的人。每个人都有优缺点。成功的关键是理解一个人的缺点，并成功地修正它们。没有这种能力的人会不断遭遇失败。

d. 要记住人一般不会随岁月有太大变化。对于一两年这样较短的时间来说尤其如此。然而多数人想当然地认为，一个人如果做错了事，他会吸取教训和做出改变。这未免太天真了。最好假定他们不会改变，除非有足够强的证据表明他们将会如此。

眼见为实，假想为虚。

8.3 对待你的团队要像体育界管理者那样：没人能靠一己之力单独取胜，但每个人都必须战胜对手

团队工作要像职业体育运动，由不同技能的人来打不同位置。每个位置的运动员都表现出色，就能确保任务成功，干得不好的成员可能要辞退。当团队以这样的高标准和共同价值观来运作，就会形成非凡的人际交往。

8.4 关注人的过往经历

在应聘之前，应聘者的性格已经成型，他们自童年期就开始到处留下印记。如果你提前做好功课，对任何人都能有很好的了解。你要了解他们的价值观、能力和技能：他们是否在你想任用他们的领域有良好的履历？他们是否曾至少三次做到过你希望让他们做的事？如果没有，你就是在做小概率的赌博，你得有足够理由这么做。这不意味着你不让自己或他人尝试新鲜事物——当然你应该这么做——而是要倍加小心，架起护栏严加防范。也就是说，要找个经验丰富的人来指导这个缺乏经验的人，也包括你自己（如果你也经验不足）。

a. 核查情况。不要只听信应聘人提供的履历信息：找认识他们可信的人谈话，找记录在案的证据，向他们的老板、下属和同事询问对其过去的评价。应尽可能地获得一幅清晰客观的图景，了解他们为自己选择的路径，以及是如何在这条路上发展的。我见过很多人自称在其他地方干得很成功，但在桥水表现不佳。更细致的审查经常会发现，他们要

么不像他们自己说的那么成功，要么他们就是拿别人的成就给自己加分。

b.学习成绩不能充分证明这个人是否具备你想要的价值观和能力。

在很大程度上，因为学习成绩是最容易被衡量的，在学校里，决定成功的能力在于记忆力和调取记忆内容的速度，因此学习成绩是体现这些素质的绝佳标杆。学习成绩还是衡量一个人追求成功的决心，以及坚守志向的意愿和能力的良好标准。但是，当评估一位应聘人的常识、眼界、创造力或者决策能力时，学习成绩的价值就很有限了。由于这些品质才是最重要的，你在确定应聘人是否具有这些品质时，要看学业以外的东西。

c.概念思维能力强固然最佳，但经验丰富、业绩出众也很重要。

工作岗位各种各样，需要不同的人。我经常有所偏见，要去找企业家类型的——聪明、思维开放、争强好胜，能找到最佳解决方案，结果却常常令我失望。相反，有时候，我发现在某个专长领域钻研数十年的有工匠精神的人，是完全可以信赖的。我想到马尔科姆·格拉德威尔法则，即要在某个领域花费一万小时，才能形成专长，以及通过观察棒球打击率来判断一个球员的击球水平。要看一个有天赋的新手与已成名的明星相比表现会怎样，一个方法就是看他们相互较量的结果。

d.警惕不切实际的理想主义者。那些只会说教人该怎样处世，而不了解人实际行为的理想主义者有害无益。

作为一个全球宏观经济学家、生意人以及慈善家，在这些行当里，这类情况我看得太多了。我认为，即便是出于好心，那些不切实际的理想主义者也是危险而缺乏建设性的，而务实的理想主义者能使世界变得更好。要务实，必须先现实主义者——了解人们的利益为何，如何设计高产出的机器，以及用指标衡量进行成本收益分析。没有这些量化工具，废物就会多于效益，而有了这些工具，效益就会持续。

e.不要假定在别处获得成功的人也同样能胜任你所要求的工作。

不管你多会招募人才，你招的有些人也可能不灵。要明白你考虑的人怎样工作，设想这将如何取得成功。了解他们过去做了什么，只是有助于你了解他们是什么样的人。

f. 确保你选用的人要品格好、能力强。能力强但人品不佳的人总体上是有害的，因为其狡猾对人不利，当然也会侵蚀文化。我认为，多数机构都过度强调能力，却低估品格，因为短视行为过于重视把事情做成。这样一来，他们就失去了伟大的人际交往力量，而这种力量才能带领他们经历风雨实现目标。

别误会了我的意思，我不是说你要因品格而牺牲能力。品格好、能力弱的人同样会造成问题。类似地，他/她干不好工作，却很难辞掉，因为这样做就像要枪杀一条养不起的忠实之犬，但他/她必须得走人。最终，你需要与你共事的是品格好、能力强的人，这也就是为什么找到优秀的人这么难。

8.5 找人不仅是干份具体工作，你还要愿意与其分享你的生活

推倒重来费钱又费力，因为人们相互之间及与机构之间熟悉起来要花时间。与你共事的人和公司本身都会朝着你无法预期的方向发展，所以要招那些你想与其长期共事的人。优秀的人总会有用武之地。

a. 选那些会问很多好问题的人。聪明人总能问出最有思想的问题，而非对凡事都能给出答案。与好答案相比，好问题是表明未来成功的更好指标。

b. 让求职者知道这份工作的阴暗面。让你的求职者了解真实情况，尤其是不好的一面。还要让他们了解行动原则，包括最困难的部分。用这种方法对他们忍耐真实挑战的意愿进行压力测试。

c. 合作者必是意趣相投之人，但也须是诤友。你需要能分享你品位与风格的人，还得能相互争论和挑战。无论是在音乐、体育或商业中，最佳团队都是同时做这些事。

8.6 考虑薪酬时，要提供稳定性也要让人看到机会

要给人付足够的薪水，这样他们就不会有财务压力，但也不要多到

使他们发福和开心的程度。你要让你的员工有奋斗动力，来实现他们的梦想。你不要让人来工作只是为了能赚很多钱、有生活保障，你希望他们通过艰苦和有创造力的工作来赢得财富。

a. 依人发薪，而非依工作岗位发薪。观察可比岗位上有可比经验和资历的人的表现，据此加少量津贴，设立奖金或其他激励措施，这样他们就会有动力好好表现。永远不要只按照头衔来付薪。

b. 薪酬至少要大体上与业绩测评结果挂钩。你不可能完全掌握形成良好工作关系的指标，你能建立很多指标。把业绩测评与薪酬挂钩将帮你弄清你与员工的契约，提供良好反馈，并持续影响其行为。

c. 薪酬要高于一般水平。慷慨大方，或者至少要稍微高于一般水平，会提升我们的工作水平和人际关系，多数人都会以努力工作来回报。结果是，我们会取得比金钱更特殊的东西，包括相互关照、尊敬和担当。

d. 要更多想着如何把蛋糕做大，而非怎样切蛋糕才能使自己获得最大的一块。跟一个人最好的谈判就是在其中我说，“你应该多拿些”，而他们却说，“不，你才应该多拿些”。这样相互对待会使人际关系越来越好，蛋糕越做越大，长远来看，双方都受益。

8.7 要记住维系伟大的合作关系，比金钱更重要的是体贴和宽厚

穷人拿出一点钱，比富人拿出一大笔钱可能更宽厚。有些人看重的是宽厚，有人看重的是金钱。你希望你身边的是第一类人，而且永远都要待他们宽厚。

当我一无所有时，对那些欣赏我的宽厚胜过欣赏高薪的人，我尽可能做到慷慨。他们因此都跟着我。我从没忘记那一点，我下定决心在我有机会时要使他们变富有。反过来，在我最需要他们的宽厚的时候，他们以他们的方式宽厚待我。我们都得到了比金钱更宝贵的东西，而且我们也得到了金钱。

要记住金钱的唯一目的是使你得到你想要的东西，所以要想好你所珍视的是什么，把它置于金钱之上。好关系价值几何？宝贵的人际交

往，多少钱都比不上。

a. 对人要宽宏大量，也这样要求别人。如果你对人不宽宏大量，别人对你也不宽宏大量，你们就不会形成高质量的关系。

8.8 出色的人不容易找，所以要想着怎样留住人

确保你遵从早前做出的建议，就像建立有意义的人际交往和保持共识。更重要的是，你要鼓励人们直言不讳。确保他们的个人发展顺利也很重要。一位积极主动的导师的忠告会管用至少一年。

当你了解一个人时，就会知道可从他那里得到什么。

持续培训、测试、评估和调配员工

你的员工和设计都要随机器进步而成长。当你使个人发展步入正轨，回报就会来得越快。随着员工表现越来越好，他们就越能独立思考、深入探究，帮你改进机器。他们进步得越快，你的成果改进也就越快。你在员工个人进步中发挥的作用始于对其优缺点的坦率评估，随后是通过培训或换岗让他们扬长避短。

在桥水，新员工常常被这类对话的坦率和直接吓着，但它既非个人攻击，也非基于等级，没人能躲过这种批评。总体而言，对管理层及其部下而言，这一过程很艰难，但长期来看，它使人们更愉快，使桥水更成功。要记住，令多数人最开心的是，他们能够不断完善，发挥专长，并不断提升自我。所以认识到你员工的短处，与认识到他们的长处（对他们和对你）一样有价值。

即使你在推动别人发展，你也要不断评估他们是否出色地履行了他们的职责。这并不容易做到客观，因为你通常与下属的关系很好，可能不愿意在他们表现不达标时精确地评价他们。同样地，你可能会给在某个方面触怒你的员工，给他本不该得的差评。创意择优需要客观，我们开发的很多管理工具就是出于这个目的，给我们不带偏见地提供了员工情况，而非只考虑管理者对他们的绩效评价。当管理者和下属对一项评估意见不一致，需要其他人介入解决纠纷时，这方面的数据就很关键。

几年前，我们有一位员工想担任某部门负责人。那个部门的前任负责人已离职，时任CEO格雷格需要评估这位此前担任部门副手的员工是否具备填补这个空缺的能力。那位员工认为他行，格雷格和其他人认为他不行。但是这个决定并不像CEO“打个电话”那么简单，我们想有根据地做决定。我们采用了能持续反馈信息的集点器系统，针对那项工作的素质要求，我们有数百个数据点，包括综合推理、了解他所未知的、在合适的层级开展管理。于是，我们把所有数据打到屏幕上，综合审视。然后我们问那位员工，看着这些证据，如果让他决定是否应聘用自己出任那个职位，他会怎样做。他退后一步，接受了客观的证据，同意调到

桥水里更适合他能力的其他岗位上。

帮人获得技能很容易，通常只要给他们提供适当的培训就行，要想提升能力却很难，但这对长此以往有能力承担更大责任来说至关重要。想都别想改变一个人的价值观。在每种关系里，总会有某个时刻你必须决定双方的关系是否应继续维持，这在私人生活里和秉持高标准的机构里都很普遍。在桥水，我们清楚我们的文化根基不可妥协，所以如果一个人不能在一段时期内适应，那就必须走人。

每个领导人都要在如下两种情况中选一：（1）辞掉能力不足的好人，从而获得成功；（2）留下能力不足的好人，等待失败。不管怎样，你能做出这些艰难决定会对你个人的成败有决定意义。在桥水的文化里，你没有选择。你必须选择卓越，即便当时可能很难，因为这对所有人都好。

9.1 要懂得你和你的下属将经历个人成长

没人能躲避这个过程。使其发展顺利取决于人们对优缺点进行坦率评估的能力（缺点更重要）。让管理者对其下属做出反馈很难，让下属倾听也一样不容易，但长期来看，它使人更愉快、机构更成功。

a. 认清优缺点后，个人会飞速成长。结果是，职业路径并非当初所料。成长过程涉及发现人们的好恶以及他们的优缺点。当人们被置于自己容易成功的岗位，很容易成长，但也需要努力。每个人的职业经历都会根据周围人对这个人的认识而发展。

他们要有充分的自由空间来学习和思考，同时受到点拨以免犯下不可接受的错误。他们收到的反馈应帮助他们认识到，他们的问题究竟是能通过进一步的学习来解决，还是与生俱来无法改变的。通常情况下，需要6—12个月的时间来大体了解一个新员工，新员工要18个月左右的时间来融入公司和适应文化。其间，要有阶段性的小型审查和几次大的审查。在每次评估后，要按照他们的好恶和优缺点来给他们派发新任务。在这些互动过程中，不断积累的培训、测试和换岗经历，会把这个人导入更适合的岗位和职责。在桥水，通常是挑战和回报的过程会使个人受益，它会使人更好地认识自我，熟悉更多岗位。当结果出现分野时，那通常是因为人们发现，他们在公司里无法胜任任何岗位。

b.培训引导个人发展。 受训者必须心态开放；这个过程要求他们不傲慢，去发现哪些方面自己擅长、哪些方面不擅长，并决定该怎么办。培训者也应有开放心态。最好有至少两位具有可信度的培训者与受训者合作，以便交叉验证得出对受训者的印象。这种培训是师傅与学徒式的关系。这需要培训者与受训者分享经历，很像滑雪教练陪着学生滑雪。这一过程会使员工的成长、发展和提升更透明，使他们了解自己为何处于这一境地，他们该如何改进。这不仅可以加快他们的个人成长，也会加快机构的成长。

c.授人以渔，而不是授人以鱼，即便这意味着会使他们犯些错。

有时，你要站在一旁，让人去犯错（确保不太严重），这样他们才能长进。如果你总是告诉人该怎么做，这不太好。微观管理通常表明被管的人缺乏能力，对作为管理者的你也不是好事。与其对员工进行微观管理，不如多加训练和测试。向员工提出你的想法，看他们怎样做出决定，但不要主导他们做决定。你最好与他们求取共识，考察他们怎样做事，以及为何这样做。

d.经验会形成内化的学习，这是书本学习无法替代的。 从书本上学习与动手实践、内化学习的差别巨大。医学生从医学院里学到的手术技能，与已经做过多起手术的医生学到的不一样。善于从书本学习的人倾向于寻求所学的记忆，按照指示说明从事工作；内化学习的人则会下意识地把思想转化为行动，就像走路一样平常。了解这些差别至关重要。

9.2 不断提供反馈

多数训练来自实践和对工作表现取得共识。反馈应当反映出哪些东西有助成功，哪些东西对实际情况无益，而不是尝试平衡表扬与批评。要记住你的责任是达成目标，你要让你的机器按照设计去运行。要达到这一点，你指导的员工必须达到期望值，只有你才能帮他们了解到他们是否在全力以赴。随着他们的优缺点变得更清楚，你就能更适当地根据能力赋予职责，以使机器运行得更好，使个人进步更大。

9.3 准确评价人，不做“好好先生”

没人说实事求是很容易。有时候，尤其是对那些还不习惯这样做的新员工，诚实评价就像是人身攻击。往更高层级看，打开眼界，并建议被评价者也扩大眼界。

a.到最后，准确和善意是一回事。看似善意而不够准确对人是有害的，对其他人和机构经常也是如此。

b.正确运用褒贬。它有助于搞清楚讨论中的缺点或错误，是否代表了受训人的整体评价。有一天，我对一位新入职的研究人员说他干得有多好，他的想法有多棒。这是个非常积极的初步评价。几天后，我就听说他夸夸其谈一些与工作无关的东西，于是我警告他，如果他经常浪费时间，对他本人和我们公司的发展会有什么样的损失。后来我得知，他以为自己快被“炒鱿鱼”了。我要他专注于工作的忠告与我对他的整体评价并无关联。如果我能再次坐下来更好地解释，他就会正确理解我的评价。

c.考虑准确度，而非后果。经常出现的是，有人被批评时只纠结于它的后果，而不是想想批评是否准确。这是错的。我之后会讲，把“是什么”与“该怎么办”混为一谈通常会铸成错误的决定。所以要提供明确的反馈，告诉对方你只是想了解情况是否属实，这可以帮助其摸清头脑。考虑该怎么办，则是另一回事。

d.做出准确评价。人是你最重要的资源，而真实是实现卓越的基础。所以，要使个人评价尽可能精细和准确，这费时又费力。你对责任人的表现给出评价，不是要看他们是否按你的方式行事，而要确保他们按好的方式行事。坦率地说，要以开放心态倾听，考虑其他具有可信度且诚实的员工的想法，力求对员工身上发生的事情及其原因取得共识。牢记不要对你的评价过于自满，你可能会犯错。

e.要像从成功中学习一样从失败中学习。极度求真并不要求你总是负面看人。要把出色的工作及其成功原因树立为榜样。这会推动前行，为那些处于学习阶段的人树立标杆。

f.多数人做过的事和他们正在做的事，并不像他们认为的那么重要。如果你让机构里的每个人说说自己对机构成功所做贡献的占比，加起来你会得到300%。[\[1\]](#)这就是现实，这表明你必须要确保具体

功劳归具体人。否则，你就不知道谁该负责，更糟糕的是，你会错误地相信有些人在不当邀功。

9.4 严厉的爱既是最难给的，也是最重要的爱（因为它很不受欢迎）

你给人的最大礼物是获得成功的力量。要给人奋斗机会，而不是给他们所渴求的东西，这会使他们变得更强大。

恭维的话容易说，但它们不会帮人提升。要指出人的错误和缺点（他们因此学会长进）更难，而且更不受欢迎，但长期而言更为宝贵。尽管新员工会对你的行为表示感谢，但他们一开始并不会理解。要取得成效，你必须清楚、反复地解释其背后的逻辑和关爱。

a.虽然多数人爱听好话，但准确的批评更加难得。老话说得好，“不劳无获”。心理学家研究表明，最有力度的个人转变来自一个人再也不想经历的错误所造成的痛苦——“跌到谷底”。所以，对于让人获得此类经验，或者用这种经验来告诫自己，不要犹豫。

虽然说表扬人们他们干得好，这点很重要，但更重要的是，要指出他们的缺点，让他们改进。

解决问题比做事更花时间。要把问题找出来、搞清楚、解决掉，而运行顺利的事无须太多关注。我们不该庆祝自己有多伟大，而应关注自己哪些方面应该改进，这才会成就卓越。

9.5 对人的观察不要讳莫如深

开诚布公地考察他们，目的是想出办法让你和你的员工成就自身，这样才能人岗匹配。

a.从具体细节中综合判断。在积累的过程中，我指的是把大量数据转成准确的图景。很多人在评价别人时并不把对方与具体数据联系起来。当你有了我们在桥水拥有的具体细节，例如点数、会议磁带等，你就能够而且必须从数据的细节看出规律。即使没有这类工具，其他工具，如指标、测试和其他人的贡献都能帮你形成对一个人的更完整印象，以及检查他们做了什么。

b.从点数中发掘有用信息。对一个人的每项观察都可能会告诉你关于其行为处事的有价值信息。如前所述，我把这些观察称为点数。一个点就是一条数据，对应你对其含义的推断，例如，这涉及某人可能做了什么决定，讲了什么话，或想了什么。我们通常不公开这些推理和判断，但我认为，要是能把它们系统地搜集起来，假以时日，在综合考察对一个人的印象时，它们将极有价值。

c.对某个点数挖掘别太过度。记住：一个点就是一个点，它们加起来才有意义。把每个点看作棒球赛里击打一次球，就算是伟大的击球手也经常会失手出局，如果仅以一次失败论英雄就太愚蠢了。这就是为何上垒率和打击率等指标同时存在。

换句话说，任何单一事件可能有很多不同解释，而行为规律才会揭示出根源。要找到规律，所需观察的数量主要取决于你们每次观察后形成什么样的共识。关于某人怎样做事和为何这样做事的一次高质量讨论，将有助于你获得更全面的印象。

d.采取业绩调查、绩效指标和正式考核等评价工具来记录一个人的所有表现。如果没有数据，就很难对业绩进行客观的、不偏不倚的、不带感情色彩的对话，也很难追踪进展。这就是我创造集点器的部分原因。我还建议，要考虑其他方式把责任纳入指标。举个例子，你可以指出员工是否在按照任务清单来做事，然后再计算他们完成任务的百分比。指标能告诉我们事情是否在按照计划进行——这是一种客观的评价方法，会提升效率。

9.6 让学习过程变得开放、有成长性和不断重复

清楚地表达你对一个人的价值观、能力和技能的评价，开诚布公并与之分享；倾听他们和其他人对你描述的反映；制订培训和测试计划；依据你观察到的业绩来重估你的结论。要持续这么做。经过几个月的讨论和实地测试后，你和你的下属都将对他是什么样的人有很好的认识。时间长了，这种做法将催生出合适的岗位和适当的训练，或者它将揭示出，这个人该让其另谋高就了。

a.绩效指标要清晰公正。为帮你建立“永动机”，要有一套清晰的规则、一套清晰的绩效指标，来追踪人们怎样按照这些规则行事，并可把实际结果与用绩效指标公式推断出来的预测结果相对照。

规则越清晰，关于某人是否做错了的争执就越少。例如，我们制定了关于员工该如何管理自营投资而不与代客理财相冲突的规则。由于这些规则清晰明了，一旦有人违规，就没什么争执的余地。

设立绩效指标，使所有人都能看到其他任何人的过往记录，这会使评价更客观公正。人们会做能使他们加分而非减分的事。当然，由于多数人要做的事具有各种不同的重要性，这就需要采用不同的绩效指标适当衡量。你搜集的数据越多，反馈就越快、越精确。这也是我创造集点器（提供了大量即时反馈）的一个原因。人们常常利用在会议期间实时获得的反馈，在会议中就及时做出修正。

有了绩效指标，你就可以把它们跟某种算法联系起来，得出运算结果。它们可以简单到就好比每次做了X，就可以赚到Y数量的钱（或积分），也可以做到更复杂些（如，把指标得分进行加权后，与各种算法相结合，得出奖金或积分的估计值）。

这种过程永远不会精确无误，但它就算是最粗糙的形式也很管用，假以时日，它将变得很棒。即便有瑕疵，公式的计算结果也有助于你做出判断，提供更精确的绩效评价和薪酬建议。时间长了，它将成为一部很有用的机器，会比你自已进行管理要好得多。

b.鼓励员工客观反思自己的业绩。能从更高层次看待自己，对个人发展和达成目标至关重要，因此，你和你的下属应一起查看他的业绩。为了把这件事做好，你需要大量的证据形成客观的认识。如有必要，就找来你们都认同的其他人做出判断。

c.要有全局观。在考核某人时，目标是找出规律，把握全局。没有人做事能面面俱到（例如，如果特别小心谨慎，做事就快不了，反之亦然）。考核中的评价必须具体，不是关于人应该怎么样，而是关于事实到底是什么样。

d.对业绩考核要从具体案例开始，找出规律，与被考核人一起探究证据以求取共识。要不断反馈，考核通常是阶段性的，其目的是把关于一个人工作表现的累积证据汇集起来。如果持续反馈做得好，把零打碎敲的内容汇成整体，它将成为一种持续考核。考核不应该有出乎意料的地方，因为你应该对一个人的工作状况有持续了解。如果你认为他们的工作干得不好，你应该探究他们表现不佳的根源，列为个案并

加以解决。人很难发现自己的缺点，他们需要别人就具体情况来进行合理调查（当然不是故意找碴儿），从而发现其真实情况，以及能否胜任工作。

有些情况下，了解一个人不需要很长时间；另一些情况下，就难得多。但经过一段时间并考察大量实例，你就能知道一个人的过去（即他们发展轨迹所达到的水平和陡峭程度，而不是偶然的波动），以明确对他们可以抱什么样的期望。如果一个人工作表现不佳，或者是工作设计的问题（可能这个人承担的责任太多），或者是适应/能力问题。如果是因为一个人的能力不足，要么因为他有先天缺陷不适合某项工作（例如，身高不到1.6米的人不可能充当篮球中锋），要么因为培训不足。认真做绩效考核，并不断求取共识，就可以找到问题所在。要确保按照一个绝对的标准进行评估，而不仅仅是进步程度。最关键的不仅是结果，而是如何履行责任。评估的目标是根据某人的特质来判断能否相信他胜任某项工作。在这个基础上你就可以决定该做什么。

e.评估人时，你可能犯的两个最大错误是：对自己的评估过度自信，无法取得共识。如果你坚信某人有某种问题，你有责任确保这是真实存在的，并且被评估者也同意。当然，有些情况下，不可能取得共识（例如，如果你认为某人不诚实，而他们坚称他们不是那样），但在极度求真和极度透明的文化里，你有责任分享你的看法，并让他人表达他们的意见。

f.达成评估共识不能以等级论。在多数机构中，评估只有一个方向，即管理者评估被管理者。被管理者通常都不赞同评估，尤其结果比其自评差的时候，因为多数人都把自己想得更好。被管理者对管理者也会有看法，但在多数公司他们都不敢直说，所以会产生误解和不满。这种不当行为损害了公司的效用以及人际关系。因此以高质量方式达成共识，就可避免这种情况。

你的下属要相信你不是他们的敌人，你自己的目标是寻求真相。你努力帮助他们，不会支持他们自欺欺人、持续说谎或逃脱责任。要坦诚和透明，因为如果某人认为他们被不公对待，这个过程就无法进行。作为平等的伙伴，要靠你们双方来找到真相。当每一方都是平等的参与者，就不会有人觉得不受重视了。

g.通过针对错误及其根源的坦诚对话来了解你的员工，也让员工了解你。你需要向你的员工清晰传达你的评估结果，不偏不倚地倾听他们的回应，这样你们就可以共同规划他们的培训和职业路径。指出员工的缺点并与他们沟通，是管理者最棘手的事之一。对接受反馈的人要有同情心，因为这并不容易，让双方都认识到真实情况需要双方都具备好的品格。

h.确保员工做好工作，不必事无巨细进行监督。你只需知道他们是什么样的人，并对其工作进行抽查即可。对统计上可靠的部分案例做常规抽样检查，能告诉你一个人是什么样的人，你能对他抱什么期待。挑出他们行动中哪些是重要到需要经事前审批的，哪些是可以以后再说的。要确保有审计，因为人们往往容易松懈下来，或者在没有人检查时，人们就有可能作弊。

i.改变是很难的。任何改变都很难。但为了学习、成长和进步，你必须改变。面对改变时，要扪心自问：我的心态算开放吗？还是有些顽固不化？要直面困难，强迫自己找出困难来自何方，你会发现自己能学到很多。

j.通过发现人的缺点来帮人渡过难关。多数时候人们意见不同时，情绪就会升温，尤其是涉及某人的缺点时。沟通时要保持镇定、语速缓慢、有理有据。要正确处理问题，提醒他们，他们的痛苦属于学习和个人成长之痛——明白了真相会让他们未来表现得更好。可以考虑让他们离开，在情绪平静时再反省，几天后再跟进与他们谈一次话。

最终，帮别人获得成功你要做两件事：首先，让他们清楚地看到自己的失败，这足以推动他们做出改变；其次，告诉他们，或者改变做事方式，或者在感到势单力薄时要依靠强者。只做其一，不做其二，可能会使你要帮助的人士气低落，两件事都做才会令其充满活力，尤其是当他们尝到甜头时。

9.7 了解人们怎样处事和判断这种处事方式能否取得好结果，这比了解他们做了什么更重要

了解员工是什么样的人，这是预知他们未来能如何承担责任的最好途径。在桥水，我们把这叫作“多看挥杆姿势，少看击中与否”。由于结果好坏可能与环境有关，而与个人处理问题的方式不相关，因此评估员

工绩效时最好既看逻辑过程，也看最终结果。我很坦率地检查他们的思维方式，不让他们摆脱责任。这样做使我学会如何评估别人的逻辑，以及怎样使自己做事更有逻辑。如果发现结果及其背后的想法都很糟糕，且这种情况多次发生，我就知道我不应该再让他们这样去思考问题了。

例如，如果你是扑克玩家，玩过很多次扑克，你将有赢有输，在某个晚上，可能在你离开时，你口袋的钱比一个不常玩扑克但手气好的人还要少。但以一次结果就判断一位玩家的水平，这是错误的。要从较长期来看，他们玩法好不好、结果如何。

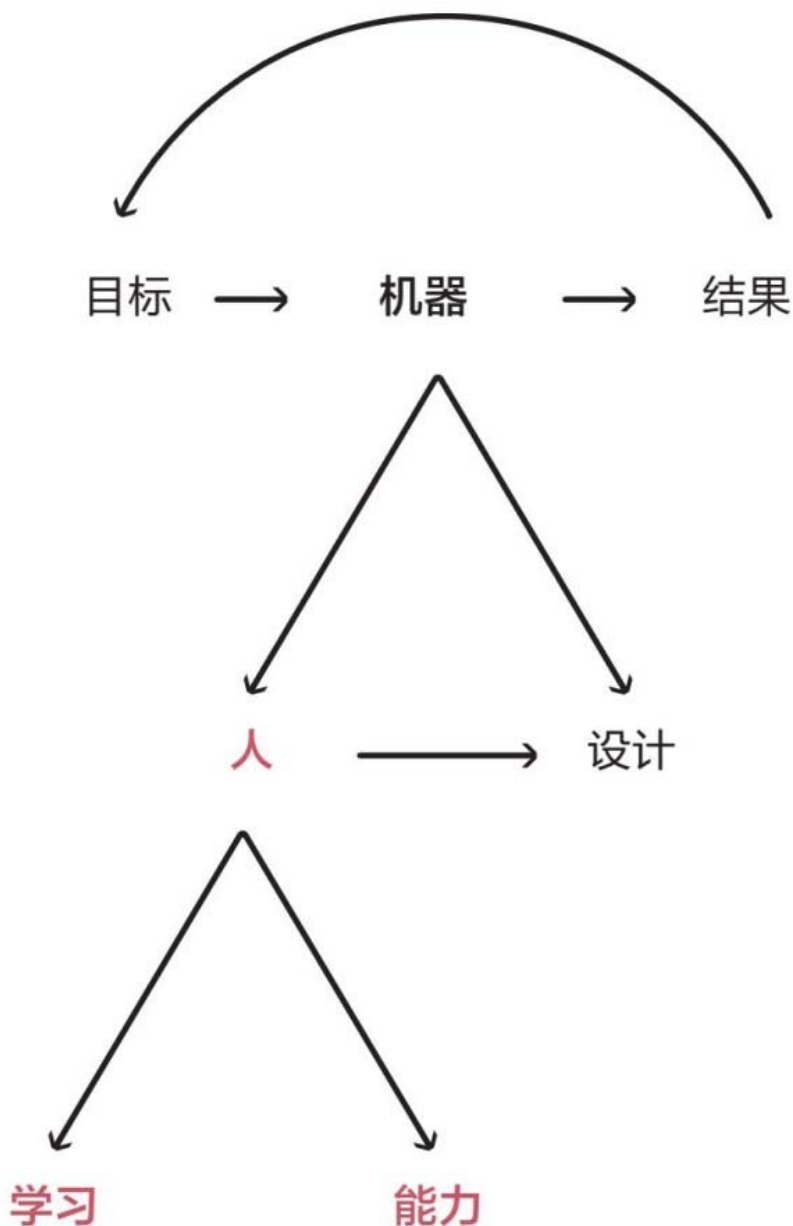
a.如果一个人工作干得不怎么样，要考虑这是由于学习不够，还是能力不足。员工的业绩要从两方面思考：学习和能力，正如下一页的图所言。缺乏经验或训练造成的缺点可以弥补，而能力不足很难弥补。管理者无法区分这两种原因是常见的错误，因为管理者经常不愿意显得对人不厚道或苛刻。而且，他们认为用这种办法评估员工会引起反弹。在这种情况下，你要让自己脚踏实地，面对现实。

b.培训和测试一个业绩不佳的员工时，常见的错误在于，只看其是否掌握所需技能，而不是评估他们的能力。技能可测试，所以很容易判断。而能力，尤其是右脑能力，则很难评估。当思考某人為何业绩糟糕时，要以开放心态考虑这是否源于他们的能力不足。

9.8 如果你跟某人真的就他们的缺点取得共识，这些缺点可能真的存在

你们意见一致，这是你获得真实情况的好迹象，可见直奔主题的做法多了不起。这就是被评估人必须成为评估过程中的平等参与者的重要原因之一。你们确实达成共识了，要做正式记录。这一信息将成为确保未来成功的重要基础材料。

a.评判员工时，不必达到“没有一丝疑点”的境界。理解不可能完美。追求完美会浪费时间，阻碍进展。相反，应该朝着双方都认同、能大致有把握地了解一个人是什么样的人的方向去努力。必要时，花时间加深理解。



b.用不了一年时间，你就能了解一个人是什么样的人，他们是否适合其岗位。经过6—12个月的密切接触、大量测试和求取共识后，你就能大体了解一个人的能力。更有信心的评估可能需要18个月。这个时间表显然取决于岗位、当事人、与其沟通的频率，以及你们求取共识的深度。

c.在员工任职期间持续评估。随着你对员工的了解加深，你能更好地培训和指导他们。最重要的是，你将能更准确地评估他们的核心价值观和能力，确保他们的这些方面能与你互补。不过，不要止于首次评估。要不断地问自己，根据现有的了解，是否还愿意招聘他们就任相同岗位。如果不愿意，就辞退他们。

d.要像评估应聘者一样严格评估员工。有个现象令我迷惑，面试官并不太了解应聘者，却总是肆无忌惮和自信满满地批评他们，而不会批评有类似缺点的员工，尽管面试官掌握更多员工表现的证据。这是因为，他们认为批评同事是有问题的，而批评外人却不那么严重。如果你认为事实对任何人都是最好的，那你就该认为上面那种想法是错误的，这也就是为什么坦率而持续的评估如此重要。

9.9 培训、保护或辞退员工，不要修复

培训可提升员工技能，帮助其成长。修复是试图显著改变员工的价值观和/或能力。鉴于价值观和能力很难改变，修复通常不切实际。价值观不当、能力不足的员工会给机构带来严重损害，他们应被辞退。如果尝试修复，最好由专业人士进行较长时间的指导。

如果你期望员工在近期会比他们过去取得很大进步，你很可能犯了大错。人们的行事习惯很可能继续，因为行为反映了他们是什么样的人。由于人的变化通常很慢，你只能期待缓慢进步（最好的情况下）。相反，应该换人，或者更改设计。鉴于改变设计来适应员工的缺点是个坏主意，最好还是挑选员工。有时候，好员工“丢了饭碗”（被辞掉），因为他们没有尽快成长为责任人。有些人可能在其他场合做得好，在那种情况下，他们应该被公司派到新岗位上。有些人做不到，就得走人。

a.不要让员工尸位素餐。辞退人或重新委派任务不是大事，把一个人留在不适合的岗位上才更糟糕。保留不合适的人的成本十分高昂：糟糕的业绩所造成的损失、试图培训他们所花的时间和努力、辞退老员工（例如工作5年以上）比辞退一名只有一年工龄的员工所造成的更大痛苦。对那些不适合岗位的人来说，把他们留下是很可怕的事，因为这会使他们生活在虚假现实中，阻碍了他们的个人成长。这对团队也不好，因为这破坏了创意择优，每个人都会为此付出代价。不要被任何人“绑架”，总有合适的人。绝不要坏了你的规矩，或委屈自己。

b.准备好“朝你爱的人开枪”。要辞退你在乎的人非常困难。当你建立了良好的人际交往的某人，无法在其岗位上成为一流员工，要想裁掉他是很难的，因为结束友好关系很不容易，但从确保公司长期保持卓越的角度考虑，这很必要。你可能需要他们正在做的工作（即使并不出色），这很难做出改变。但是他们会“污染”环境，在你真正需要他们的时候掉链子。

这属于那些困难但必要的事。最好的办法是“关爱被你辞退的人”——要考虑周到，并能真正帮到他们。

c.某个人“不适合某个岗位”时，要考虑是否有更适合他的空缺，还是你需要让他们离开公司。分清楚他们无法胜任工作，是因为哪些方面的素质出了问题。要了解存在哪些问题，确保这些问题不传导到新岗位。此外，如果你发现他们没有上升的潜能，就不要让他们占着位子，挡了别人的路。

记住你是要挑选能与你分享生活的人。每个人都会随时间成长，比起当初的面试环节，管理者对新员工的优缺点和能否融入公司文化有了更深入的认识，所以管理者可以考虑如果新员工不能胜任原岗位，经过评估也可以让其从事其他工作。

一旦有人不称职，找出不称职的原因至关重要，并确保那些原因不会影响新岗位。

d.要慎重对待把不称职的员工换到新岗位。注意我说的“要慎重对待”。我没说“绝不”，因为这要根据实际情况而定。一方面，你要让员工在新岗位上拓展经历。你不希望辞掉一个很棒的人，仅仅因为他/她尝试新事物没成功而已。另一方面，如果你了解了被认为不称职的很多人，留下他们基本上都会让你后悔。

这其中有三个原因：（1）你不应放弃，也许别人胜任这个岗位，留下能进步的人比不能进步的人要好；（2）留下来的这些人会继续从事他们不擅长的事，这会产生风险，让真正的角色错配；（3）回到他们无法进步的岗位，那个人会感到受限制和不满。留下他们往往是短期决定，但长远来看，这可能是错的。这个决定很难做。你要深入了解这个人，在拍板前仔细权衡成本。

9.10 换岗是为了人尽其才，有利于整个团队

相关管理者应取得共识，新岗位保证了人尽其才，否则需要上级决策。招聘员工的管理者要保证不会影响公司。可以跟员工非正式地聊聊，看他对这一岗位是否感兴趣，但在与现任管理者取得共识之前，不应大张旗鼓地招聘。换岗的时机要由现任管理者与相关方沟通后再决定。

a. 换到新岗位前，要让员工“完成职责”。应保持换岗机会开放，但不应打断正常运作，除非出现紧急事件（例如，某人特别适合另一个需要马上填补的岗位）。在发展变化很快、人们能够坦率发表看法的公司里，员工自然有转向新岗位的持续稳定机会。但如果太多人频繁换岗，而没有完成他们的职责，造成不连贯、失序和不稳定，对管理者、文化和换岗的人都不好，因为他们推动事情完成的能力还没有得到足够检验。我建议，在考虑新岗位之前，在一个岗位上干满一年是必要的，不过这并非硬性要求，这个时限要视具体情况而定。

9.11 不要降低标准

在各类人际关系中，你可能遇到这样的时刻，必须要决定是否还有必要保持彼此之间的情谊——这在私人生活中非常普遍，对任何拥有高标准的机构也如此。在桥水，我们很清楚不能对文化的根基妥协。因此，如果一个人无法在一定时间内达到我们在追求卓越、极度求真、极度透明等方面的高标准，那么就必须离开。

[1] 在桥水，这一数字是301%。

严厉的爱
最难给，
也最重要

建造并进化你的机器.....

很多人面对铺天盖地的任务会感到无所适从。相比之下，成功者却能从琐碎事务中抽身出来站在高处，观察整个事情的原因和结果。这种高层面的视角能让他们像机器一样客观地看待自己 and 他人，了解哪些人、哪些事能做好，哪些人、哪些事不能干好，以及怎样把人组合起来形成最佳的工作成果。

你已经了解怎样对待你这部机器的两组关键零部件——文化和员工，我现在谈一谈对机器进行管理和改善的原则。

在下一条，我将阐述，像机器一样看待机构时所运用的高层次思维方式的总体原则。这不仅仅是一个思维试验，像机器一样思考有很重要的实用性，能帮助你管理团队、设计职责和制定工作流程。

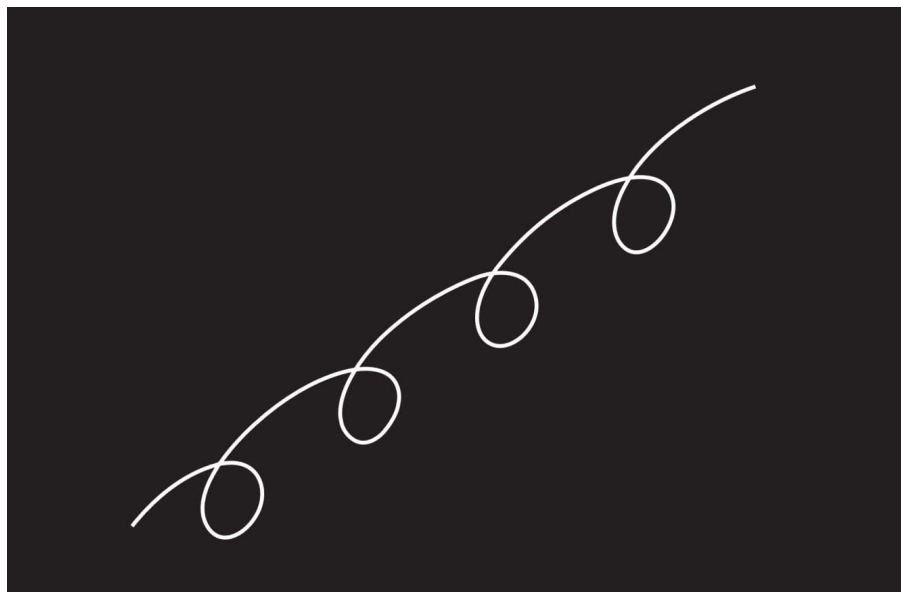
在“像操作一部机器那样进行管理以实现目标”中，我就运用这个方法来讨论如何在最顶层进行组织架构设计。

在你了解怎样建造并操作你的机器以后，你的下一步目标是如何对其进行改进。我们运用五步流程来实现：（1）树立目标；（2）发现问题；（3）诊断并发现问题根源；（4）设计改进方案并解决问题；（5）完成任务。对任何机构而言，取得不同程度的成功都经历了这样的过程。当今世界充斥着诸多昙花一现的公司，是因为其最初的优秀品质已经丧失，而领导层又未能充分适应新情况对员工和设计进行改变。也有一些公司能不断改造自己，持续攀上新的高度。

接下来的各条将阐释在一个机构里五步流程的运作方式，你应该做哪些事确保发挥其最大功用。为使之有效，你必须像一个组织工程师那样俯视你的机器，把产生的结果与目标进行比较，持续完善员工队伍和机器设计，使产出越来越理想。最重要的是，你必须妥善安排员工。能不能做好这一点决定了你能否获得成功。

最后两条内容，是关于怎样让创意择优能像所设计的那样，在日常管理和战略决策层面发挥应有的作用。“运用工具和计划指导工作”描述

了系统化工具对于确保创意择优如愿发挥作用的重要性。在“千万别忽视治理”中，我想说明，因为我已经不再负责桥水的日常经营，我一开始也低估了治理在确保公司持续有效运转方面的作用，我学习到了一些通过治理促进创意择优的重要原则。



像操作一部机器那样进行管理以实现目标

无论用什么方式，更高层次的角度都有助于你设计目标、建造机器来实现目标。我经常把桥水实际产出与我头脑中期望的产出结果进行对照，然后寻求改进的方法，从而保证了桥水这部机器的成功运转。

关于你应该为自己的公司设定什么样的目标，我并没有什么具体的建议。我只是想说，本书生活原则部分所涉及的目标设定总体原则同样适用于个人和公司。但是我希望指出，在运作公司的过程中，你和你的同事必须清楚地知道，如何从你公司总体的目标和价值观中，推导出具体的目标——节约成本，让客户更加满意，对需要帮助的人提供帮助等。

不管你设计得有多好，你的机器总会出问题。你自己或其他能力强的技术人员需要发现这些问题，打开机器盖子来诊断其根源。你及任何负责诊断的人必须了解机器的每组部件——设计和人，也必须清楚他们是如何协同运作的。人是最重要的因素，因为几乎包括设计在内的所有问题都与人有关。如果不能从更高的视角看待机器，并且看到所有部件的情况及如何协同运作，你必定诊断不出问题，失去潜在可能。

在桥水，我们机器的总体目标是为客户创造优秀的回报——当然是反映在其投资收益率上，但也反映在我们之间的交往以及我们对全球经济和市场格局的共同判断上。这种对创造优异回报的承诺，是我们在桥水的首要目标。坚守这种超高的标准对我们来说一直是个挑战，尤其是在我们加速发展和转型的过程中。在接下来的几条中，我会回顾案例，讲述我们的客户服务质量如何下滑，以及如何通过五步流程对机器实行改进的过程。

但我想先跟你们分享建造、改进任何机构的高层次原则。

10.1 从高层面俯视你的机器和你自己

高层次思考不是指级别高的人所做的思考，而是指自上而下地审视

事物，如同你从外太空看你自己和整个地球。从这个绝佳角度，你会看到大陆、国家和海洋之间的联系。拉近镜头，你还可以看到更多的细节，可以近距离看到你的国家、你的城市，再到你的街区，最后到你身边的环境。从这个宏观的视角，你对事物有了比仅围着你自己的房子打转更深刻的洞悉。

a.不断把结果和你的目标进行对照。你必须经常在努力达成目标的同时，对机器（人和设计）进行评估，因为所有产出都能反映出机器运转情况。只要发现机器的问题，你就要进行诊断，了解是设计不对，还是员工未能恪尽职守。

样本量很重要。任何问题既可能是某种一次性缺陷，也可能体现了反复出现的问题的根源。如果你看过足够多的问题，对于你就能轻松判断究竟属于哪种情况。

b.出色的管理者就是一家机构的工程师。出色的管理者既不是哲学家、演艺人士，也不是实干家或艺术家，他们是工程师。他们把机构当作机器看待，兢兢业业进行维护和改进。他们设计出流程图，展示机器如何运作，如何对设计进行评估。他们开发出量化工具来评价每个独立的机器部件（最重要的是人）和整部机器的运转情况。他们不断对设计和人员进行完善以便更好发挥作用。

他们不是随意而为，而是心中装着机器运行的因果关系，系统地进行维护改进。他们非常关心与此相关的员工，不希望对员工的态度、期待导致员工心情不愉快，从而影响机器的持续改进。对员工漠不关心，既对个人不利，也对个人所属的团队不利。

当然，你在机构中的职位越高，你的想象力和创造力就越重要，但你仍然必须具备必要的管理/协调技能。一些年轻的企业家都是从想象力和创造力开始，并随着公司的不断发展提升管理能力的。也有一些人一开始具备了管理技巧，随着职位攀升逐渐再发展出想象力。就像伟大的音乐家一样，所有出色的管理者都同时具备创造力和技术能力。任何层级的管理者，如果不具备组织工程师的技能，就不会成功。

c.制定量化评价工具。量化工具能够通过提供数字、在仪表盘上显示报警灯等方式说明机器运转的结果，是进行效果评价的客观途径，并对提高生产率往往有良好功效。如果你的量化工具足够好，你仅凭该

工具就可以对人们的行为及后果做出准确的判断。

在制定量化工具时，要考虑到你为了解事物进展而需要回答的最重要问题，要假设哪些数据可以揭示答案。不要用你已经有的数据，也不要按你的需要去粉饰数据，因为那样做你就无法得到你想要的答案。首先问你需要回答的最重要的问题，并设想一个会给出答案的量化工具。

要记住，任何一个量化工具都可能给出错误的结论，你需要足够多的证据来寻找规律。当然，输入量化工具的信息也需要经过准确性评估。从评级的平均数里面，可以衡量准确性，那些给出很高平均分的评级结果可能存在问题。强制人们对同事绩效进行从优到劣的排序，也有一定帮助。强制排序与曲线定级基本属于一类。能进行跨部门、跨团队独立评分的量化工具特别重要。

d.要注意别把精力过多用于应付各种事务，而忽视你的机器。如果你把精力用在完成每个单项任务上，你就会不可避免地忙碌不堪。如果你能把注意力放在建造和管理机器上，就会不断有所回报。

e.别被突发事件分散注意力。不管任何项目或计划多完备，总会产生一些突发问题，看起来似乎属于紧要且需要关注的问题。但这些突发事件可能是陷阱，分散你的精力，让你无法像机器一样思考，所以你自己一定要警觉，不要被别的事情吸引。

10.2 应对每个问题的手段都要服务于两种目的.....

.....（1）让你与目标更为接近；（2）能够对机器（人和设计）进行培训和测试。第二个目的比第一个更为重要，因为这是你打造一家稳健的公司，并使其在各种情况下运转良好的关键。很多人都更关注第一个目的，大错特错。

a.经历的每件事都是一个案例。要思考它属于什么类型的案例，应适用于什么样的原则。这样做并帮助其他人这样做，你就能针对此类问题的反复发生找出妥善的应对方案。

b.如果出现问题，要在两个层面进行讨论：（1）机器层面（该结果怎样产生）；（2）案例层面（如何应对）。不要仅仅就如何具体应对进行案例层面的讨论，因为这是微观管理（你是在做你

手下员工该做的工作，他们会错误地觉得没什么大不了）。要进行机器层面的讨论，弄清楚事情应该怎么样才是正确的，并探究为什么没有朝着正确方向发展。如果你急于确定应对策略，你必须告诉你的手下该怎样做，要确保解释清楚你想怎么做以及相关原因。

c.制定规则时，要解释清楚背后的原则。你不会希望手下员工对你所制定的规则只是敷衍了事，规则必须明确较高的道德标准，让员工感到有责任严格遵守，同时还要在实践中对规则进行完善。做到这一点，要靠稳健的、经由公开讨论测试过的工作原则。

d.你的政策应当是你的原则的自然延伸。原则是分层的——有一些至关重要，有一些则不太重要，但都是决定你的政策的，而你个人决策受政策影响。要对政策进行梳理反思，确保彼此之间一致，也要梳理政策所依据的原则，这样做很有帮助。

如果出现无政策可循的问题（例如，某员工的职责是出差，却因出差导致了潜在的健康风险），就不应在不诉诸更高层次原则的情况下随随便便做出回答。对政策制定者而言，制定政策必须像司法体系形成判例法那样——在应对具体案例和解释法律适用过程中，反复酝酿、循序渐进。

这就是我的行事方式。当一个案例发生，我要为自己的应对方法设定原则，并与他人达成共识，看大家是否都认同这些原则，否则就进行修改完善。桥水的原则和政策基本上就是这样产生的。

e.尽管好的原则、政策几乎都会提供良好的指南，但要记住每条规则都会有例外。每个人都有权对事物形成自己的判断——实际上也有义务对原则和政策提出挑战，如果与自己所相信的最佳方法存在不一致——但这并不是说每个人都有权去对原则和政策做出改变。改变政策必须经政策制定者（或对完善原则负有责任的人）批准。

若有人希望在桥水的重要政策上寻求例外，他们必须就此起草一份新的政策建议，上报给管理委员会。

例外情形应该是非常罕见的，因为如果一项政策有了太多例外，就不会有多大效果。管理委员会将正式进行讨论，或者拒绝，或者适度修订，或者予以采纳。

10.3 了解管理、微观管理和不管理的区别

出色的管理者重视协调，而非亲力亲为。就像乐队的指挥，他们并不演奏某个乐器，却能指挥整个乐队演奏精彩的乐章。相比之下，微观管理是事无巨细向下属交代任务，甚至替他们完成任务；不管理是指员工在没有你的监督和参与下独自工作。为了取得成功，你需要了解这些区别，并在适当的层面做好管理。

a. 管理者必须确保自己负责的领域运转有效。他们可以通过以下方式：（1）把员工管理好（如上所述）；（2）“下沉”去做本不该自己做但下属做不好的工作；（3）把管理不好的领域提交给上级管理。第一个选择是最优的；第二个说明要对员工和设计做出改变；第三个选择是很艰难的，但有时是必要的。

b. 管理你的下属就好比是在“一起滑雪”。如同滑雪教练在滑雪中指点学员一样，你应当与员工密切接触，在实际工作中评价下属的优缺点。通过试错进行适当的调整，慢慢地，你就能够看出他们能独立完成什么任务，不能独立完成什么任务。

c. 优秀的滑雪者当滑雪教练要比新手当教练强。可信度加权也适用于管理。你的过往记录越好，你作为教练就越有价值。

d. 你应当把具体工作授权给员工做。如果你把自己限于细节，你要么存在管理或培训方面的问题，要么手下人能力不济。出色管理者的标志是他不必亲自做任何事。管理者应视自己陷入细枝末节为不良信号。

同时，如果觉得你自己距离实际情况太远，根本不了解那些重要而缺乏管理的事务，只想着授权给别人做事挺危险的。出色的管理者知道这二者的区别。他们会加强招募、培训、监督，以便让员工尽量很好地独立完成任务。

10.4 了解员工及其工作的动力，因为人是你最重要的资源

对每个人的价值观、能力和技能做一个完整的评估。这些素质是一个人行为的真正动力，详细了解这些信息后，你就会知道一个人能做好什么工作和不能做好什么工作，应该避免做什么工作，以及应当如何培训他。对员工的评估应当随员工的变化而变化。

如果你不了解你的员工，你就不知道该要求他们做些什么。你就像在暗夜飞行，如果你得不到想要的结果，就不能怪任何人，只能怪你自己。

a.经常了解那些对你和公司重要的人。对关键员工进行详细了解，敦促其将困扰自身的问题说出来。这些问题可能是你所忽略的，或者是他们对其存在误解。不管如何，把这些问题公开提出来是至关重要的。

b.对员工的信心应通过了解而来，而不是随意猜测。管理者不能对自己不了解的人授权。了解人并决定给予他们多少信任是需要时间的。有时候，管理者对新入职员工能否完成职责没有信心，新人会感觉被冒犯。新员工会觉得这是对自己能力的否定，其实管理者虽然只是比较务实，认为还没有时间认识新员工，双方也没有直接接触，无法对新员工有所了解。

c.根据你的信心大小进行不同程度的调查了解。从事管理，基本上包括对你所负责的任何事情进行调查摸底，以便发现可疑信号。根据你的了解，你来决定自己了解事情的程度应该达到多深：对于看起来可疑的人和事，要多做了解；对有信心的人和事可以简单一些。在桥水，我们用一系列工具（问题日志、量化指标、每日更新、检查清单等）来得出客观的考核数据。管理者应经常进行评估和现场核查。

10.5 明确职责

要消除含糊的预期，让每个人意识到假如他没有达成目标或完成任务，那是他个人的失败。最重要的人是这样的人：他们对完成使命负总体责任，他们知道应当做什么，并有确保完成任务的纪律。

a.记住谁负什么责任。这似乎显而易见，但总有人无法履行自己的责任。即便一个公司的高层有时也会表现得像一个正在学习踢足球的孩子，只会跟着球跑，努力提供援手，却忘记了自己的本职工作。这对绩效没有改善反而有破坏作用。所以，要确保让员工记住整个团队的工作方式，把自己的本职工作做好。

b.防止“角色错位”。角色错位是指某个工作岗位因为情势变化或临时需要而未经深思熟虑就做出变更。角色错位通常会导致让错误的人

承担错误的职责，并使得工作分工变得模糊不清。

10.6 深入探究你的机器以了解你能从它那里期待些什么

要经常问责你的下属的工作，并确保其明白这能揭示问题和错误，对他们自己和别人都是件好事。这样做是为了让你得到你所想要的结果，即使对那些做得很好的人也要这样问责（尽管给他们的自主空间可以相对大一些）。

问责不仅仅是自上而下的。下属也应当经常向你问责，你就也可以得到提升。此时，他们会明白自己也像你一样有责任找到解决办法。站在看台上品头论足，比在球场上拼搏要容易得多。把人赶进球场一显身手可以让你的团队变得更强大。

a. 获取足够程度的理解。管理某个领域时，要对你身边的人员、流程和问题有足够充分的了解，以便做出明智的决定。若没有这种了解，你就会轻信别人讲给你的故事和各种借口。

b. 不要保持太远的距离。你应当非常熟悉你的员工，定期和员工交流反馈，进行高质量的讨论。虽然你不希望被一些闲言碎语打扰，但你必须能够从适当的人那里快速获知信息。你的工作设计中必须包含做这些事情的时间。否则，你就会冒管理不当的风险。我开发的工具能够让我拥有一扇窗子，了解人们在做什么、他们的喜好是什么，遇到问题我会及时跟进。

c. 利用“每日更新”来了解团队成员的行为和思想。我要求下属每天花10—15分钟简单写一下当天的工作、遇到的问题以及反馈意见。通过阅读这些工作记录并交叉验证（例如了解其他合作人的表现），我可以估测他们如何合作、情绪如何、有哪些线索需要注意。

d. 问责以了解问题会不会突然发生。如果问题出乎你的意料，可能是因为你远离了你的下属和 workflows，或者你对下属和流程可能导致的不同后果缺乏足够认识。在危机酝酿期间，必须保持密切的沟通，以确保不会发生意外情况。

e. 问责过程要触及你直接下属的下一级。你要知道他们向你的下属直接报告哪些内容，观察他们在你的下属面前的行为，否则你无法

了解你的下属是如何管理他的下属的。

f.允许你下属的下属随时越级向你汇报。这是一个非常好用的提升责任心的方法。

g.别想当然地认为员工的答案都是正确的。员工的回应可能基于其错误的理论，或者是凭空编造的，所以你应该时不时进行交叉核验，尤其是听上去可疑的时候。一些管理者不愿这么做，感觉这样做似乎是不信任员工。管理者应当明白，信赖正是通过这个过程来实现的。如果员工懂得了这一点，他们在表达意见时就能提高意见的准确性，你也会越来越清楚你可以信赖谁。

h.要学会明察秋毫。你会总是听到一些话，说某个人对某件事有意见，或者遵守原则不当。例如，不指名道姓地提及“我们”，可能暗示某个人要逃避错误。

i.让问责过程透明，而非私下问责。这有助于保证问责过程的质量（因为别人可以做出自己的判断），也能强化极度求真和极度透明的文化。

j.欢迎被问责。欢迎别人问责你很重要，因为没有人能够客观看待自己。当你被问责时，保持冷静至关重要。你的情绪化的“低层次的自己”可能会针对别人的问责说出这样的话：“你这个古怪的家伙，你竟然反对我，让我感到很难堪。”但你内心理性的“较高层次的自己”会这样想：“我们能这样诚实真是太棒了，这样的理性交流能够保证我去做正确的事情。”要服从于“较高层次的自己”，同时记住问责是件很不容易的事。除了让你的公司正常运行、保持自己与问责你的员工之间的良好交往以外，你自己要能经受住此类问责，这会提升你的人格素质，让你保持镇定。

k.对事物的看法和思维方式截然不同的人，相互间的沟通通常不畅。假想一下你要对没有嗅觉的人描述玫瑰花的香味会怎么样。不管你的描述有多准确，都不会产生效果。思维方面的差异也是如此。这就像是盲点，如果你有一个盲点（我们每个人都有），你就很难发现那里有什么。解决这些差异需要很大的耐心和开放心态，还要与其他人互动验证，以便形成完整的图景。

l.不放过一个可疑线索。把所有可疑线索找出来是件很值得做的事情。因为：（1）小问题可能是潜在大问题的征兆；（2）解决小分歧可以避免更严重的分歧；（3）在努力营造崇尚优秀的文化的同时，要经常指出问题、直面问题，无论问题有多小（否则你就可能面临陷入容忍平庸的风险）。

对工作进行优先排序可能导致你忽视了身边的小问题。对小问题熟视无睹就会让人认为你允许小问题的存在。想一想如果你的房间遍布小块垃圾，而你要踩着它们才能穿过房间。的确，房间的另一边有更重要的问题需要处理，但随手捡起小块垃圾也不会耽误什么。通过强化一种崇尚优秀的文化，就会产生第二轮、第三轮涟漪。虽然你没必要把每一块垃圾都清除，但你不应忽视你踩着它们通过这个事实，在你通过的途中拾起一两块也不是很难的事情。

m.解决问题有很多办法。在评估责任人如何完成工作时，不应仅仅看其是否按你的想法去操作，而是是否以好的方法去操作。不要指望能以一种方式取得成功的人，还能以另一种方式达成。那就无异于强制要求贝比·鲁斯改变他的击球方式。

10.7 像公司的拥有者那样思考，要求你的同事也这样做

一个基本的事实是，如果你不受你行为结果的影响，那么你就不会为行为负责。如果你是一个员工，老板付给你钱让你上班取悦他，那么你的思维就不可避免会被这种因果关系牵着走。如果你是一个管理者，要确保你设计的激励和惩罚措施能够让员工对自己的行为负全责，而非部分责任。这需要一些简单直接的安排，例如让他们觉得是在花自己的钱，在非办公时间也不应忽视职责。如果员工发现他们自己的收入待遇直接与公司相关，这种类似所有者的关系就会产生回报。

a.休假也不应忘记责任。像所有者那样思考，意味着不管什么情况下都要妥善履行职责。即便外出度假，你也有责任确保工作不丢。你在外出休假之前，可以做好一系列安排和协调，确保一切尽在掌握。这不需要太多时间——远程检查一下工作进行的状态也就需要一个小时，而且不需要每天都检查，因此一般情况下，你可以在自己方便的时候跟进一下。

b.强迫自己和员工做困难的事。这是一项自然法则：你要想保

持强壮，必须坚持锻炼。你和你的员工要像健身房的教练和学员那样配合，让双方都保持健康。

10.8 承认并应对好关键人物风险

对每个关键员工必须至少安排一个替代人选。确定好继任者，并加以训练助其履职。

10.9 不要对所有人等同视之，要合理对待、有所区别

人们常说，对人区别对待既不公平也不合理。但是，合理对待人就必须有所区别，这是因为人和环境都不一样。如果你是一个裁缝，你不会为顾客剪裁缝制同样的衣服。

然而，要按照同一套规则来对待员工。这就是我努力把桥水的原则不断充实完善的原因，要确保原则足够有深度，并考虑各种差别。例如，若某个员工曾经为桥水效力多年，他的待遇自然异于别人。类似的，我认为不诚实是不可容忍的，但我不会对所有人、所有不诚实的行为都同样对待。

a.别轻易被迫让步。在过去那些年里，许多员工威胁我，说他们要辞职、起诉我，或在媒体上爆料羞辱我——以你能想出的各种方式。一些人奉劝我比较简单的方式就是息事宁人，但我觉得这样做未免有些短视。让步不仅仅有违于你的价值观，还释放出了规则被修改的信号，以后还会招致此类事件。所以，捍卫你认为正确的事情虽然在短期内比较艰难，但是我愿意接受挑战。我关切的是要做正确的事情，而不是别人怎样看我。

b.关心员工。如果你不是与你关心和尊重的人一起共事，工作就没有意义。我会出席任何别人真正需要我的场合，如果整个机构和团队都是这样行事，就会变得很强大、很值得为之奉献。在一个人身处困境时，必须对其进行私下慰问。

10.10 优秀的领导一般不是表面上看起来那么简单

我不愿意用“领导力”一词来描述我的所思所做，因为我不相信大多数人认为的“高超的领导力”能发挥作用。很多人认为优秀的领导者很强势，能激发别人的斗志，激励别人追随自己，很强调“追随”。这种典型

的领导者通常把疑问、异议看作威胁，宁愿员工做到“领导怎么说就怎么做”。在这种情况下，领导者负有决策的义务。但因为领导者并非看起来那样的全知全能，人们总会觉醒，并感到气愤。这也是为什么人们既喜欢他们的魅力领袖，同时又渴望将其推翻。

这种传统意义上的“领导者”与“追随者”的关系，与我所认为的有效关系相去甚远，而发挥出最大的有效性，则是“领导者”最需要做的事。坦承自己的不确定、错误和弱点，比试图掩藏要务实得多。更重要的是，拥有好的挑战者胜过拥有好的追随者。理性的讨论和分歧是务实的，因为这可以对领导者进行压力测试，让其重视那些被其忽视的事物。

我认为，领导者有一件事不应该做，那就是操纵。有时候领导者会操纵员工情绪来促使员工做事，而如果员工明白过来，他一般是不会做的。在创意择优的环境下，你是在与聪明人打交道，你一定要按理性思维行事，而非基于本能和情绪。

最有效的领导者的工作目的在于：（1）开明地寻找最佳答案；（2）带领他人一道进行寻找。这就实现了一起学习、求取共识的局面。一个真正伟大的领导者难免会对一些事情拿不准，但随时准备通过开明的探索来应对这种不确定性。在其他方面不变的情况下，如果领导者在外形和行为方面更像技艺超群的忍者，就总是能战胜动作片里孔武有力的英雄。

a.既要弱，又要强。有时候，问别人问题来形成判断可能被认为是弱势和不果断的表现。这当然不是。问问题是理智行事的必要条件，也是变得坚强和果断的前提。

要经常向有智慧的人寻求建议，让比你强的人来具体指挥，目的是做到理解最佳、领导决策最佳。要保持开放心态，同时还要行事果断，与跟随你的人求取基本共识，要知道，有些时候，并不是所有人都认同你，甚至可能大多数人都不同意你的意见。

b.不要担心你的员工是不是喜欢你，不要让他们告诉你要如何做事。你要操心的是要尽可能做出最佳决策，因为不管你做什么，很多人都会说有些事你做得不对，或很多事都做得不对。人的本性就是这样，希望别人相信他们的观点，如果你不信，他们就会生气，即便他

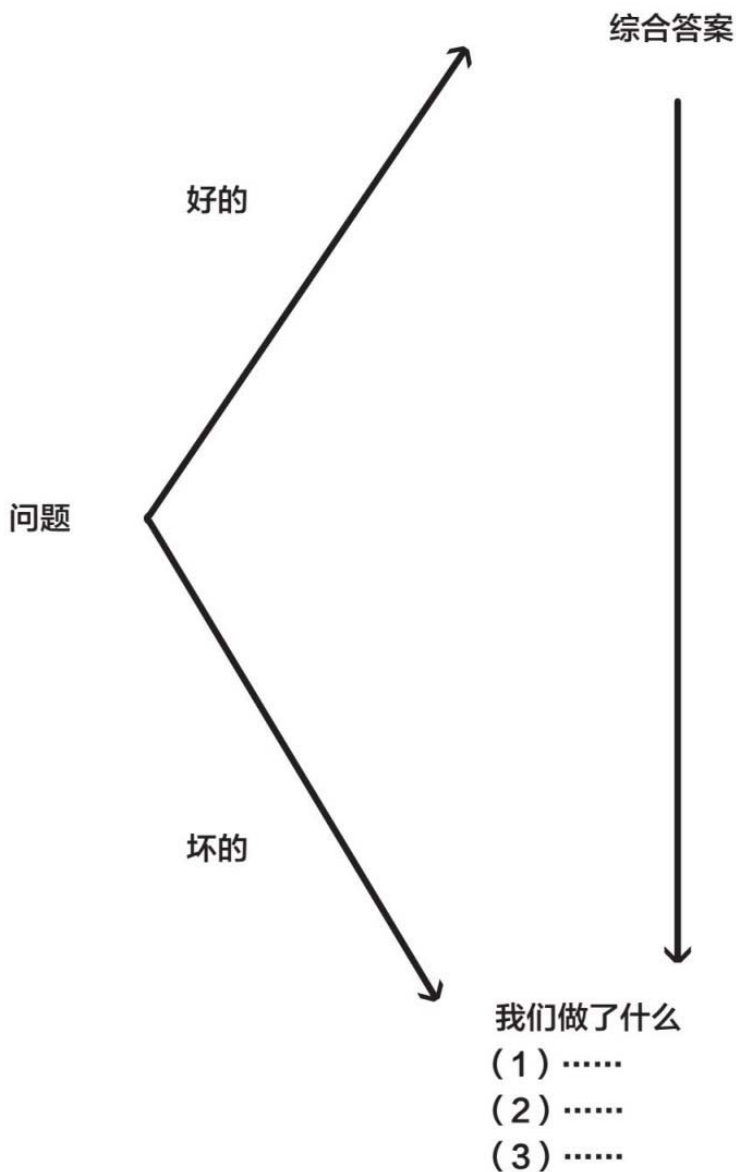
们自己也没有理由相信自己就是正确的。所以，如果你是个合格的领导者，你就不应该对别人不认同你的意见而感到意外。重要的是，你在评估自己决策正确与否时，要有逻辑、立场客观。

只要你自己有适当的开放心态，即便你相信自己比一般人更有见解，也不能说明你缺乏逻辑或武断自负。实际上，认为一般人的想法超过你和你身边见解超群的人的想法，这本身就是不合逻辑的。因为，你们是经过了一番努力才到了现在的高级职位，而且你和那些很有见解的人比一般人都拥有更多的信息。否则，你们和那些普通的人就不会处于现在的工作职位。换句话说，如果你的见解不比一般人高，你就不会是领导者；如果你的见解比他们的更高，那就不必担心你做的事情不受欢迎。

因此，你该如何对待员工呢？你的选择或者是忽略其存在（导致他们怒气冲冲，而你不管他们怎么想），或者无原则地按照他们的想法行事（这不是什么好主意），或者是鼓励他们把分歧摆到桌面上，经过公开、理性的讨论让每个人了解你观点的相对优势。要允许把分歧公开，愿意进行观点论战，无论输赢，只要最好的观点胜出即可。我相信，创意择优不仅可以产生比其他机制更好的结论，还能使合理但不受欢迎的决策赢得更多认同。

c.不要发号施令让别人服从你，要努力为人所理解并理解他人，以达成共识。如果你希望让别人服从，或是出于自我为中心或是由于你认为按自己的想法行事更为有利，长此以往，你可能会付出高昂的代价。当只有你一个人在思考时，结果不一定好。

独断专行的管理者没有自己的班底，也就是说他的下属都没有自己的观点。这在长期看来不利于每一个人。如果你发出太多的指令，人们可能会有怨言，对你的命令阳奉阴违。你对聪明人施加的最大影响——以及他们对你施加的最大影响——来自持续就真实情况和最佳决策去寻求共识，这样你们追求的是同一个目标。



10.11 确保你和你的员工承担相应的责任，也欢迎别人监督你负起责任

让员工承担相应的责任，是指充分理解他们和他们的处境，并评估他们是否能够和应该换一种做法，并与他们保持共识；如果他们无法满足一定要求，就将他们解职。当然，这不是说要对他们实行微观管理，也不是让他们必须达到完美（让工作量特别饱满的员工把每件事都做得

出色，这不现实，也不公平）。

但是让人承担责任可能会招致不满，你也不需要凡事都告诉他们该怎么做。要与他们共同探讨做事的逻辑，以便让他们理解你这样做的价值，但别让他们自行其是。

a.如果你已经与别人就某事的做法达成一致，要确保其按此操作，除非你们就改变做法已形成共识。人往往无意识地倾向于做自己喜欢的事而非需要做的事。如果他们忽视了做事的优先顺序，你需要为他们重新指引方向。这也是为什么经常听取员工汇报工作进展很重要的部分原因。

b.区分两种不同的失败情况，一种是没有遵守约定，第二种是根本没立约定。如果你没有明确表达你的预期，你就不能让下属为没有达到预期而承担相应的责任。不要假定有些事情虽不明说也能理解，常识在实际中并非都那么常见，如果有具体要求，就要明示出来。如果责任总是因为规定不具体而落空，则应想想是不是需要修改设计。

c.避免下沉现象。这是指管理者被迫去做下属的工作，而没有意识到这是一个问题。下沉现象类似于角色错位，因为管理者跑去干本应属于别人的活。尽管为了达成目标，角色错位在临时情况下可能有一定合理性，但也意味着机器的某个部分发生了故障而需要修理。下沉现象则是管理者经常不能调整职责，不得不去承担其他领域的职责，而实际上这些事别人完全能做得很好。当管理者更多地关注完成任务而不是操作机器时，他肯定犯了下沉的错误。

d.当心那些混淆目标和任务的人，因为如果他们分不清楚，你就不能信任他们并给他们委派职责。清楚目标的人通常能有大局观。一种测试方法是：问一个高层次的问题：“目标XYZ的进展如何？”好的回答是先指出关于XYZ整体进展的总体情况，如果需要，再分述各任务情况来支持论证。只见任务不见目标的人只会讲任务完成情况。

e.当心缺乏重点、徒劳无益的“理论上应当”。所谓“理论上应当”，是指人们主观臆断别人或自己能够胜任某件事，但实际上并不知道能否胜任（如“萨利应该能够做XYZ”）。要记住，如果你真的希望做成

某件事，你需要找在相关领域有成功经验的具有可信度的责任人来执行。

类似的情况还有，当人们讨论如何解决问题时，会模糊地、隐匿具体人名地说“我们应该做XYZ”。一定要明确“我们”是谁，要指名道姓，而非仅仅用一个模糊的“我们”，并意识到他们有责任来确定具体工作是什么。

一些并不承担责任的人相互说“我们应当……”是毫无意义的，那些人应该向责任人指出应该做什么事情。

10.12 清楚地传达计划，用明确的量化指标对进展予以评估

员工应当了解本部门的计划和设计。当你决定偏离既定路线时，应与相关方沟通你的想法并征求意见，以便让所有人都了解新的路线。这可以让人们接受该计划，或者表达怀疑而提出改动建议。这也使目标清晰，看出哪些人在坚守职责，哪些人无法履职。应当每季度至少开一次部门会议，在会上重申目标、任务和职责，也可以每月开一次会。

a.继续推进之前要回顾计划执行情况。在提出新的计划付诸实施之前，要花些时间反思迄今机器所发挥的作用如何。

有时候员工觉得难以把当下的情况纳入考量或对未来做出预测。有时候他们忘记是哪些人、哪些事导致事情发展得顺利或不顺。让他们或你自己，来说说我们如何走到当前阶段，你可以对照结果，把做得好或做得差的重点项目突出标示出来，勾勒出一幅整体的图景和目标。确定哪些人负责哪些具体的目标和任务，并协调达成共识。要能够在不同层面把所有这些项目联系起来，以便让员工理解整个计划，给出反馈，并最终建立信心。

10.13 在无法充分完成职责时，将问题提交给上级解决……

……让你的下属也积极主动这样做。将问题提交给上级的意思就是说你自认为无法驾驭某种情况，并让别人来充当“责任人”。你提交问题的对象——你的上级——可以决定是否辅导你完成工作，或由他们接管你的工作，或让其他人来做，或采用其他办法。

很重要的一点是，把问题提交上级并不意味着失败，而是一种责

任。所有的责任人都将最终面临这样的考验，即他们不知道自己能否驾驭。要把自己的忧虑提出来，使得老板知道风险所在，让老板和上级责任人能够就下一步的工作达成共识。如果不能驾驭而又未把责任提交给上级，那才是最大的失败。要确保让员工有积极主动性，要求他们在无法符合预期目标或在截止日期前无法完成时，及时说出来。这种沟通非常重要，能帮助我们如何解决问题以及寻找什么人接手达成共识。

发现问题，不容忍问题

在追求目标的道路上，遇到问题是不可能的。为了取得成功，你必须发现问题但不能容忍问题。问题就像添入火车头发动机中的煤，通过燃烧——制定和实施解决办法——来推动我们前进。你发现的每个问题都是一次改进机器的机会。发现问题而不容忍问题，是最重要也是最不为人所喜欢的事情。

对很多人来说，发现问题是很难的事情。大多数人都宁愿对进展顺利的事情大唱赞歌，而把问题掩盖起来。那些人的想法是非常落后的，没有什么比这更不利于一家机构。不要为了一时的好评而停住前进的步伐，要为能找出不令人满意的进展而感到欣喜。虽然那些难以解决的问题可能使你感到紧张，但回避问题（也不应对）会使你更加紧张。

这种因担心事情发展不理想而感到的紧张是非常有好处的。正因如此，我们才有动力去开发系统和指标，监测机器的运行结果，并激励那些管理得力、经常开展系统测试、寻找机器上各类问题的人继续前行。经常有这样的担心，并加强交叉核验，对于做好质量控制至关重要。要确保把小问题都清除，因为如果任由小问题泛滥，它们就会变成大问题。关于这个观点，我会讲一个例子：一开始我们都未能保持最佳，而后认真思索了相关问题，找到了根源所在，制定了改变方法并付诸实施，产生了非常好的效果。

在初创桥水时，我事必躬亲，包括公司的投资决策、管理决策，之后，我建立了支持体系，并最终在没有我参与的情况下，公司仍创造了优异的业绩。随着桥水的发展，我制定的标准体现出了不妥协和直截了当的特点：我们为客户提供的分析报告质量保持如一，无论是否由我本人提供。那是因为当客户问“我们”的看法是什么时，他们不是在问随便一个人的看法，他们希望知道的是我和其他负责投资决策的CIO的想法。为了达成这个目标，桥水的客户服务部或者自己处理客户的提问，或者根据问题的难度水平转给拥有不同经验的员工，指定他们作答。客户顾问（职业经验丰富，经指定代表桥水与客户对接）必须充分理解问

题的含义，知道什么问题该找什么人回答。为了确保客户服务的质量，我制定了一个制衡体系，其中，我们的一些最棒的投资思想家本人要亲自起草拟回复给客户的备忘录，并且对同事的答复进行质量控制，把打分结果录入有据可查的指标系统，以便跟踪监测事情的进展，并在必要时做出改变。

2011年，作为管理体制转型的一部分，我把这个过程的监控权交给了别人。过了几个月，客户服务部的一个员工就开始发现问题。事情始于一份备忘录，两位资深投资人员发现一份已经发给客户的备忘录有误。尽管只是些小错误，对我们来说却很重要。在我的推动下，新的管理层开始重新审查其他备忘录，并发现这个问题并非孤例，它反映了质量控制机制出现了大面积的故障。更糟糕的是，审查还发现责任人未能对这些问题进行思考和诊断。让人非常担忧的是，当时还不清楚，如果没有我的坚持推动，还会有人肯花时间去调查。

这种未能反思问题、未能拒绝容忍问题的事例，不是不小心引起的。它的发生是因为很多人在流程中只关心完成任务，而对目标是否达成评估不足。他们变成了橡皮图章，而非能工巧匠，那些应该“尝尝汤的味道”而保证出品质量的高管却在忙于其他事情。

这个问题的暴露让我们都感到很失望，因为这表明，长期以来指引我们取得成功的高标准在逐渐下滑。面对这一残酷事实让人揪心，但是最终的结果是好的。此类问题的存在——无论是因为机器设计的缺陷还是个人能力的欠缺——都不让人感到丢脸。承认有缺陷与接纳缺陷不是一回事，这是朝着克服缺陷努力的第一步。这种揪心，不管是出于羞耻、尴尬，还是因未能做得更好而产生的沮丧，都好像肌肉松弛带来的那种不安，逼得你赶紧去健身房刻苦锻炼。在接下来的章节中，你将发现，直面问题激发出了重要的创新和改进。

以下原则围绕如何发现问题、不容忍问题进行了详细阐述。

11.1 如果你不担心，你就要担心了；如果你担心，你就不必担心

这是因为，担心出差错会为你提供一种保护，而对差错毫不担心，则可能让你暴露于风险。

11.2 对机器进行设计和监督，确保能发现哪些事情做得

好、哪些不够好，否则就自己动手做

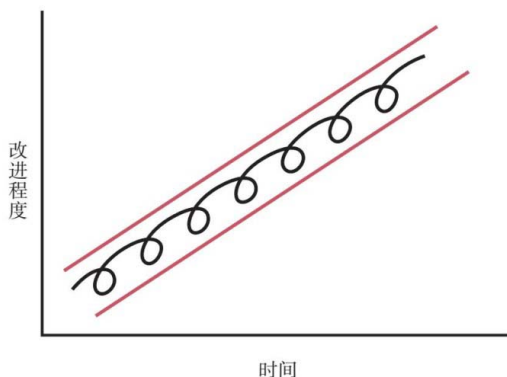
这通常要由合适的人来做——那些愿意深究、无法容忍低质量工作和产品、具有较好综合能力的人——并要有好的量化指标工具。

a.指定员工负责发现问题，给他们时间进行审查，确保他们有独立的报告路线能够反映问题，而不必担心揭丑的后果。如果没有这些机制，你就无法仰仗员工来反映你想了解的问题。

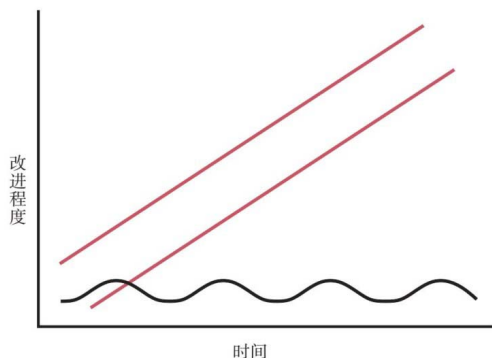
b.当心“温水煮青蛙综合征”。很显然，假如你把一只青蛙扔进沸水里，青蛙会立即跳出来。但如果你把它放进常温的水里，给水逐渐加温，青蛙就会待在锅里被煮死。不管对青蛙而言这是否属实，我总会看到在管理者身上出现类似的情况。人们都有慢慢习惯于不可接受事物的强烈倾向，而这些不可接受的事物明眼人一看就会非常吃惊。

c.当心从众心理。即便没有人担心，也不表明没有问题存在。如果你发现了一些无法接受的事情，不要因为别人都已经看到且觉得有什么大不了，就认为没什么问题。人很容易陷入这个陷阱，但这是个致命的陷阱。无论你什么时候发现了一些不好的事物，一定要向相关责任人指出来，让他们负责改正。要明白无误地说“这顿饭馊了”，不要吃下去。

d.发现问题时，要把结果与目标相对照。这意味着把机器的产出与你希望达到的结果进行对比，从而发现任何偏离情形。如果你期待着能在某个具体的区间实现改进（如下图）……



而结果却导致以下情形（如下图）……



……你会发现你需要了解问题的根源，以便有效应对。否则，原路径就会持续。

e. “尝尝汤的味道”。把你想象成厨师，菜出锅端给顾客前先品尝汤的味道，是不是太咸或者太淡了。管理者也要针对其所负责的每个工作结果做这样的事，或者在公司里指定某人帮他们做此事。授权从事这个工作的人被称为“汤味品尝者”。

f. 尽量让更多双眼睛来寻找问题。鼓励员工把问题带给你面前共同研究。如果你的员工对本部门的发展抱有责任心，都敢于大胆提出问题，你就能在问题处于容易解决且尚未造成严重损害的阶段及时发现问题。要和与最关键部门联系最紧密的员工达成共识。

g. “打开瓶塞”。你有责任确保员工无拘无束地交流意见，要为他们提供足够多的机会来发言。不要期待他们能定期提供给你诚实的反馈，应明确要求他们这样做。

h. 最熟悉工作的人最有发言权。至少他们能向你提供理解问题的角度，因此要确保你能通过他们的眼睛去看问题。

11.3 在分析问题时非常具体，不要泛泛而谈

例如，不要说，“客户顾问们没有和分析师很好地沟通”，要具体地指出哪些客户顾问做得不好、哪方面做得不好。从具体事例开始，然后观察规律。

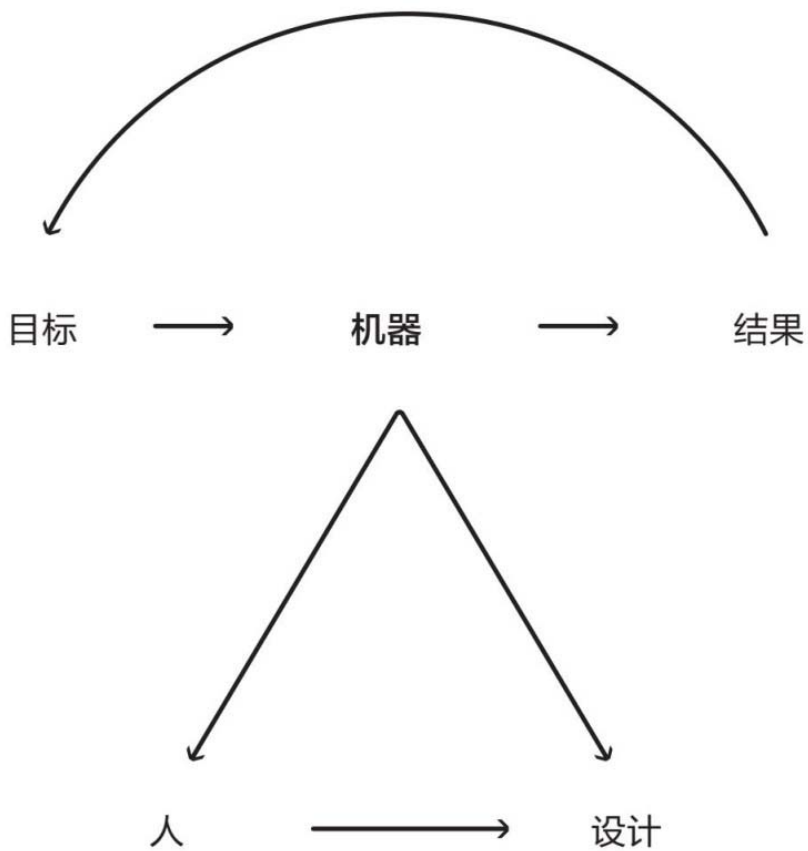
a. 不要用“我们”“他们”这种不指名道姓的说法，以掩盖个人责任。问题不是凭空产生的，那是因为特定员工做了或是未做特定的事情。不要用含糊不清的话掩盖个人责任。不要泛泛地只说“我们”，要把具体行为与具体人联系起来：“哈里没有把这事处理好”。同样要避免说“我们应当……”或“我们是……”等一类话。既然个人是任何机构中最重要基础，个人要对事情的发展过程负责，出了错误就必须与个人的名字挂上钩：有些人设计了不好的流程，或者做出了错误的决策。把姓名掩盖起来只会延缓改善的进程。

11.4 不要害怕解决难题

在某些情况下，员工会容忍不可接受的问题，因为觉得要解决问题过于艰难。然而，与根本不解决相比，解决这些不可接受的问题更容易办到，如果不解决，会导致更多压力，导致工作量增多，持续出现更多的不良后果，你可能为此丢掉工作。因此，要记住管理的第一条原则：需要了解涉及你的机器运行的反馈，或者把问题解决掉，或者提交上一级解决，如果形势需要，要一遍又一遍地解决。要把问题提出来，交给问题解决能手去处理，没有比这更简单的其他方法。

a. 必须理解，那些有良好解决方案的问题不同于没有解决方案的问题。未识别出的问题导致最坏的结果；已发现但没有既定解决办法的问题稍好一些，但非常打击士气；已发现也有良好的既定解决办法也是好的；把问题解决掉是最好的结果。因此，确定一个问题属于上述哪种情况非常重要。采用什么样的量化指标来跟踪你的解决方案进展，必须非常清晰且符合直觉，它们应成为计划延伸的一部分。

b. 以机器的方式来发现问题。遵照以下三个步骤能做得很好：首先，发现问题；其次，确定谁是解决问题的责任人；最后，决定什么时间适合进行讨论。换句话说，就是找出问题是什么，谁来负责，什么时间解决。然后贯彻执行。



诊断问题，探究根源

当遇到问题时，你的目标是剖析问题的根源——具体到哪些人、哪些设计导致了问题的产生，并探究人和设计造成的问题是否带有一定的规律性。

导致无法准确诊断问题的最常见原因有哪些？

根据我的发现，人们最常犯的错误就是把遇到的问题当成一时的差错，而没有借机对机器的运转进行诊断，以便实施改进。他们即时动手解决问题，却忽视了问题的根源，导致失败频频发生。全面、准确的诊断尽管要耗时多一些，但对未来大有益处。

人们最常犯的第二个错误是诊断时不提及个人姓名。如果不把问题与造成问题的责任人挂钩，不探究他们失败的具体原因，就不会促进个人和机器做出改进。

第三个最常见的错误未能把这次诊断中吸取的教训与之前的教训联系起来。要确认某个特定问题（“哈里很粗心”）的根源是某种规律使然（“哈里总是很粗心”），还是相反（“这样粗心真不像哈里”）。

从我们的客户服务分析团队的例子看，我认为除非我们挖掘出根源所在，否则做事标准会持续降低。桥水的其他领导者都赞同我的判断。因此，我针对该团队组织了一系列诊断，把所有级别的每个员工都叫到房间进行问询，了解究竟出了什么问题。我先基于我建造机器的理念，在心里猜测事情应该是怎么回事，再请新来的管理人员描述实际情况。不良结果不是凭空产生的，其发生一定是因为某些员工做出了或未能做出某些具体的决定。一次好的诊断都会涉及员工做了哪些事导致不良后果。这可能让人感觉不舒服，但若某个人不适合该工作岗位，就应该让他离职，以避免反复犯同样的错误。当然，人无完人，每个人都会出错。所以，要观察员工的工作记录，以及诊断所反映出的个人强项和弱点。

通过几轮诊断，我们搞清楚了一些情况：高级管理层新招聘的几位经理，他们负责管理客户投资分析的团队，这些人并不具备监督质量控制流程所需的技能、综合能力或者细心程度，而最高管理层又距离这个领域太远，监督力度不够，无法确保整个流程正常运转。这就是对“是什么”的诊断——我们所面对的导致问题发生的事实。诊断的结论不是一幅优美的图画，但那恰是我们需要知道的事实，只有这样才能进而做出改进设计的方案。

以下列出了关于如何做好诊断的具体原则，先从概述讲起。

12.1 为了做好诊断，要先问以下问题：

1. 结果是好是坏？
2. 谁对结果负责？
3. 如果结果不好，是因为责任人能力不够还是机器设计有问题？

如果你头脑中装着这些重大问题并时时反思，你就能做好诊断。接下来，需要得出针对这些宏观问题的答案，多半是通过一系列简单的是否询问来得出对每个步骤的综合印象。这些应作为你进行下一步诊断前所搜集的资料，直至得出最终诊断结论。

你可以，但不是必须问上述这些问题或遵从这种形式。要看你所处的具体情况，你可以很快把这些问题过一遍，也可以问一些不一样的、更细致的问题。

结果是好还是差？谁对结果负责？如果你们就结果好坏和谁来具体负责不能很快达成一致，你们可能已经陷入杂草丛（换句话说，纠结于一些无关紧要的小细节）。

如果结果不好，是因为责任人能力不够还是机器设计有问题？问这个问题的目的是得出综合判断，但要得出综合性结论，你还需要检查一下机器的运转情况。

机器应该如何运转？你可能在头脑中已经想好了谁原本应该做些什么事，或者你可以借用别人的思路。不管哪种方式，你都应知道谁要对

哪些事负责，以及原则的相应规定是什么。不要太复杂！在此阶段，经常会陷于对程序细节的过度梳理，而忘记了要在机器层面（即谁负责做什么）去考虑问题。你应该用几句话把头脑中的蓝图清晰勾勒出来，每句话都与某个具体的人联系起来。如果你此时陷入太多细节，就可能走偏了。在你想好路线图后，以下这些就是关键问题。

机器是在以理想状态运转吗？是或否。

如果答案为否，究竟是哪些地方运转不正常？出了什么故障？这就是对近似原因的推理，如果你头脑中有详细的蓝图，这一步就很容易达成。你也可以设计一些是/否的问题进行问卷调查，与你头脑中蓝图的关键要素联系起来，准确指出工作不力的责任人是谁。

关于机器本应如何运作，你头脑中的蓝图可能涉及两个步骤：哈里本应做到（1）及时完成任务，或者（2）若无法完成则向上提交。因此，你所要做的就是明确这两个步骤：（1）他及时完成任务了吗？是或否；答案如果为否，（2）他向上提交了吗？是或否。

就应该这样简单。当对话变得长篇大论、废话连篇，一方陷入对其作为的细节描述不能自拔时，这个办法就很管用。要记住：你有责任引导对话，得出准确、清晰的综合结论。

你还要综合评估一下，相关问题是否很重要，也就是说在同样情况下，能力相当的人是否也会犯同样的错误，或者说该问题是否属于典型症状，值得深入探究。不要过分关注罕见的事例或微不足道的问题——事无尽善、人无完人——但你不要忽视导致机器出现系统性问题的线索。

为什么事情没有朝预想的方向发展？就此你应当综合分析，追根溯源，判断相关责任人是否胜任，或者是否属于设计方面的问题。为了能够得出综合结论而非纠结于细节，你可以做到以下几点。

- 尽量用五步流程来梳理失败案例。在哪一步出了问题？每件事最终都能纳入这5个步骤。你应当具体问题具体分析，因此：

- 尽量把失败案例清楚地归纳成一个或某几个关键因素。提出是/否的问题：是不是责任人管理不善？对问题认识不正确？还是执行不力？

- 很重要的一点是，要问你自己这个问题：如果因素X在下次不出现，那就能避免不好的结果吗？通过这种方式，可以确保你把结果与原因有逻辑地联系起来。你可以这样想：如果修理工给你的汽车换个零件，就能把车修好吗？

- 如果问题的根源在于设计缺陷，不要就此打住。要问一问谁对设计缺陷承担责任，他们是否有能力改进设计。

问题的根源是否带有规律性？（是或否。）每个问题都可能属于一时差错，也可能是某些病根反复发作的结果，你需要确定是哪一种。换句话说，如果哈里因为依赖别人而未能完成任务：

- 是不是哈里总是依赖别人的毛病？
- 如果是，这项工作需要他依赖别人完成吗？
- 哈里的失败是源于培训不够还是能力不足？

在此情况下，员工或机器如何改进？根据需要，要确保已经找到解决问题的短期方案。要确定长期解决方案的步骤，确定谁来负责执行。具体来说：

- 是否有些职责需要分配或进一步澄清？
- 是否需要重新对机器进行设计？
- 是否要对某些员工的岗位匹配度进行重新评估？

例如，如果你已经形成以下结论：（1）问题带有一定规律性；（2）责任人未能符合工作要求；（3）原因在于责任人能力有所缺失（而非培训不够），此时你就能对最重要的问题给出答案：责任人能力不够，需要调离岗位。

以下原则进一步具体阐述了如何做好诊断。

a.问自己：“还有人能以别的方式完成这个工作吗？”我经常听到人们抱怨某个结果，而不是去了解导致该结果的机器是否有问题。在很多情况下，此类抱怨多来自那些看问题总爱看负面不看正面的人，他们不了解责任人在做出决定时是如何权衡利弊的。既然所有问题都是

人和设计的问题，问自己“还有人能以别的方式完成这个工作吗”这样的问题就能把你导向正确的思考方向，使未来不再出现此类问题（而非仅仅抱怨）。

b.找出五步流程中的哪一步出了问题。如果某个人总是失败，那一定是因为缺乏训练或能力不行。到底是哪一种呢？他在哪一步出了问题呢？不同步骤需要的能力是不一样的，如果能确定他缺失的是哪种能力，你就朝着确诊方向大大地前进了一步。

c.找出哪些原则被违反了。找出哪些工作原则适用于眼前的失败案例，重温这些原则，看看它们是否会有帮助。考虑哪些原则最适于处理类似问题。这不仅仅有助于解决当下的问题，还能帮助你解决其他类似问题。

d.避免“事后诸葛亮”。评价过去一项决策的好坏，不要根据现在新得知的情况，而要根据决策时能够合理了解的情况。每个决策都有利有弊，你不能不考虑当时情境就对过去的决定妄加判断。你要问自己：“在那种情境下，具备一定素质的人会了解什么和做什么？”同时，还应当深入了解做出决定的人（他们的思维方式是什么，他们是什么类型的人，他们从中学到了什么吗，等等）。

e.不要把某人所处环境的优劣与其应对方法的优劣混为一谈。这两者的好坏很容易混在一起无法分辨。这种问题在从事创新业务、发展速度快而问题尚未充分暴露的公司中尤为普遍。

我一直认为桥水“在很差的环境中努力创造佳绩”。近40年来，我们持续创造着不平凡的业绩，但同时也在挣扎着应对大量的问题。在不好的环境中，很容易因为情况太差而灰心丧气。但是真正的挑战在于，要能看到，正是这些糟糕的环境激发了长期的成功，要认识到这些不利情景对促使我们不断改进创新是不可或缺的。

f.要认识到这样的事实，别人不知道怎么做，并不意味着你就能知道怎么做。挑毛病是一回事，而给出诊断意见和有水平的解决方案是另一回事。如前所述，在检测某个人是否善于解决问题时，要看：（1）他能够逻辑清晰地表达出如何处理相关问题；（2）他曾经在过去成功解决过类似问题。

g.问题的根源不是一次行动而是一个原因。解释问题的根源时，通常用形容词而不是动词来描述，所以要多问“为什么”来寻求问题的本质原因。大部分事情做成或没做成的原因是有人决定按某种方式做或者不做，因此多数问题的根源可以追溯到行事具有特定规律的具体的人身上。当然，即使是可信度高的人偶尔也会出错，如果是这样，是情有可原的。但是如果问题能归结到某人身上，你必须问为什么此人会犯错——你必须准确诊断一个人的错误，如同准确诊断机器某个部件的故障一样。

一个发现问题根源的过程会经历如下对话：

问题的原因是程序设计不好。

为什么说程序设计不好？

因为哈里的程序设计不好。

哈里的设计为什么不好？

因为他没有经过良好的培训，并且他赶工。

为什么没有经过良好的培训？

他的管理者知道他没有经过良好培训却还让他做这份工作吗？还是他的管理者也不知道？

要考虑所问的问题多大程度上涉及个人隐私。不要仅仅停留在问“因为哈里的程序设计不好”，你必须深入探究以便了解员工和/或设计在什么样的情况下导致了失败。这对于诊断人和责任人都不容易，常常会导致人们提出各种各样不相干的细节。人们通常会故意把局面搅乱来掩饰自己的错误，对此你要保持警惕。

h.为了分清楚哪些是人手不足的问题，哪些是能力不够的问题，要考虑如果在特定岗位上人手充足会把工作做得如何。回顾一下，在类似岗位拥有足够人手时，他们曾经做得怎么样。如果还是出现过此类问题，那就说明这很可能是能力问题。

i.要记住管理者通常出于以下5个原因之一（或更多）而失败或未能达成目标。

1. 他们离问题太远。
2. 他们在辨别低素质、低质量方面能力欠缺。
3. 他们已经感受不到问题的严重性，因为他们对问题已经习惯了。
4. 他们对工作太自负（或自我意识过强），不愿意承认解决不了自己的问题。
5. 他们对承认失败的不利后果感到害怕。

12.2 通过持续诊断来保持综合判断的与时俱进

如果你在严重负面情况发生时不做深入分析，你就无法了解其属于什么性质的症状，随时间发生了什么样的变化——是有所改善了，还是更加严重了。

12.3 诊断应当有成果

否则诊断就没有意义。至少，诊断结果应形成对问题根源的理论解释，并明确还应搜集哪些信息来发现更多的线索。最好是能直接形成解决问题的计划或设计方案。

a. 如果让同样的人做同样的事，会产生同样的结果。按照爱因斯坦的说法，疯狂就是重复做同一件事却期待不同的结果。别落入这种陷阱，因为你很难走出来。

12.4 使用如下的“深挖”技巧，对出现问题的部门或下级部门形成一个基于80/20法则的印象

深挖是指深入了解一个部门或领域的问题根源，进而制订计划使其改进。深挖不同于诊断，是一种广泛了解、深入探究的方式。它的作用不在于揭示每个问题的原因，而是要揭示造成80%不良后果的20%左右的问题。深挖有两个步骤，之后的步骤是制订和执行。如果操作得当，两个步骤的深挖可以在大约4小时内完成。深挖要分别、独立进行，这点很重要，防止同时朝多个方向进行。我来带着你过一遍深挖的流程，对每个步骤提供一些指导和案例。

第一步：列举问题。快速列出核心问题。要很具体，因为这是有

效找出解决方案的唯一方式。不要泛泛使用“我们”或“他们”一类的集合名词。要把遇到问题的人的名字点出来。

- 让接受调查部门的相关员工都参与深挖。你会得益于他们对事物的观察，也有助于激发他们对解决问题的责任心。
- 不要过分关注罕见的事例或微不足道的问题——事无尽善、人无完人——但要确保相关症状不属于机器方面的系统性问题。
- 不要着急给出解决方案。在这个阶段仅限于列出问题。

第二步：找出问题的根源。对每个问题，要找出导致问题的行为背后的深层次原因。很多问题都是由以下两个原因之一造成的：
(1) 不清楚谁是责任人；(2) 责任人没有很好地履行职责。

你必须分清楚哪些是近似原因，哪些是本质原因。近似原因是导致问题发生的理由或行为。当你开始描述这些理由或行为背后的因素时，你就越来越接近本质原因了。

为了找出问题的根源，要持续问“为什么”，举例如下：

问题：

团队持续加班加点，已经到了崩溃的边缘。

为什么？

因为我们没有足够人手来完成交办给团队的任务。

为什么？

因为我们接受这个新职责时，没有给我们增加人手。

为什么？

因为在接受这项任务前，管理者并不知道工作量有多大。

为什么？

因为管理者在预计问题和制订计划方面能力不行（问题的根源）。

不要把相关人员排除在深挖程序之外，否则你会听不到他们的观点，剥夺他们的参与权，也会降低他们的责任意识。同时，要记住面对调查人们往往会有些抵触，而不是主动自我剖析。作为管理者，你的责任是揭示真相、实现优异业绩，而不是博取别人欢心。例如，正确的做法可能是要解雇某些人，换上一些更有能力的人，否则就是在让目前这些人从事他们不愿意干的工作。每个人的目标必须是得出最佳的答案，而不是让更多人开心的答案。

你可能会发现在第一步找出的多个问题都具有相同的根源。由于你是在进行快速的深挖，对根源的诊断可能只是暂时性的——主要是对一些需要关注问题的警示信号。

第二步完成后，要稍息片刻回顾一下，然后着手制订计划。

第三步：制订计划。不要受团队的影响，要制订直指问题根源的行动计划。制订计划犹如写作电影脚本，你应当设想随着剧情发展由谁来扮演什么角色，以最终实现目标。在制订计划时，要反复掂量各种情形，从成本和风险角度权衡实现目标的可能性。计划中要包括具体任务、成果、责任人、跟踪考核指标、时间表。要让关键员工全面参与讨论计划。计划不一定要征得每个人的同意，但责任人和其他关键员工必须对计划达成共识。

第四步：执行计划。执行经各方同意的计划，以公开透明的方式跟踪计划的进展。至少按月报告迄今为止的计划进展和实际进展，以及未来一段时期的预计进展。要让员工对成功、及时完成任务负有责任，并予以公开。可根据现实需要对计划做必要的调整。

12.5 诊断是实现进步和建立良好人际关系的基础

如果你和同事秉持开放心态进行高质量的互动，你们不仅会找到更好的解决方案，还会更好地了解对方。这对你来说是了解员工、帮助其成长的机会，反过来他们也了解你、帮助你成长。

在你成功地诊断出阻碍你达成目标的问题后，你需要设计出解决问题的路径，而设计应建立在对问题深入和精准理解的基础之上（因此诊断至关重要）。对我来说，一种出于本能的反应就是盯住问题不放，把问题带来的痛苦转变为激励创意的动力。

这就是负责客户服务的投资分析团队——特别是如今的桥水联合CEO、时任客户服务部负责人的戴维·麦考米克所经历的情况。根据诊断的结论，他迅速设计改进方案并付诸实施。他开除了那些导致公司标准下滑的人，对拟推行的新制度进行了深入研讨，把合适的人安排在合适的岗位。在遴选客户服务分析方面的责任人时，他挑了我们的一位具有极高工作标准的顶级投资分析师（这个人对工作标准下滑的情况直言不讳），还为这位分析师配备了一位经验丰富的管理者，后者知晓如何制定正确的工作流程，并确保想要做的事情能够按照计划推进。

但这还不是全部。在推出设计的时候，还要用一些时间周详思考，确保你能从最高层面来审视问题。戴维知道，仅仅从该部门的某个方面看问题是不对的，因为此处的质量下滑问题还可能在别的地方再冒出来。他需要以创新思维来提出设计的改进方案，以便在整个部门营造出一种全面覆盖、经久不息的追求卓越的氛围。所以，他发明了“质量日”方法：一年召开两次会议，让客户服务部的员工做模拟演示和工作介绍，并相互评价，直接给出反馈意见。更重要的是，这种会议为大家提供了一个回顾、评价质量控制过程是否满意的机会——在此过程中，让一些要求严格、有独立想法的思想家来提供批评意见，把工作流程往好的方向修正。

当然，戴维关于改造该部门的计划还有很多其他细节。重要的问题在于如何把心目中高层次的要求扩展为细化的规定和计划。只有在头脑中先设计好蓝图，才可能把具体要求再填充进去。你的任务就是提出这些具体内容，先写下来，以免忘记。

最好的设计来自对实际已发生问题的充分反思，而在你刚开始做一件事时，你通常会把设计建立在假想问题而非实际问题之上。因此，系统地跟踪梳理过往的问题（通过问题日志）和员工的表现（通过集点器）是很有帮助的。你不必去猜测哪些方面可能会出现什么问题，你只要观察之前你自己和别人“击中棒球”的历史数据即可，便可理解并设计改进，而无须从头再来。

我认识的最有天赋的设计者，是那些在思考规划方面能做到与时俱进的人，他们广泛搜集关于各个小团队和整个公司员工的表现，准确地预测各种结果。他们非常擅长设计和系统化分析。因此，我在本条提出一个高于一切的原则：设计你的机器并使之系统化。在此过程中，创意和个性仍十分重要，因为要想通过改进设计来规避最严重的问题是件很难的事，你需要从解决问题的最初想法入手，并有意愿采取艰难的抉择（尤其是涉及人事，以及安排谁来做什么工作）。

以下原则针对如何做好设计进行了深入研究。

13.1 建造你的机器

如果你仅仅集中精力于手头的每件任务或案例，就会受困于逐一应对的局面。相反，你应该更多考虑自己在做什么样的事情及其原因，从手头的事例中提炼出相关的原则，把流程系统化，从而相当于建造出一部机器。与完成手头的任务相比，建造机器要花费大约两倍的时间，但是一切终有回报，机器可以通过学习和提炼经验使得未来的工作更加有效。

13.2 把原则和落实原则的方法系统化

如果你有一些好的原则，能够指导你把价值观落实到日常经营决策之中，但如果你没能把它们系统化从而无法有规律地实施，其作用就微乎其微。一定要把你认为最重要的原则变成行为习惯，并帮助别人也这样做。桥水就有这样的文化，我们还设计了一些工具加以推行。

a. 认真思考你做决策所依据的标准，据此建造优秀的决策机器。

任何时候做出投资决策，我都会三思而后行，并考虑应该秉持什么原则。我问自己在那种情况下应怎么处理，并把行事原则记录下来，然

后再把它程序化。对于管理我也是这样做的，我已经养成了做任何决定都按此操作的习惯。

程序化能保证让原则始终如一地发挥作用。我相信，系统化的、有证据支撑的决策将会大大提升管理的质量。如果管理者在处理信息时往往使用未经过深思熟虑的标准，并被个人情绪喜好所左右，这就难以产生最优的决策。想象一下，依据高质量的决策原则/标准，用机器对高质量数据进行处理会产生什么效果，就好比车载GPS，其作用无法估量，无论你是否遵循它给出的行车建议。我相信这些工具会在未来成为不可或缺的工具，在我写作本书之时，距离网上出现此类工具应该已经不远了。

13.3 好的计划应该像一部电影脚本

你对于场景的设计想象越生动丰富，演出效果就越能符合你的计划要求。要考虑好，谁在何时做什么能产生什么结果。这就是你在头脑中为机器设计的蓝图。有些人擅长想象和设计，有些人则不然。要准确评价你自己和他人是否具备这种能力，以便启用最有能力的人去设计方案。

a.让自己一段时间置身于“痛苦的位置”，更深入地理解你为了什么而设计。通过字面或亲身体验（借助阅读报告、职位描述等），暂时把自己放进工作流程中，以更好了解你将要处理的事务，你就能够把学习和经历应用到设计上，并对机器进行合理的改进。

b.设想其他可能的备选机器及其运行的结果，然后做出选择。优秀的设计师能以各种方式反复对机器及其运行结果展开设想。首先想象一下，哈里、拉里和莎莉如何利用各种工具和办法，采用适当的奖惩措施来实现这些目标。然后，再想象一下，如果用乔治来替换哈里等，或者改变其他配置方式，考虑清楚产品、人员和资金在每个月（或每个季度）在每个情景下会有什么变化，再做选择。

c.不仅要考虑第一轮的后果，更要考虑第二、第三轮的后果。第一轮的后果可能是你想要的，而第二、第三轮的后果可能正好相反。因此只关注第一轮的后果——人们都有此倾向——可能导致不好的后果。举个例子，如果你问我想不想取消雨天，我可能会说好的，如果我不考虑第二、第三轮后果的话。

d.定期召开会议，让公司像瑞士钟表一样精准运行。定期召开会议能提高效率，确保重要的交流互动和未来规划不被忽略，也能消除不必要的低效协调，改进运营效率（因为重复能够起到精益求精的效果）。把会议议程标准化，在每次会上征集对同样的问题的反馈（例如，问会议进行得是否高效）会有很好的作用，针对不经常发生的事情召开非标准化的会议也有帮助（例如按季审查预算）。

e.一部好的机器要考虑人可能并不完美这一因素。在设计时，要确保机器即便在员工出错的情况下也能产生好的结果。

13.4 设计是一个循环往复的过程，在不满意的“现在”与美好的“未来”之间有一个“不断努力”的阶段

“不断努力”的阶段包括检验各种流程和人员，看看哪些做得好、哪些做得不好，在不断重复中学习，逐步实现理想的系统化设计。即使你心中对未来设计有很好的愿景，但实现美好的“未来”必然要经历犯错误和学习提高的过程。

人们经常对此类重复过程有所抱怨，因为现实情况是，人往往享受无所事事的快乐，而不愿意有不完美的感觉，即便接受不完美事物更符合逻辑事实。这类想法是不对的，不要被其转移注意力。

a.懂得“清洗风暴”的力量。清洗风暴是罕见的自然奇观，能荡涤所有在正常情况下过度生长的生物。这类风暴对森林的健康成长有好处，如果没有这种风暴，就会长出很多弱小的树木，其过度生长会扼杀其他生物的生长空间。对公司而言，此类风暴也是有益的。经历一些困难时期能够使公司瘦身，让能力最强、最重要的员工（或公司）存留下来，这个过程不可避免也很有帮助，即便在当时看上去有些可怕。

13.5 在设计组织结构时，要围绕目标而不是围绕任务

给每个部门赋予一个清晰的工作重点，并配置必要的资源以利于实现目标，这使得针对资源配置所做的诊断变得简单直接，还能够避免角色错位。举个这方面的例子，我们有一个营销部（目标是做市场推广），还有一个客户服务部（目标是服务客户），两个部门所做的工作类似，把它们合并起来也许会有一些好处，但是营销和客户服务是两个不同的目标。如果把这两个部门合并，则部门管理者、营销人员、客户

顾问、分析员和其他人员就会收发相互矛盾的反馈。如果问为什么客户服务质量相对下降了，人们会回答：“上头鼓励我们提高销售业绩。”如果问为什么没能提高销售业绩，合并后的部门可能解释说，他们需要多为客户服务。

a.自上而下地建设组织。一个组织与一幢大楼正好相反：组织的基础位于顶端。因此，必须先招聘管理者，再招聘管理者的下属。管理者能帮助设计机器，挑选人员来补充各个岗位。部门的负责人既要有战略性思维，又要能从事日常管理。如果他们无法预计将要发生的事，日常管理就会危机频发。

b.每个人都必须由一位具有可信度的、奉行高标准的人来监督。

缺乏严格的监督，就可能导致质量控制不到位、培训不足、对优异业绩缺乏认可。不要盲目地相信人们自然地能把工作做好。

c.金字塔塔尖上的人应当有管理直接下属的技能和专注力，并对下属的工作有深入理解。几年前，在桥水，有人曾建议让技术部门主管来同时管理后勤部（由负责楼宇、餐食、办公用品等设施的人员组成），因为技术和后勤两个功能有所重叠（计算机也属于设施，也涉及用电等），但让负责杂务、餐食的人员向技术部门主管汇报是不恰当的，让技术人员向负责后勤的人汇报也同样不合适。这些职能虽然从广义上讲都属于“后勤”，但工作性质完全不同，要求的工作技能也不同。还有一个类似的例子，我们曾讨论把负责客户协议的部门与另外一个负责对手方合同的部门合并，归由一位管理者来领导。那种想法是错误的，因为与客户签合同所需的技能完全不同于与对手方签合同所需的技能。把这两个部门混合到一个笼统的“签合同”名下是不对的，因为这两个部门分别需要不同的知识和技能。

d.在设计组织时，运用五步流程是通往成功的捷径，不同员工能在不同步骤发挥良好作用。要按照人的不同秉性把人分配到不同的步骤里。

例如，有大局观的人应去负责制定目标；擅长“品尝汤的味道”的人应去负责识别问题，并不能容忍问题存在；逻辑思维强、不畏惧质询他

人的侦探式人物应该去做诊断；有丰富想象力的策划者应负责方案的设计和改进；值得信赖的能手应该确保把计划执行好。当然，有些人擅长上述一种以上的本领，一般而言能把两类或三类事情都做得很好，但几乎没有人能把所有事情办好。一个团队应该具备所有上述能力，并知道谁负责哪个步骤的工作。

e. 不要让一个机构去适应员工。管理者通常假设机构里的员工是给定的，并努力让机构去适应这些员工，这是个落伍的想法。相反，管理者应该假设机构是最好的，然后确保找到最合适的员工。要根据工作要求来设计工作岗位，而不是基于员工想做什么或者有哪些人可用。你总是可以从外部找到适合特定岗位的最优秀的员工。先要设计出最好的工作流程，然后画出组织架构草图，并设想各部分如何协作，明确每个岗位的人员资格要求。只有在这些事情做好后，才能去招聘适合的人员。

f. 要考虑机构的规模多大为宜。你订立的目标规模必须能确保有足够的资源支撑，例如，一个机构可能不必大到必须分设营销部门和负责客户投资分析的团队。桥水从最初的人人全能的单一细胞公司成功地发展成多层架构的企业，这是因为我们在成长壮大过程中保持了集中精力、提高效率的能力。

临时分担和轮换资源是可以的，但与职责混同是两回事。另一方面，随着人员数量增加和/或复杂程度的提升，机构的效率会有所降低，所以要尽量保持架构简单。机构规模越大，信息科技管理和跨部门沟通就越重要。

g. 按照“万有引力”定律，以最合乎逻辑的办法来划分业务部门及其下属部门。一些部门之间很自然地拥有更紧密的联系。这种“万有引力”可能是因为有共同的目标，共同的责任或共同的技能要求、工作流程、物理位置等。如果不考虑这些部门之间的引力而强制推行你设计的部门架构就会导致低效。

h. 让各部门尽可能自给自足，以便控制所需的资源。我们这样做是不希望形成一种官僚作风，迫使各部门竞相从某个没有自身工作重点的资源池争夺资源。

i. 为保证联络和沟通顺利，高级管理人员与基层管理人员的

比例、基层管理人员与其直接下属的比例应当控制在一定范围。一般来说，这个比例不应超过1：10，最好在1：5左右。当然，比例合不合适是变化的，它取决于直接下属的人数、工作的复杂程度、管理者同时管理多人或多个项目的的能力。一个有效机构的规模，受制于该机构从上到下的层级数量，以及管理者与直接下属的比例。

j.在设计中要考虑继任计划和培训安排。我要是能在早期职业生涯中考虑到这个问题就好了。为了确保你的公司有持续良好的业绩，你需要建造一台“永动机”，即便你不在也能很好运转。这不仅仅涉及你自己的退休安排，也涉及怎样遴选、培训和管理接班的新管理层，最重要的是，要把文化和价值观传承下去。

这方面我见到的最好的办法来自通用电气、3G资本，它们构建了一种金字塔式的“接班通道”，在其中，下一代领导人与当前的领导人一起思考、一起做决策，在学习锻炼的过程中接受考验。

k.不要仅盯着你自己的工作，还要关注如果你不在场，工作会如何开展。我在本书前面提到过关键人物风险，最适用于描述那些职责非常广的人，特别是机构的领导者。如果是你，你应当授权你的继任者干一段时间你的工作，接受评判和考验。相关工作情况应当书面记录下来，以便万一你遇到车祸时，能够参阅。如果机构的所有关键人物都能做到，你就有了强大的“后备军团”，或者至少明白了机构的脆弱性，需要制订应对预案。记得我说过，一个类似忍者的管理者要能够停下来看看风景，也就是说要成为一个乐队演奏家。如果你总是能招聘到跟你一样优秀或比你优秀的人，你就能把自己从工作中解放出来做些其他事情，构建你的接班通道。

另外，思考谁来接你的班也是一个启发、高产的经历。除了考虑你自己的工作状况、琢磨哪些人适合、哪些人不适合，你还会思索怎么安排你手下最出色的人，可能还要创造出某些新职位。既然你让他们在不受你干预的情况下完成你的工作，借以检验他们的能力，你还要有动力在检验他们之前为其提供合适的培训。当然，压力测试会帮助你了解、适应情况，也能发挥好作用。

l.为确保正确完成关键任务，宁要“做两遍”而不要“二次确认”。二次确认的错误率比做两遍的错误率高。做两遍指的是让两个不

同的人各自独立完成同一项任务，产生两个互不相关的结果。这不仅可以确保产生更好的答案，也能让你了解到他们的行为和能力的差别。我在公司的关键领域，例如财务部（涉及大量资金，可能存在风险）实行了“做两遍”策略。

考虑到只有审计师本人知识经验丰富，才有可能进行有效的审计，要确保让能够胜任“做两遍”的人去进行二次确认。如果负责二次确认的人自己都不会从事某项业务，他怎么可能准确地做出评价呢？

m. 使用顾问要明智，防止过度依赖顾问。有时候，为了更好地进行设计，你需要雇请外部顾问，你可以由此获得所需的大量专业技能来解决某个问题。当你把任务外包时，你就不必担心管理的问题，这是个实实在在的优势。如果某个职位不是全职的，且需要高度专业化的知识，我宁愿交给顾问或外部人。

但同时，你需要当心不要太过频繁地雇用顾问来完成本该由员工承担的工作。这会使你迟早付出代价，也不利于维护你公司的文化。你还要确保不要让顾问换种方式做事。他们几乎肯定还要按照自己惯常的方法行事，他们的老板也会要求他们这样做。

在评估是否需要聘请外部顾问时，要考虑以下因素：

1. 质量控制。如果是你的员工从事相关工作，你要对其工作质量负责。但如果为你做事的人来自另一家公司，你就要依赖对方的工作标准，因此要知道对方的工作标准高不高，或者是否比本公司的标准更高。

2. 经济上是否划算。如果相关工作需要一名全职人员，肯定是一个岗位招一个人更加节约开支。每天支付给顾问的费用累加起来要远远超过一个全职员工的工资。

3. 知识的体制化。长期在你公司工作的人，将会比外部人更能了解和认同你公司的文化。

4. 安全。让外部人从事相关工作将大大增加你公司的安全风险，尤其是在你看不到他们工作的时候（无法监督他们是否遵循适当的谨慎原则，例如不要把敏感文件放在办公桌上）。

你必须考虑是将工作外包，还是在内部培养工作人员。尽管临时工

和顾问有助于迅速解决问题，但不能培养公司的能力。

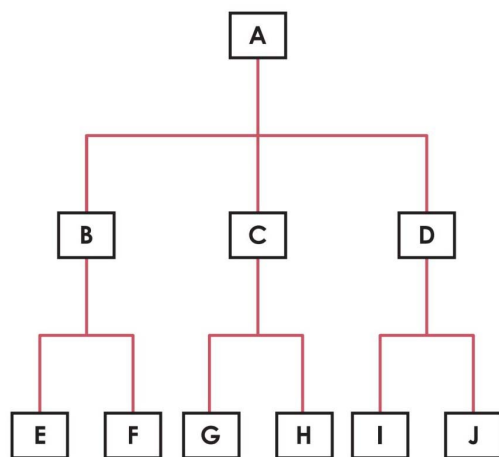
13.6 描绘一幅金字塔形的组织架构图，任何两条由塔顶向下连接塔底的线不应产生交叉

整个机构应该看起来像一系列金字塔，但要限制级别数量，使组织架构的层级最小化。

a.当遇到跨部门或跨附属部门的问题时，让金字塔交汇点上的人来处理。把组织架构图想象成一个金字塔，其中包含许多小金字塔。

当问题涉及的人不在金字塔的同一部分时，一般最好由金字塔中处于相关部门交汇点的共同上级介入，他拥有更全面的视角和相关的知识来权衡利弊，从而做出明智的决定。

b.不要替别的部门的人完成工作，也不要从其他部门抽人来做你工作，除非你征得该部门管理者的同意。如果大家对此有异议，要由金字塔中的上级解决。



c.防止“部门错位”。这是指支持部门的职责是提供支持，它们却误把自己的职责当成决定被支持的部门的工作应当如何做。这方面的例子有，后勤部误认为它们能决定配备什么设施。虽然支持部门应当知道被支持部门的工作目标，并就可能的选择向其提供反馈意见，但不应当由它们来决定业务部门的规划。

13.7 必要时可建立“护栏”，但最好不要有“护栏”

尽管你认为招聘到的人很适合你的设计，也还是会有些时候需要在他们周围建立“护栏”。人无完人，每个人有优点也有缺点，虽然你招人很挑剔，但是你还是不可能找到一个人满足你的所有期望。所以，要从高处俯视你的机器和你为相关岗位招的人，考虑在哪些地方还需要额外增加人手或制定流程，以确保每项工作做得很好。

要记住，建立“护栏”是为了帮助那些基本上能够把工作完成得不错的人——意在帮助能干的人做得更好，而不是帮助失败的人去努力达标。如果你想为不具备核心能力的人建立“护栏”，以帮助其完成工作，你最好还是解雇他就是了，应该再去找别的能力更强的人。

好的“护栏”一般体现为增加一个团队成员，他的能力可以弥补原先那个团队成员的短板。好的“护栏”关系应当很牢靠，但不要很僵化。最理想的情况就像两个人跳舞——他们实际上是在彼此推来推去，但相互之间交换了很多意见。当然，与其为某个员工寻找“护栏”，不如找到可独立做好工作的员工。应该向这个状态努力。

a.不要指望人们能意识到并消除自己的盲点。我经常发现人们形成错误的观点、做出不好的决策，尽管他们此前曾经犯过同样的错误，甚至他们都已经知道这样做不合逻辑而且有害无益。我曾经想过，如果他们意识到自己存在盲点，也许就可以避免掉落陷阱，实际却非如此。我很少听见有人说，因为自己不具备某个特定领域的能力而不宜提供意见。别指望人们能拯救自己，要主动为他们建立起“护栏”，或仅让他们从事某些工作，在这些岗位上，他们不可能就自己不懂的领域做出任何自己不应该做出的决策。

b.考虑“三叶草”式的设计。当你试图为一个工作找到优秀的责任人（这是最好的情况）而无法达成时，要任命2—3位可信度高、肯努力取得工作佳绩、不惧相互争辩并愿意在必要时把分歧向上提交的责任人。然后设计一种制度，让他们之间相互制衡。尽管这不是最优的模式，此类系统至少可以确保有很大的概率把问题甄别出来，以便进一步检查和解决。

13.8 保持战略规划不变，在环境允许的情况下可以进行适当的战术微调

自从成立以来，桥水的价值观和战略目标就没有变过（通过极度求真和极度透明，创造佳绩，从事有意义的工作，保持有意义的人际关系），但随着公司经过40多年从只有1人演变为有1 500名员工的大机构，公司的人员、系统、工具等都发生了变化，而且当年青一代取代年老一代，它们仍在持续变化中，但公司的价值观和战略目标不变。对家庭如此，对社区如此，对机构来说都可能做到。为了强化这种认识，最好继续强调传统和理性的作用，并确保让接班的领导者和整个公司的员工都受到价值观和战略目标的感化。

a. 不要让权宜之计超越战略目标。人们经常告诉我，他们无法处理好长期的战略问题，因为他们当前有太多紧要的事情需要应付。但是，在拖延的同时，匆匆做出一些临时的决定不啻自寻死路。高效的管理者会同时关注已经暴露的问题和尚未暴露的问题。他们经常感受到自己有被带向战略路径的倾向，因为他们恐怕自己无法达成最终目标，所以决定继续探索直至达成目标。尽管他们可能无法马上给出答案，也无法单凭一己之力得出结论，但通过创造力和意志力的结合，他们最终会回归到达成目标所需的向上轨迹。

b. 同时考虑大局和细节，理解二者之间的联系。要避免陷入不相关的细节中。你必须确定在每个层面哪些是重要的，哪些是不重要的。例如，假想一下你在设计一座房子。首先，你需要有个总体的蓝图：你的房子坐落在一片土地之上，你要想水从哪里引入，房子怎样连接电网等。然后你需要确定屋内有几个房间，门怎么开，在哪里开窗户等。设计图纸时，你需要把这些事统统考虑到并联系起来，但这并不意味着你需要亲自到实地去挑选门上用的合页。你只需知道要安装一个带合页的门以及在房子的哪个位置装这扇门即可。

13.9 保持适当的监控，让谎言没有可乘之机

不要假定员工都是在为了你而非其自身的利益奔忙。有的人一有机会就会欺骗，这种人的比例高得超出你的想象。很多人如果有机会选择公平待人和为自己谋取更多利益的话，都会选择为自己谋取更多利益。即使有一丝欺骗都是不可容忍的，因此你的快乐和成功取决于你能否实施适当的监控。在这方面我有过多次惨痛的教训。

a. 进行调查并让员工知道你将开展调查。进行调查并告知员工你将开展调查，别搞突然袭击。安全监控不应当被视为对个人诚信的怀

疑，这就像银行的柜员并不会因银行派人检查他抽屉里的钞票数量（而非仅仅相信柜员自己报的数量）就认为银行怀疑他不诚实。要向员工做出解释，让他们理解。

但是，即使最好的安全监控措施也不是万无一失的，因此（与很多其他美德一样），诚信是值得赞扬的美德。

b.要知道如果没有警察（审计人员），法律就毫无意义。审计人员应当向被审计部门以外的人汇报，审计程序也不应当向被审计单位透露。（这是我们极度透明的几个少数例外之一。）

c.当心橡皮图章。当某人的职责是查验和审计其他人所从事的巨额交易或其他业务时，就会存在橡皮图章的风险。一个风险特别高的例子是费用开支审批流于形式。要确保你有办法对审计人员进行审计。

d.按你的要求花钱的人在花钱上可能会大手大脚。这是因为（1）他们花的不是自己的钱；（2）很难知道正确的价格应该是多少。例如，某个员工提出要为咨询项目支付125 000美元，要想弄清楚市价是多少再商议一个更低的价格，会令人很不愉快，也比较麻烦和难做到。但是，同样是这个不愿意与咨询公司讨价还价的人，在雇人粉刷自己的房子时肯定会猛烈砍价。因此你需要进行合理的监控，或最好让公司的某个部门负责此类监控。你公司的支付对象有时是个人，有时是企业。只要有可能，尽量与企业打交道。

e.通过“杀鸡儆猴”阻止不良行为。不管你设计的监控多么小心，执行起来多么严格，有些恶人和非常粗心大意之辈还会弄出事端。所以，当你抓住那些违反规定和监控要求的人时，一定要让每个人都明了处理的结果。

13.10 报告路线和职责描述要尽可能清晰

这个要求适用于一个部门内部，也适用于部门之间。双重汇报会造成混乱，打乱优先级，使工作目标不清晰，模糊监督和问责关系，特别是听取汇报的人身处不同部门时。在需要双重汇报时，管理者应当知情。严禁不与其他部门的管理者协商而擅自调用该部门人员完成某项任务（除非该任务耗时在1小时左右）。但是，在一个部门或下属部门任命联合管理者对工作也有好处，只要两位管理者能达成共识，并能优势

互补。在这种情况下，如果联合管理者协调得当，双重汇报会有较好的效果。

a.不要根据头衔，而要根据工作流程设计和人员的能力分配职责。

这是因为某人负责人力资源、招聘、法务、编程等工作，并不一定意味着他适合做与这些岗位相关的一切工作。例如，虽然人力资源部门员工帮助招聘、解聘和安排薪酬福利，但是让他们决定招聘谁、解聘谁、给员工什么福利却是错误的。

b.要不断思考如何产生以小博大的杠杆效应。机构里的杠杆与市场上的杠杆不是一回事，要想办法用较少的资源获得更大的收获。在桥水，我一般在工作中运用50：1的杠杆，意思是说每当我用1个小时与下属讨论工作，他们都要花大约50个小时来推进相关项目。我们在讨论时，会整体把策划和可交付的成果过一遍，然后他们开始推进，然后我们来审查进展，之后他们根据我的反馈继续推进——我们就是这样周而复始地工作。我的下属与他们的下属之间也是这样工作的，尽管他们之间的用时比率一般处于10：1—20：1。我总是很希望看到员工像我一样努力工作（理想的情况是比我做得更好），这样就可以把我1个小时的产出最大化。

科技是实现杠杆效果的另一个了不起的工具。为了让培训事半功倍，要把最常见的问题和答案通过音频、视频或书面形式记录下来，指定专人整理装订成手册，并定期更新完善。

原则本身也是一种杠杆形式——可以提升对形势的理解和认识，这样你就不必每次遇到问题时都花费同样的精力。

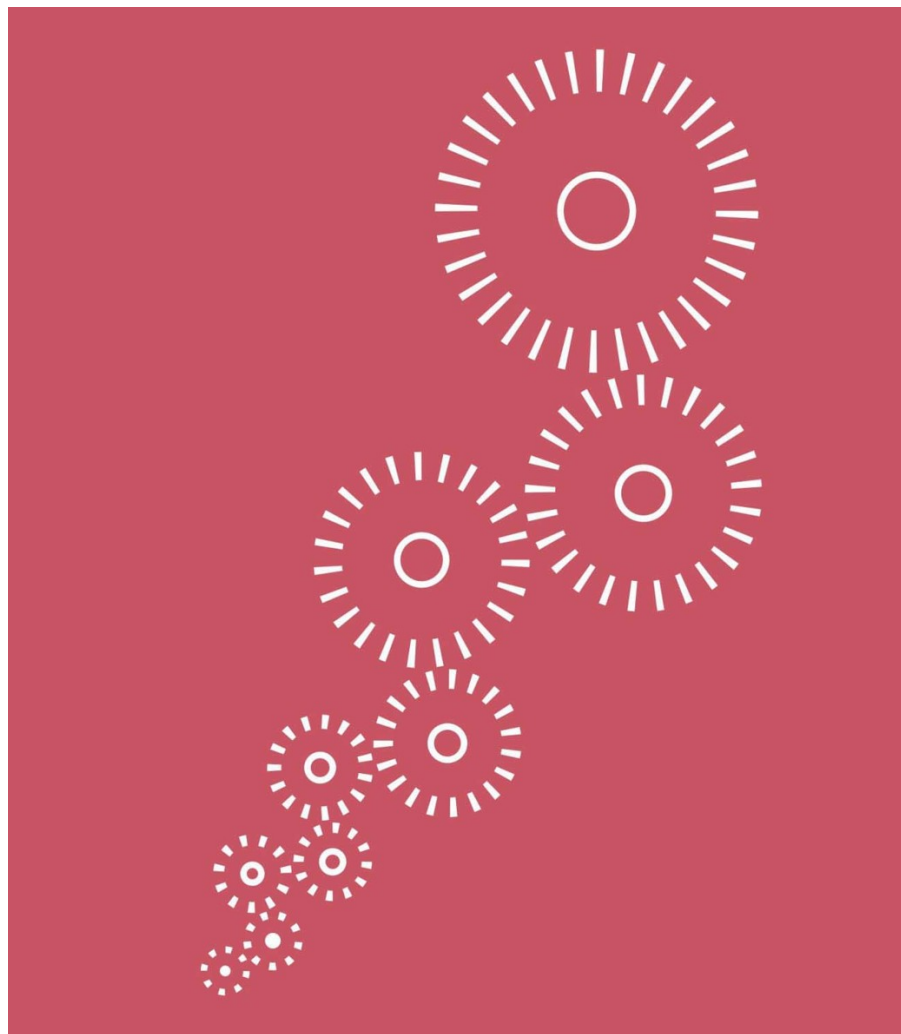
c.雇用少数聪明人才并赋予他们最好的技术手段，要远胜于雇用大量普通人并配给一般的技术。优秀人才和先进技术二者都能提高效率。在一部设计优良的机器中把二者结合起来将对机器有极大的改进作用。

d.使用助手来提高效率。杠杆助手是指那些能有效地将概念思维转化为实际效果，并能最大限度地将你的想法付诸实施的人。概念思维和管理所需的时间只有其实施过程时间的大约10%，因此，如果你拥有

优秀的助手，你就可以把更多的时间用到你认为重要的事情上去。

13.11 要知道几乎做每件事所花费的时间和资金都比你预期的要多

几乎没有一件事能够完全按计划进行，这是因为先前的计划并未考虑过失败的情况。我个人假定，每件事与计划相比实际都要花费1倍半的时间和1倍半的金钱，因为这是我所经历的典型情形。你的预期将取决于你及你管理的人员表现如何。



14 按既定计划行事

机构像个人一样，必须勇往直前才能获得成功——这是五步流程的第五步。

近期，我清理了一大堆20世纪80年代和90年代的工作文档，浏览了成箱成箱的研究报告。文件足足有几千页，很多上面都有我的潦草字迹，我发现那仅代表了我倾注的一小部分精力。在桥水40周年庆典上，我收到了我们出版的长达近万页的《桥水每日观察》。每份出版物都表达了我们对市场和经济的深入思考与研究。我还偶然发现了当初写的一部800页的手稿，后来因为太忙没来得及出版，还发现了其他数不清的致客户的备忘录、信件、研究报告以及本书的旧版本。我为什么做这些事？为什么大家为了达成目标如此努力工作？

根据我的所见所闻，我们这样做有不同的理由。对我个人来说，最主要的原因是我能想象出勇往直前所得到的回报，即使我还处于努力挣扎去获取成功的过程中，我就已感觉到成功带来的激动心情。同样，我也能想象出如果不勇往直前会有什么样的悲凉结局。我也被一种责任感推动着往前走。我经历过一段艰难的日子，辜负了我关心的那些人的期待，但那恰恰是我真实的一面。其他人的动力还包括对团队及其价值观的依恋。有人是希望得到承认，有人是希望得到金钱上的回报。所有这些都是完全可以接受的动力来源，都应该与文化相和谐并适应。

用什么办法把人聚在一起干事业是关键。很多人把这称为“领导力”。作为领导者，最需要做什么事来推动机构勇往直前去追寻成就呢？最重要的是，必须招到愿意为成功付出辛苦的员工。尽管一些才华横溢的新观点增添了很多亮色，但很多成功都来自一些日常平凡的事务，有时甚至是一些令人不快的经历，比如要找出且解决问题，在较长的一段时期艰难前行。我们的客户服务部就是这样一路走过来的。在问题初次暴露后的那些年里，该部门经过了大量残酷无情的整顿和努力，如今已成为桥水其他团队的榜样，而且我们的客户满意度也持续保持在很高的水平。具有很大讽刺意味的是，我们的客户竟然无一注意到我们在备忘

录中发现的问题。发给客户不符合我们标准的报告是件不好的事，让我欣慰的是我们及时改正了。但那是有可能造成更坏后果的，弄不好会使我们秉持卓越的声誉蒙上污点。一旦发生了，就很难再挽回客户的信任。

14.1 朝着令你和你机构振奋的目标去奋斗

.....要考虑怎样把任务与那些目标挂钩。如果你专注于目标，为达成目标感到兴奋不已，意识到为了达成目标而从事艰难的工作是不得已的，你就有了端正的态度和适当的动力。如果你对需要奋斗的目标根本提不起兴趣，就不要勉强。从我个人角度看，我喜欢策划一些令人激动和美好的事情，愿意把它们变成现实。策划这些事情带来的愉悦感和将其变为现实的渴求，让我得以度过生命中的艰难时刻，使梦想成真。

a.协调一致激励大家前行。管理层推动大家勇往直前追求成功，方式上可以更热烈一些，也可以更理智一些，可以用胡萝卜，也可以用大棒。尽管我们每个人为了各自的原因工作，激励整个团队向前还是有一些不同一般的挑战和优势。挑战主要在于需要协调，即在追求目标的理由和最佳方式上应求取共识。例如，你不会希望对某个团队的激励和奖赏与其他团队有显著不同（在同样情况下，一个团队得到高额奖金，而另一个没有得到），从而制造问题。优势主要体现在团队协作上，组建一个具备各种获得成功所需素质的团队要比招聘一个全能素质的人才容易得多。正如五步流程所示，在某个步骤上，一些人可能表现得非常优秀，但另一些人可能表现很糟糕。但当每个人都非常清楚彼此的强项和弱项时，这就不再成为问题，组建团队就是为了应对这样的现实情况。

b.别冲动，磨刀不误砍柴工。花足够的时间来设计一个行动计划。与将来执行计划所花费的时间相比，用于思考的时间微不足道，而且这些思考会使将来的执行更加有效。

c.寻找有创意、聪颖的解决方案。当人们面对棘手的问题或者任务过重时，通常会觉得应该更努力工作。然而，如果遇到有些事很难办、耗时过长、令人沮丧，还不如暂退一步，与大家讨论一下是否还有更好的应对方法。当然，很多需要完成的任务都要历经艰难跋涉的过

程，但通常都还有一些你没有注意到的更好的解决方案。

14.2 要意识到每个人都忙得不可开交

怎样尽可能做更多的事，这一直是个难解之谜。除了更努力、工作更长时间以外，还有三个办法解决这个问题：（1）通过优先排序或直接拒绝来减少工作量；（2）授权给合适的人去做；（3）提高工作效率。

有些人花了大量时间和精力却收效甚微，而另一些人却在同样时间里做了很多事。导致差别的，主要在于创造力、品性和智慧。创造力较强的人会发明出更高效的新方法（例如找能力强的人来做，采用好的技术或好的设计）。品性较好的人更善于应对所遇到的挑战和需求。更有智慧的人则能够保持平和的心态，站到更高的层次上审视自己以及所面临的挑战，合理地进行优先排序，做出符合现实的设计和理性的选择。

a. 不要灰心丧气。如果现在尚未遇到坏事，那就再等等，坏事迟早要上门，这就是现实。我的生活态度在于，问题总归会发生，对我来说最重要的是弄清楚如何应对，而不是花时间在那里抱怨慨叹并期待不要发生。丘吉尔说得一针见血：“成功就是从失败到失败，也依然热情不改。”你将会享受在成功与失败之间穿梭往复的过程，因为这将决定你的运行轨迹。

没有理由灰心丧气，因为你有那么多事情可以做，生活有那么多美好的瞬间可尽情品味。你应对各种问题的路径都体现在本书列举的原则当中，你自己还可以总结发现其他原则。如果你能进行创造性思考，具备应对困难的素质，就没有什么你做不到的事情。

14.3 使用检查清单

在给人员分配任务时，最好把各项任务记在检查清单上。把已完成的任务从清单上划掉，既可以作为任务的提醒，也可以作为完成任务的确认。

a. 不要把检查清单和个人责任相混淆。每个人都应当做好自己的所有工作，而不只是完成检查清单上的任务。

14.4 要留出时间休整

如果不停地工作，你会过度消耗自己导致逐渐熄火。在你的日程表里留出停工检修期，就像你会为其他事务留出时间处理。

14.5 鸣钟庆祝

当你和你的团队经过艰苦的努力成功地达成目标，庆祝吧！

仅凭文字是不够的。

这是我在观察人们为了自己的最大利益而努力奋斗的过程中得出的体会。我把原则与桥水的员工分享并进行了完善，几乎每个人都认为我们的优异工作业绩都与这些原则息息相关，都希望按照原则行事。但希望做和实际能够做到之间有很大区别。假定人们能够做到他们想要做的事，就相当于假定认识到减肥有益于健康的人一下子就能把他的体重减下去了。除非建立好的习惯，否则成功不会降临。对于一个机构来说，成功要得益于工具和行为准则的帮助。

花一分钟想想，这个道理对你阅读本书或者任何书有何帮助。你读过多少本关于奉劝你改变行为的书，而你也希望改变但最终未能改变？如果没有工具和计划的帮助，你觉得通过阅读本书你能改变多少？我猜的是几乎没什么改变。正如你不可能通过读读书就能学到很多本领（如何骑自行车、讲一种外语等），如果不实践，就基本不可能把行为改过来。这也是我计划制定一些工具并公之于众的原因，相关内容在本书附录中有介绍。

15.1 把系统化的原则嵌入工具对践行创意择优具有特别重要的价值

这是由于创意择优需要按照已达成共识的原则来操作，并且应当以事实为基础进行平等的讨论，而不是简单地服从CEO及副手给出的不容置疑且随心所欲的命令。领导者不应凌驾于原则之上，他们应是经过评价、遴选而确定的，如果需要的话，还能基于规则在尊重事实的基础上被替换掉，其地位与机构里的其他人相比没有差别。与其他人一样，他们的强项和弱点都被考虑在内。这时，搜集关于所有人的客观数据至关重要。而你还需要适宜的工具把数据转换成大家都认同的决策。进一步讲，通过这些工具，人和系统作为一种共生关系可以相互促进。

a. 为了促进真正的行为改变，必须内化学习或养成习惯。幸

亏有技术的存在，使得内化学习在今天变得比以书本为载体的过去更加容易。别误解我，书是一项强大的发明。约翰内斯·古腾堡的印刷所让知识扩散变得容易，使人们可以相互学习长进。但是，经验学习具有更强大的力量。既然科技使得经验/虚拟学习变得如此简单，我相信我们即将面临一次新的学习方式和质量的提升，其重要意义不亚于古腾堡当年的贡献。

长时间以来，我们一直在桥水努力推行内化学习，我们的做法已经过了多年的演变。由于每次会议我们都录音、录像，我们能够制作一些虚拟案例教学，便于让每个人都参与讨论而不必实际出席会议。人们能感受到会议的氛围，然后暂停案例介绍，问他们对正在讨论的问题有什么想法。在有些情况下，他们在观看讨论的过程中就实时提供了反馈意见。他们的意见也被记录下来，并通过专家系统与其他人的意见进行比较，使我们都更加了解我们的思维方式。有助于这个信息，我们能够让他们的学习和工作任务与其思维方式更加契合。

这仅是我们制作用于帮助人们学习和实践原则的一系列工具和计划中的一个例子。

b.利用工具搜集数据，经过处理形成结论和行动。设想一下公司里几乎所有重要的事情都能以数据形式记录下来，你可以设计一些算法引导计算机运行，就像指导别人工作一样，对数据进行分析，并按照你的方式加以运用。通过这种方式，你和代表你的计算机就可以记录每个人的信息，观察所有人的行为，根据每个人的特点提供个性化的指导，这如同GPS，掌握了所有的交通规则和路线，为你提供导航服务。你不必要求大家必须遵循计算机的指导，当然你也可以这样要求。一般而言，系统的作用就像一个教练。教练要了解队员的情况：搜集关于队员行为的数据，当队员表现很好或表现不佳，就成为有用信息，可作为完善下一步工作的参考。因为每个人都了解算法背后的思想，大家就能对其逻辑性、公平性进行评估，并参与其中，共同行动。

c.把原则阐述清楚，运用各种工具和行为准则来推进实施，形成信任、公平的氛围，使任何结论都可以通过跟踪其背后的逻辑和数据来加以评估。一些被判定为低效的员工会为自己辩解，认为判断有误，这种情况在所有机构都很常见。此时，运用基于数据和规则、标准明确的系统，就可以让辩解者哑口无言，展示系统的公平性。

尽管系统不可能做到完美，但与大权在握的个人用强权进行不甚具体、不太公开的决策相比，它毕竟降低了判断的随意性，也更容易检验出判断是否存在偏见。我心目中理想的情况是，建立这样一个程序，每个人都可以为正确决策提供一些标准，再合理指定一些（具有可信度的）人对这些建议的标准进行评估和选取。如果人们能在开放心态与果断决策之间取得良好的平衡，明白他们是否在某些决策上具有可信度，那么针对员工评价和管理标准进行的公开讨论，将会发挥强大的作用，能够促进创意择优的形成和深化。

我们为此目的而设计的工具还比较初级，尚在努力进行完善，以使我们的员工管理系统能像投资管理系统一样高效运转。

我们运用基于实证的方法对员工进行了解、指导、筛选的系统，尽管并不完美，但比很多机构那些随意、主观的管理系统要有效得多。我相信，随着技术的发展演进，很多机构都会被迫转向把人的思想和计算机智能很好结合的系统，以便把工作原则形成算法，大幅提升决策的质量。

在附录部分，我详细描述了一些为创意择优提供支撑并强化员工一致实施的工具和行为准则。这些工具的推出是为了帮助我们实现以下目标：（1）了解员工的状态；（2）分享员工的状态信息；（3）提供个性化的培训和发展方案；（4）提供具体情况下的指导和监督；（5）帮助管理者基于员工的能力和工作要求，在用人上各尽其才，或者解聘员工。

你的公司若要推行创意择优，你不一定也要使用与桥水一样的工具和行为准则，但是你应该想办法在公司推行该机制所需的内化学习。桥水的方法已经发展演进了很久，而你的方法不必过于花哨或太强调自动化。例如，设计一张表格或一个模板，指导公司员工按所要求的步骤来管理工作或执行程序，产生的效果就会优于靠员工自己硬记或推算出的效果。

如何使用工具和行为准则由你自己决定。我在这里想表达的主要意思就是说它们很重要。

千万别忽视了公司治理

如果你的公司没有好的治理，我之前说的这么多事情就都不会起作用。治理是一套监督系统，能够把表现不佳的员工、运行不利的流程清除掉。这是一个制衡的程序，能够确保公司的原则和总体的利益总是置于个人或少部分人的利益之上。因为权力能产生统治力量，所以权力必须被交到身处关键岗位、能力强的人手中，他们必须拥有正确的价值观，擅长本职工作，能够对别人的权力进行合理制衡。

直至我卸任CEO之后，我才意识到此类治理的重要性，因为我自己是公司的主办人和创始人（也是投资经理），基本上都是按照自己认为最佳的方式行事。即便我根据需要建立起了对我自己的制衡机制——我在我本人之上成立了管理委员会，我需要向这个委员会报告，按我的持股情况，我还是有权决定一切的，但是我从未这样做过。一些人可能会说，我是一个仁慈的独裁者，因为我掌握着一切权力（全部的投票权），但我在行使权力时采用的是创意择优，因为我认为对整个公司好的事情对我们所有人来说都是最有利的，我自己的决定也需要接受二次确认。考虑到桥水的规模，我肯定没有建立起适合公司的治理体系。

例如，桥水没有设立董事会对CEO进行监督，没有内部监管机制，没有解决员工诉求的内部仲裁体系，没有强制措施体系，因为我们并不需要这些东西。在别人的帮助下，我只不过是创立了规则并强调执行，而其他任何人都都有权表达诉求甚至推翻我和他人的决定。我们订立的原则相当于美国早年13个州的《邦联条例》，我们的政策就像是公司的法律，但我从未建立一种像美国宪法或司法体系一类的正规操作规则，以用于强制实施和解决争端。因此，当我从CEO任上退下来，把权力交接给其他人时，大家对决策权产生了一些混乱认识。经与一些世界顶级的公司管理专家交换意见，我们基于这些原则构建了一个新的体系。但我仍希望表明，我不认为自己是公司治理的专家，因此不能像之前的原则那样保证以下管理原则都对，因为在写作本书时这些原则都还是新提出来的。

16.1 为了取得成功，所有机构都必须建立制衡机制

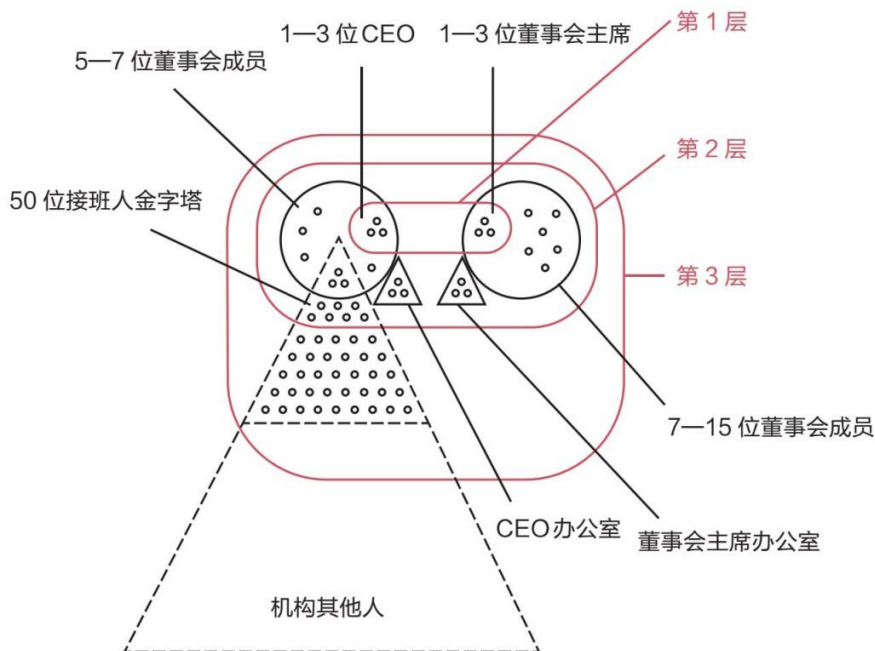
关于制约，我认为是指一些人对其他人的监督，确保其行为正常。关于平衡，我指的是做好权力的平衡。即便是最仁慈的领导者，也存在独裁的倾向。如果没有其他原因，也是因为他们管理着大量的员工，时间又有限，这就需要他们迅速做出大量艰难的选择。他们有时会对辩论失去耐心，而直接下达指令。还有大多数领导者并非那么与人为善，不能指望他们肯定能把机构利益放在个人利益之前。

a.即使在创意择优下，靠观点胜出也不是分派责任和权力的唯一决定因素。应有的既得利益也需要予以考虑。例如，公司的所有者毫无疑问会有自己的既得利益，而且可能与公司里那些由创意择优筛选出来的最具有可信度的人的既得利益存在冲突，但这并不意味着公司所有者应把公司的权力转给管理层。这种冲突必须解决。既然创意择优的目的是获得最佳结果，而所有者既有权利也有权力去加以评估，他们当然也会做出自己的决定——我的建议是，他们最好能明智决策。

b.要确保公司里没有任何人比体系更强大，也没有任何人重要到不可替代。在运用创意择优时，非常重要的一点是，其管理体系要比任何个人都要强大，要用体系来指导和约束公司的领导层，而不是相反。中国领导人王岐山曾给我讲过古罗马发生的故事，尤利乌斯·恺撒与政府闹翻，打败了曾与他一道作战的将军庞培，从元老院手中攫取了罗马共和国的控制权，把自己命名为终生独裁官。即便在他遇刺之后元老院恢复了统治，罗马再也不是原来的罗马，随后的内乱对罗马的损伤超过了以往的对外战争。

c.当心出现诸侯割据。一个团队、一个部门有凝聚力、有共同的目标是很棒的一件事，但是个人对老板或部门负责人的忠诚，不能与个人对整个公司的忠诚发生冲突。诸侯割据的负面影响很大，与创意择优所推崇的价值观是格格不入的。

d.设计一个机构的组织架构和规则时，要确保制衡机制能发挥作用。每个机构都有不同的方式实现有效制衡。下页的图是我想象并勾勒出的桥水制衡机制，我们是一家有1 500人的公司，但是不同机构所遵循的原则都是一样的，我相信所有机构的制衡机制都是在这个基本框架下的扩展。



董事会由1—3位CEO与7—15位董事会成员组成，并有自己的支持团队，其目标主要是评估：（1）公司的管理层是否有能力；（2）公司能否按照既定的原则和规矩运行。董事会有权选用和替换CEO，但不会插手公司的微观管理和人员安排，尽管在紧急情况下，董事会可以扮演更主动的管理角色（他们可以按照自己的意愿向CEO提供帮助）。在桥水，虽然理想情况下的创意择优是覆盖全公司各方面的，但在授权、委托、接触信息、决策权归属等方面，还是需要分不同层次的。这在上一页的图上用三个层次来表示。

e. 确保报告路线清晰。这对于整个机构都很重要，但尤为重要的是，对董事会（负责监督）的报告路线必须独立于对CEO（负责管理）的报告路线，尽管二者之间需要合作。

f. 决策权归属要清晰。确保每个人的投票权重有多大，以便在分歧犹存而又必须要做决定的情况下，能毫不迟疑地推进解决。

g. 要确保从事履职评估的人：（1）有时间掌握被评估对象工作情况的全面信息；（2）有能力实施评估；（3）没有利害

冲突阻碍其有效行使监督权。为了做好履职评估，评估人必须知道标准是什么，而掌握这些需要一些时间。有些人有能力且有勇气问责别人，而多数人没有这个能力。具备这种问责的能力和勇气至关重要。从事评估的人也不能与被评估人有任何利害关系——例如是被评估人的下属——这会阻碍问责的实施，包括建议解雇被评估人。

h.决策者能够接触做决策所需的信息，但必须守信用、妥善保管信息。这不意味着所有人都被信任，以使能接触这些信息。可以在董事会下设立专门委员会，允许期接触敏感信息，并向董事会提供基于具体信息的建议，以便董事会做出合理判断，但千万不能对外泄露高度敏感信息。

16.2 在创意择优下，CEO单人决策没有集体决策好

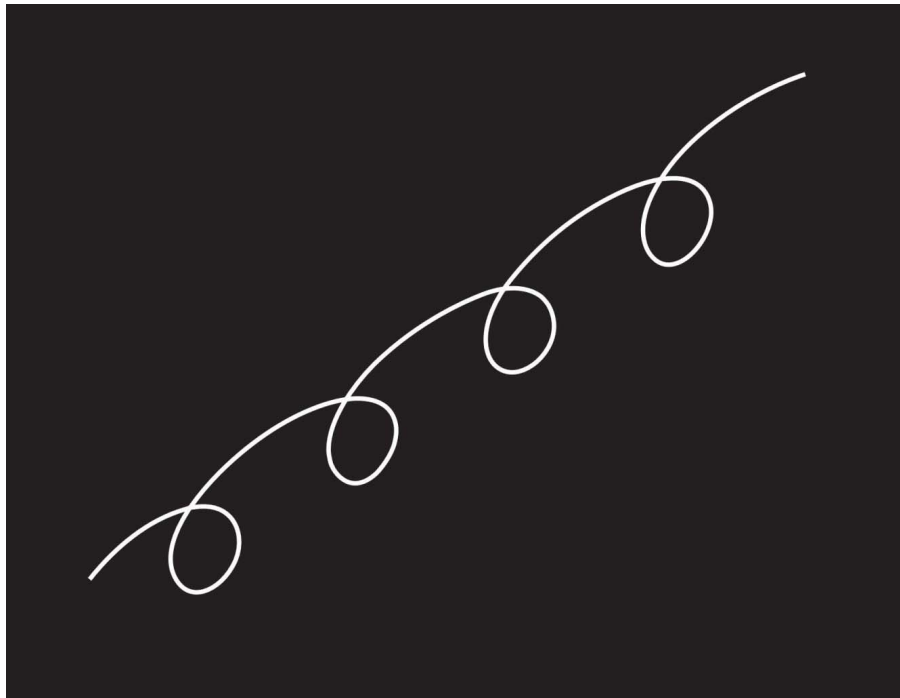
对一个人过度依赖会产生很大的关键人物风险，造成管理技能的局限性（因为没有人什么都会），也无法实施充分的制衡。由于要做的事情太多，这也给个人增添了负担。这就是为什么我们在桥水推出了联合CEO机制，形成了2—3人合作领导公司的局面。

在桥水，监督几位CEO的基本上是执行董事长或董事长。根据创意择优，公司的员工也可以对CEO问责，即便这些员工是CEO的下属。找2—3人负责管理，难在如何让他们协调合作。如果他们自己做不到，与董事长也难以协调，就必须通知执行董事长或董事长，以便做出必要的完善。

同理，我们在桥水安排了不少一位CEO来抓公司的管理，我们还设立了不少一个CIO岗位（目前有三入）。

16.3 原则、规矩、制衡等组成的治理体系不能取代出色的伙伴关系

如果你公司缺乏那种身居高位而出于本能地按照既定原则为整个公司谋取利益的能人，那么所谓的原则、规矩、制衡等就没有多大作用。公司的领导层必须有智慧、有能力，善于维持密切关系、开展合作和进行有效的工作交往，具体体现在，能够理性地表达分歧，坚定地执行创意择优下所做出的决定。



与他人合作可得三大益处（1）共同努力比单打独斗能更强、更好地完成既定使命；（2）出色的人际关系会造就优秀的团队；（3）积累财富以实现和满足我们及他人生活所需。

将工作原则融会贯通

既然这三大益处的重要性因人而异，你可以自己来决定所需的数量及比例。要知道这三大益处相辅相成。如果你希望能完成任务，那么与从事相关任务的人保持良好交往、获得必要的财务资源就会很有帮助。类似地，如果你想让自己加入一个优秀的工作团队，你就要与别人有着相同目标，并获得财务支持。如果你想赚取更多的金钱，你就要设定明确的目标，紧密团结你的同事去努力为之奋斗。在我的一生中，我很幸运，拥有的伙伴、良好人际关系、财富超乎了我的想象。我在试图将自认为有用的方法传授给你们——创意择优，它把从事有意义的工作、发展有意义的人际关系作为目标，以极度求真和极度透明为途径——你们可以自己决定是否有用，或哪一点对你更有用。

我讲述了一大堆原则，你们难免会觉得有些迷惑，我想把其中的关键点告诉你们。这就是，在所有决策方法中，构建创意择优是最佳的方法。^[1]这个判断是显而易见的，无须赘言，但我还是想再说一下：了解每个人的观点及能力的高下，知道如何确保最好的观点胜出，是做决策的最佳方法。不管在什么情形下，基于创意择优的决策几乎都要好于传统的独裁或民主决策。

这不仅仅在理论上成立。世上没有乌托邦，就像世上没有任何完美的事情，但是世上有伟大的思想——毫无疑问，这个创意择优让桥水在过去40多年里创造出了不起的业绩。考虑到这个方法在很多机构都会发挥同样的作用，我希望把它清晰详细地介绍给大家。你固然无须像我一样严格遵循这个创意择优，但关键在于：你是否希望在创意择优下开展工作？如果答案为是，你怎么样尽量做到最好？

让创意择优发挥作用，需要人们做三件事：（1）坦陈自己最诚实的想法，让大家公开讨论；（2）理性地表达分歧，以便大家进行高质量的辩论，拓展思路，尽量形成最优的集体决策；（3）用创意择优来处理所有不同意见（例如可信度加权决策）。尽管创意择优不需严格遵循某种特定套路，但应该大体符合这三个步骤。别担心记不住我在书里提到的这么多具体的原则，你只需建立一个创意择优，权衡利弊，想明

白怎样用你自己的原则、自己的方式来操作。

就我自己而言，我想做有意义的工作，发展有意义的人际关系，我相信为了实现这些，就需要做到极度求真和极度透明。所以我努力去追求这种境界，并在现实中遇到了问题，迫使我做出抉择。我把自己抉择的经历记录下来，丰富我的原则，在同事之间形成了创意择优，并使其良好运转。你会独自经历一些障碍，也许想回过头去反思这些原则，因为我就曾遭遇这些障碍，并努力去寻找解决，把自己的想法体现在原则中。接下来，你可以归纳出你自己的原则。

当然，在对团队施加影响方面，人的能力有大有小，我并不了解你所处的环境。但我肯定知道，如果你能发挥创意择优的作用，你就能用你自己的办法实现目的。也许是通过在高层设计机构的运作方式，也许是通过选择所效力的机构，也许只是通过创意择优与同僚共事。不管你处于哪种情形，你都能以开放的心态进行果断的决策，并能基于你自己和他人的可信度做出取舍。

总之，我对你的祝愿是：（1）你能将工作和激情有机结合在一起；（2）你能与同事为了共同的使命而奋斗，收获成果；（3）你能尽情享受奋斗和成果带来的欢乐；（4）你将迅速改善和进化，成就斐然。

[1] 我并不是说它总是最佳的，肯定在有些情况下它不是最优的。我这样说是想表达，如果该方法应用得当，几乎就是最好的方法。

由你自己决定
希望从生活中
得到什么和给予什么

结语

正如我在开篇所言，我的目标是把那些我认为有效的原则传授于你，而如何践行这些原则由你自己来决定。

当然，我希望这些原则能帮助你策划远大的目标，从失败的痛苦中找到突破的路径，进行高质量的反思，最后创造出你自己的行事原则，从而系统性地遵循你的原则，并创造出远超预期的丰硕成果。我希望这些原则能帮助你努力进步，或和你的同事一道实现你们的愿望。考虑到你所经历的旅程中肯定充满了艰难和奋斗，我希望这些原则能帮助你改善进化，持续发展。也许它们能激发你和你同事把你们的原则写成指南，共同发现运用创意择优。如果我能推动世界朝着这个方向移动哪怕只有一小步，都会让我激动不已。

我已经说了许多，但还是要说，因为我知道，还有必要掌握一些工具和行为准则来帮助把人们的想法变成现实的行动。我将阐述我们所设计的工具和行为准则，供你们参考。

我觉得，我已经尽了全力把我的生活原则和工作原则告诉给你。当然，只要我们活在世上，就不会停止奋斗的步伐。一想到我当下正在努力把我认为有价值的东西毫无保留地贡献出来，把这些原则告诉给你们，我就能感到一丝欣慰，一丝满足。作为本书的结束之语，我要说，我将尽力将自己的经济和投资原则公之于众。

附录

桥水为创意择优所用的工具和行为准则

以下简要介绍桥水目前使用的大量工具和软件程序。我希望在不久的将来通过原则这款App更广泛地分享这些内容，届时你可以自己通过实践来检验。

教练

考虑到对任何人而言，为了合理应对各种情况需要记住太多的原则，而从书本中寻找答案又不如直接咨询意见来得更容易，我开发了这个教练工具。教练汇聚了各种（或很多种）情况（例如，不认同别人的评估意见，有人说谎或从事了违反职业道德的行为等），形成了一个案例库，并与可适用的相关原则一一挂钩，可以帮助人们进行应对。你在使用教练时，也可以针对其提供建议的质量给出反馈意见，从而有助于使教练更加完善，在未来提出更好的建议。教练将像Siri（苹果手机上的智能语音控制功能）一样，越来越有用。

集点器

集点器作为一个应用于会议的App，便于人们实时表达自己和了解别人的观点，帮助大家在创意择优下形成决策。这个工具能把众人的想法展示出来，进行分析，有助于大家根据相关信息实时做出决策，其有效性具体体现在：

- 与会者可以针对几十个要素中的任何一个，赋予点数来记录对彼此发言的评价，可以给出好评，也可以给出差评。这些点数体现在一张表格中，并进行动态更新，随着会议进行，每个人都可以看到别人的观点。这可以帮助人们转换思维，纵览他人意见，防止囿

于自己的观点而不能自拔。通过别人的眼睛看问题，自然会使大多数人拥有大局观，认识到自己的观点不过是其中一个视角。因此，人们会问自己，在决定如何处理当下问题时，应当采用什么标准。这样就可以促成大家以开放心态，在创意择优下形成集体决策。

- 它可以像GPS一样提供建议，帮助人们更好决策。这个工具搜集了所有与会者观点的信息数据，能够对每个人给出个性化的指导意见，而这一点在人们没有把握认为自己掌握了正确意见的情况下，显得尤为重要。经验告诉我们，帮助大家处理好这种情况，具有不可估量的价值。

- 集点器能重点标示出所谓的“节点问题”——人们持不同立场，对问题的答案五花八门，相互之间存在重大分歧。例如，如果你针对某个问题的观点与可信度高的大多数人不一致，这个工具将自动对你做出报警提示，并告诉你该采取哪些步骤，以基于证据的方式来解决分歧。

- 它能促进可信度加权的投票表决。集点器既提供了让人们投票表达是/否（或用数字打分）的界面，也提供了一个进行可信度加权的后端系统，有助于我们从等权重或按可信度加权角度观察投票结果，即不仅仅是看简单多数，也看那些观点最能站得住脚的人是如何投票的。虽然看似复杂，这却是提醒人们谁具有最高可信度的最简便的方法，毕竟如此一来，无须记住每个人在哪个方面的可信度有多高。

棒球卡

除了搜集员工在会议上发言的“点数”外，我们还搜集员工其他各个方面的数据（检查、测试、员工做出的选择等）。所有这些数据都通过计算机算法，基于压力测试的逻辑形成关于员工特征的画像。数据处理逻辑一般都要向公司员工公开，并得到大家的认可，以增强客观性和可信度。然后，我们把这些特征登记在棒球卡中，以这种简便的方法勾勒出一个人的强项和弱点及其相关的证据（就像为职业棒球运动员建立的棒球卡）。

我认为我们很需要这个工具，经常在棒球卡中查阅个人信息。如果没有它，员工之间互动交流时就不会考虑谁在哪个方面强、在哪个方面弱。例如，棒球卡在会议中就很有用，与会者可以通过它评价发言人的

权威性，确定其观点是否站得住脚。作为对棒球卡的补充，我们还开发了另一个工具“人物介绍”，它利用棒球卡采集的所有信息（内容已变得日益复杂）得出关于每个人特征的简要文字描述。经过一段时间的实践，这就能为员工提供一个综合分析，反映桥水对每个人特点的最佳判断。我们会和被评价人一起把工具提供的评价与每个人自己的感受进行对比，努力将工具的处理结果与员工的个人感受相统一，使得工具的功能和员工对个人形象的信心都得到完善。

为了让员工与工作相匹配，我还制定了“组合器”，从棒球卡中采集数据，了解员工的关键特征并相互间进行比较分析。如果你想为某个岗位寻找一个合适的人，你就可以输入一些可能符合要求的人的名字，这个组合器就会准确提取相关人的信息，对代表个人的主要特质进行综合分析，从数据库中帮你找到合适的人选。组合器也可用于（根据你要选的人的类型）制定工作规范，在公司内外均适用。

问题日志

问题日志是我们用来记录错误、吸取教训的主要工具。通过它，我们把所有问题公之于众，将其交由问题处置能手处理，进行系统化的改进完善。其作用就像净水器，可以把脏东西过滤掉。但凡出现任何错误，都必须载入问题日志，说明问题的严重性和谁应当对此负责，这样就很容易把大多数问题归纳整理出来。问题日志也有助于指明诊断问题的路径以及相关的信息，还能形成有效的绩效指标，因为在此基础上能够对相关数据和发生问题的类型进行估量（并识别出是谁导致了问题以及由谁来解决问题）。

问题日志是一个很好用的工具，能够改变人的行为和观念。通常人们首先面对的一个挑战就是公开指出错误，因为有些人本能地认为，指出别人的错误会让犯错的人很难受。一旦他们习惯公开指出其他人的错误，他们就会认识到这样做的好处，也就成为一种很好的惯例了。如今，很多人都认为这个工具是不可或缺的。

痛苦按钮

我相信“痛苦+反思=进步”。换句话说，感受到痛苦是个重要的信号，说明有教训可以吸取。如果你能很好地反思痛苦，你就总能学到重要的东西。这促使我发明了“痛苦按钮”。

当某个人在经历痛苦，那就是让他把经历什么样的痛苦记录下来的最佳时机，但还不是反思的合适时机，因为当时很难保持头脑清醒。因此，这个App是让员工把他们的感受（气愤、失望、沮丧等）记录下来，以后再利用反思所用的问题进行回顾反思。这个工具可以促使经历痛苦的人们具体说明应该如何应对这种局面，以便减轻未来的痛苦（例如，与造成痛苦的人进行一场高质量的对话）。这个App有一个部分反映的是发生痛苦的频率、原因，以及是否遵循既定的行动方案，效果是否显著。通过这个功能，你可以知道各种已发生痛苦之间的生物反馈联系，了解诊断、以减轻或消除问题的改进方案、后续行动以及相应的结果。这个工具能够生成一个表格供所有人参考，体现的是反馈环向上改进的过程。你可以把记录的痛苦感受与人分享，也可以设为私密。有些人把痛苦按钮视为自己口袋里的心理医生，唾手可得而且物美价廉。

分歧解决器

分歧的解决需要清晰的路径，在创意择优下尤为如此，因为此时人们希望在表达不同意见的同时，找到解决分歧的途径。分歧解决器为在创意择优下解决分歧提供了路径。该工具的一个特点在于，它能找到具有可信度的人帮助确定，某项分歧是否有必要提交给更高层管理者去研究解决。这个App也很明确地告诉每个人，如果有不同的观点，就有责任表达出来并与他人求取共识，而非私下固执己见、拒绝把问题摆到桌面上来。不管你是否类似分歧解决器这样的工具，你都必须有一个明确而公平的系统来解决分歧，以便确保真正建立起创意择优。否则，权势人物就有可能利用职权欺压人微言轻的下属。

我们还有其他一些工具帮助我们完成日常工作并进行监督，并对工作的进展保持共识。

每日更新

多年来，我让每位下属每天花10—15分钟给我发个电邮，说一下他们当天的工作、出现的问题以及自己的反思。通过阅读这些资料并多方对照（换句话说，观察不同人如何承担本职工作），我能够估计出他们怎样一起工作、情绪如何，以及我能从中发现什么线索。在过去几年里，我基于这个做法开发了一个App，将每日更新内容编入一个指示板，与过去逐一翻阅数十封电邮相比，它更易于跟踪、记录指标变化和做出反馈。这也有助于大家更多方面地提供有用的数据——比如他们的士气高低、工作负荷大不大、有没有需要提交高层讨论的问题——而且是每天都这样做。我和同事发现这个工具虽然简单，但价值连城，能帮助我们更好地达成共识。在公司层面，该工具也为我们了解进展提供了有价值的信息（士气、工作量、具体问题、每个人履职情况等）。

契约工具

你是不是经常遇到这样的情形：会议在七嘴八舌中落幕，每个人都在说我们应该如何如何，而当人群散去时，你发现实际上没有任何成果，因为大家都不知道共识是什么，遑论跟踪进展。隐形的约定是毫无价值的，大家之间彼此做出的承诺必须以明确的方式提出来并可执行，而且应该有证可查便于相互问责。契约工具就是一个简单的App，记录员工相互之间的承诺并监督承诺的履行。它能为下达指令的管理者提供帮助，也能为接受指令的操作人员提供指导，相关信息掌握起来易如反掌。

流程图

就好比工程师利用流程图了解设计的作业流程，管理者也需要流程图把公司当成机器一样设计。它需要参考公司内部报告路线的组织架构图，或让组织架构图为流程图提供补充信息。理想的情况是，流程图的设计既能让你轻易俯瞰全貌，又能让你在必要时循报告路线向下了解各层级的细节（例如，看到流程图上某个人的名字后，点击进去可了解他的棒球卡信息以及其他相关信息）。

在桥水，我们为每个部门设计了流程图，能展现出所有岗位名称、

每个岗位的职责，以及工作流程怎样导出理想的结果。

政策和程序手册

将关于政策和程序的文件汇编以备员工查询，功能就像操作手册。这些文件是公司把学习经验升华为制度的结果，内容都是动态更新的。

量化指标

常言道：“对于无法计量的事物，你肯定也管不好。”通过度量机器的运转状况，尤其是如果能通过某种算法帮助你完成大量思考和工作的话，你抓管理就会更容易。

设计好的量化指标，首先要考虑需要什么信息来回答你觉得最紧迫的问题，再考虑如何得到答案。仅仅靠搜集和汇总信息得不出想要的指标。在桥水，我们讨论过设计好的量化指标需要4个步骤：（1）了解公司的目标是什么；（2）了解达成目标的程序（你的机器，包括人和设计）；（3）找到程序中最适合量化的关键部分，以便了解机器如何运作以达成目标；（4）研究如何在关键指标上发挥杠杆效用，以便调整程序、改变结果。在这方面，我们鼓励员工在使用流程图、程序手册的同时，开发适用于我们自己的指标。

在验证量化指标的有效性时，主要看这些指标能否告诉你谁在哪些领域的表现好坏，一定要具体到个人。我们希望指标对上要能够覆盖CEO负责的公司层面最重要的问题，对下要覆盖部门、部门里的团队，以及每个岗位的具体责任人。

参考文献

- Aamodt, Sandra, and Sam Wang. *Welcome to Your Brain: Why You Lose Your Car Keys but Never Forget How to Drive and Other Puzzles of Everyday Life*. New York: Bloomsbury Publishing, 2009.
- Beauregard, Mario, and Denyse O'Leary. *The Spiritual Brain: A Neuroscientist's Case for the Existence of the Soul*. San Francisco: HarperOne, 2007.
- Campbell, Joseph. *The Hero with a Thousand Faces*. Princeton: Princeton University Press, 1949.
- Dawkins, Richard. *River Out of Eden: A Darwinian View of Life*. New York: Basic Books, 1995.
- Duhigg, Charles. *The Power of Habit: Why We Do What We Do in Life and Business*. New York: Random House, 2012.
- Durant, Will, and Ariel Durant. *The Lessons of History*. New York: Simon & Schuster, 1968.
- Eagleman, David. *Incognito: The Secret Lives of the Brain*. New York: Pantheon Books, 2011.
- Gardner, Howard. *Changing Minds: The Art and Science of Changing Our Own and Other People's Minds*. Cambridge: Harvard Business Review Press, 2006.
- Gazzaniga, Michael S. *Who's in Charge?: Free Will and the Science of the Brain*. New York: Ecco Books, 2011.
- Grant, Adam. *Originals: How Non-Conformists Move the World*. New York: Viking, 2016.
- Haier, Richard J. *The Intelligent Brain*. Chantilly, VA: The Great Courses Teaching Company, 2013.
- Hess, Edward D. *Learn or Die: Using Science to Build a Leading-Edge Learning Organization*. New York: Columbia Business School Publishing, 2014.

- Kahneman, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus & Giroux, 2011.
- Kegan, Robert. *The Evolving Self: Problem and Process in Human Development*. Cambridge: Harvard University Press, 1982.
- Kegan, Robert. *In Over Our Heads: The Mental Demands of Modern Life*. Cambridge: Harvard University Press, 1998.
- Kegan, Robert, and Lisa Laskow Lahey. *An Everyone Culture: Becoming a Deliberately Developmental Organization*. Cambridge: Harvard Business Review Press, 2016.
- Lombardo, Michael M., Robert W. Eichinger, and Roger P. Pearman. *You: Being More Effective in Your MBTI Type*. Minneapolis: Lominger Limited, 2005.
- Mlodinow, Leonard. *Subliminal: How Your Unconscious Mind Rules Your Behavior*. New York: Pantheon Books, 2012.
- Newberg, Andrew, MD, and Mark Robert Waldman. *The Spiritual Brain: Science and Religious Experience*. Chantilly, VA: The Great Courses Teaching Company, 2012.
- Norden, Jeanette. *Understanding the Brain*. Chantilly, VA: The Great Courses Teaching Company, 2007.
- Pink, Daniel H. *A Whole New Mind: Why Right-Brainers Will Rule the Future*. New York: Riverhead Books, 2005.
- Plekhanov, G. V. *On the Role of the Individual in History*. Honolulu: University Press of the Pacific, 2003. (Original work published 1898)
- Reiss, Steven. *Who Am I? The 16 Basic Desires That Motivate Our Actions and Define Our Personalities*. New York: Berkley, 2002.
- Riso, Don Richard, and Russ Hudson. *Discovering Your Personality Type: The Essential Introduction to the Enneagram, Revised and Expanded*. New York: Mariner Books, 2003.
- Rosenthal, Norman E, MD. *The Gift of Adversity: The Unexpected Benefits of Life's Difficulties, Setbacks, and Imperfections*. New York: TarcherPerigee, 2013.
- Taylor, Jill Bolte. *My Stroke of Insight: A Brain Scientist's Personal Journey*. New York: Penguin Books, 2009.
- Thomson, J. Anderson, with Clare Aukofer. *Why We Believe in God(s): A Concise Guide to the Science of Faith*. Charlottesville: Pitchstone Publishing, 2011.
- Tokoro, M., and K. Mogi, eds. *Creativity and the Brain*. Singapore: World Scientific Publishing, 2007.
- Wilson, Edward O. *The Meaning of Human Existence*. New York: Liveright Publishing Corporation, 2014.

致谢

我的生活原则和工作原则是对我多年实践经验的总结。我的这些经历主要是与鲍勃·普林斯、格雷格·詹森、吉赛尔·瓦格纳、丹·伯恩斯坦、戴维·麦考密克、艾琳·马瑞、Joe Dobrich、Paul Colman、罗布·弗里德、罗斯·沃勒、布莱恩·戈尔德、Peter La Tronica、Claude Amadeo、Randal Sandler、Osman Nalbantoglu、Brian Kreiter、Tom Sinchak、Tom Waller、Janine Racanelli、Fran Shanne和Lisa Safian一起度过的，我对他们充满感激。

我和鲍勃、格雷格用了大半生的成年时光努力探究无边无际、无始无终的经济和市场规律。在此过程中，回顾我们每天交流互动的日子，时常引人深思，偶尔遍体鳞伤，也间或兴奋异常。我们在一起开会，主要是讨论经济和市场，这让我们发现了非常宝贵的经济原则和投资原则，也教会我们更加认清自己以及人与人之间如何交往。我们从教训中吸取力量，形成了生活原则和工作原则，其意义更加非比寻常。最近，我们与艾琳·马瑞和戴维·麦考密克一道做出了努力，二位刚刚接替我担任联合CEO。戴维和艾琳，感谢你们，感谢你们接受、照料这份上苍赋予我们的恩惠，并为之贡献自己的力量。

当我最先意识到要将桥水从第一代公司转型为第二代公司时，我就决定把分散凌乱的原则搜集整理成一部教材，为桥水的同人提供帮助。将最初的一大堆毫无头绪的原则搜罗、转换为了一本精彩的著作，不啻一项史诗般的工程，Mark Kirby负责帮助我从事这项工作，他出力最多。我还要感谢Arthur Goldwag和Mike Kubin协助我理清思路并润色整份手稿。（Mike是以朋友的身份友情协助。）我还要感谢Arianna Huffington、Tony Robbins、Norm Rosenthal和Kristina Nikolova拨冗阅读本书，并提出了很有价值的建议。

在日常工作中助力于我的还有“瑞的天使团队”（Marilyn Caufield、Petra Koegel、Kristy Merola和Christina Drossakis），“瑞的杠杆团队”（Zack Wieder、Dave Alpert、Jen Gonyo和Andrew Sternlight，还有前任杠杆团队成员Elise Waxenberg、David Manners-Weber和John Woody），以及“瑞的研究团队”（Steven Kryger、Gardner Davis和

Brandon Rowley——还有前任研究团队成员Mark Dinner)。我还要感谢Jason Rotenberg、Noah Yechiely、Karen Karniol-Tambour、Bruce Steinberg、Larry Cofsky、Bob Elliott、Ramsen Betfarhad、Kevin Brennan、Kerry Reilly以及Jacob Kline，是他们这些年青一代为我提供了灵感，促使我形成了投资原则。感谢Jeff Gardner、Jim Haskel、Paul Podolsky、Rob Zink、Mike Colby、Lionel Kaliff、Joel Whidden、Brian Lawlor、Tom Bachner、Jim White、Kyle Delaney、王沿、Parag Shah以及Bill Mahoney，把我们的原则以更具个性的方式传达给我们的客户。感谢Dave Ferrucci，在把工作原则转换成计算机算法的过程中，对我帮助最大。感谢Jeff Taylor、Steve Elfanbaum、Stuart Friedman和Jen Healy，帮助我把原则转换成很多人看得懂的文字。尽管我的兴趣和方向一直很多元，这些团队成员把我的任务当作他们自己的任务，推动我努力前行。没有他们的帮助，我不可能取得现在的成就。感谢你们对我的忍耐和给予我的无私帮助。

本书英文版精美的装帧设计出自Phil Caravaggio之手，感谢他的慷慨和才华。当我把《原则》的草稿以PDF格式（一种电子文件格式）上传互联网时，我还不认识他，他就在技艺精湛的书刊设计师RodrigoCorral的协助下，带来了这份设计华丽的印刷版礼物。Phil是在他所在领域内的一位出色企业家，还对我提出的原则对他的帮助表示了感激之情。这本精致的书让我震惊，而Phil关于这些原则对他本人之重大意义的阐述也作为一项厚礼，推动我朝着不断朝着出版这本书去努力。当我做出决定后，Phil和Rodrigo一道不辞劳苦地做成了这部精美的图书，送到了读者手中——这又是一份大礼。感谢你，Phil！

6年前，Simon & Schuster出版公司执行主编Jofie Ferrari-Adler阅读了《原则》的网络版，认为很有价值，并向我解释为什么出版这本书是我为别人提供帮助的一件大事。在出版过程中，他一直是一位宝贵的合作伙伴。在研究选择出版方案时，我与大家认真讨论选取最好的代理商。这个过程让我结识了Jim Levine。我理解为什么他如此受客户的爱戴，就是因为他投入了自己宝贵的时间、技能和情感。Jim带着我熟悉了整个出版流程，让我认识了Simon & Schuster总裁Jon Karp。甫一结识，Jon就希望我的书更让我满意而不是更让他满意，在他的帮助下，这如今得以成为现实。

最后，我还要感谢我的太太芭芭拉、儿子德温、保罗、麦修和马

克，谢谢你们对我和我的原则的容忍——让我有时间和空间创造出这些原则和这本书。

审校后记

译事难哉，《原则》这本书翻译和审校尤其不易。不仅是因为语言、专业及文化差异，主要是因为桥水奉行创意择优，在工作中有一套独创的工具、软件、行为准则和词义，有时连美国人也费解。我在审校的时候，也常常感到很难将其中真义准确地传达给中国读者。

既然瑞已在《原则》中详述了方法和原则，我就聊聊瑞和中国。

瑞是地道的美国人，但上溯几辈应该是来自威尼斯一带的意大利北方人。（也许几百年前他的先祖和马可·波罗是近亲，要不他自己也说不清楚为什么如此挚爱中国。）

20多年前，瑞把他年仅11岁的儿子麦修送到北京史家胡同小学上学。当时这所小学条件很差，而且麦修不会中文，独自一人被寄养在瑞的朋友顾阿姨家，顾阿姨老伴用自行车接送麦修上下学。又过了些年，我的一个朋友问瑞，你为什么把年幼的孩子送来中国，你不觉得太冒险？瑞脱口而出，他不去风险更大，是中国改变了麦修，让他懂得了生活。

麦修回国5年后又重返北京，历经周折创办了中国关爱基金会，专门救助中国的残疾孤儿。瑞对这一举动非常赞同，全力相助。前些年的每年夏天，瑞都在自己居住的美国小镇上举办捐助中国关爱基金会的慈善晚会，每次看到应邀出席的那么多美国人，为地球那一边素不相识的中国的残疾孤儿出钱出力，我总觉得应该对他们感恩一生一世。

我妹妹曾是中国关爱基金会的驻京员工，她曾和瑞、麦修一起去陕西的孤儿院，她说瑞左手拎着一大包婴儿尿布，右肩扛着奶粉，和他们一起赶路，简直就像外来的民工。我后来碰到民政部门的一位官员，他说：“你们老板就是活着的白求恩。”

瑞常说，他最缺的就是时间。后来顾阿姨老伴，一位普通的退休教员去世。瑞放下所有的事情，专程飞到香港办好签证，再飞到北京为这位普通的老人送行，也真是有情有义了。

瑞来中国，经常会请当年他认识的“联办”老友喝顿茅台，像高西庆、王莉、王波明、汪建熙等。这些老友打趣，问瑞为啥这么喜欢中国。瑞说，我知道，你们说我上辈子是中国人。

桥水在全世界都不设分公司，唯独在中国设有全资的子公司。瑞多年前就在公司说，别总想着美联储又说了什么，你们会看到，不久的将来，人们会盯着问中国人民银行行长又说什么了。

《原则》简体中文版出版了，瑞在中国的新长征开始了。

王沿

图书在版编目（CIP）数据

原则 / (美) 瑞·达利欧著；刘波，綦相译. -- 北京：中信出版社，2018.1

书名原文：Principles

ISBN 978-7-5086-8403-1

I. ①原... II. ①瑞... ②刘... ③綦... III. ①管理学 - 通俗读物 IV. ①C93-49

中国版本图书馆CIP数据核字（2017）第286894号

原则

著者：[美] 瑞·达利欧

译者：刘波 綦相

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

贫穷的 本质

(修订版)

我们为什么摆脱不了贫穷

[印度] 阿比吉特·班纳吉 (Abhijit V. Banerjee)

[法] 埃斯特·迪弗洛 (Esther Duflo)

著

景芳译



Poor Economics:

A Radical Rethinking of the
Way to Fight Global Poverty



中信出版集团

目录

前言

第一章 再好好想想

第一部分 生活案例

第二章 饥饿人口已达到10亿？

第三章 提高全球居民健康水平容易吗？

第四章 全班最优

第五章 帕克·苏达诺的大家庭

第二部分 慈善机构

第六章 赤脚的对冲基金经理

第七章 贷款给穷人：不那么简单的经济学

第八章 节省一砖一瓦

第九章 不情愿的企业家们

第十章 政策，政治

总结

致谢

谨以此书献给我们的母亲：
妮玛拉·班纳吉和维奥莱纳·迪弗洛

推荐语

阿比吉特·班纳吉和埃斯特·迪弗洛很擅长概括经济发展的秘密。他们运用了很多针对当地的考察记录及实验，探寻贫穷国家的穷人是怎样应付贫穷的：他们知道什么？从表面上看他们想要什么或不想要什么？他们对自己及别人的期望是怎样的？他们怎样做出选择？显然，两位作者通过个人行动和公共行动赢得了多次富有意义的小胜利，为全球穷人带来了巨大的收益，而且这些收益还可能会像滚雪球似的继续下去。这本书令我非常着迷，让我对穷人摆脱贫困充满了信心。

——罗伯特·默顿·索洛

诺贝尔经济学奖得主、麻省理工学院教授

这是一本见解极为深刻的好书，由两位专门研究贫穷本质的优秀作者写成。

——阿马蒂亚·森

诺贝尔经济学奖得主、哈佛大学经济学及心理学教授

对于每一位关心世界贫穷问题的人来说，这本书都是一本必不可少的读物。我很久没读过能让我学到这么多的书了。《贫穷的本质》堪称经济学的最大献礼。

——史蒂芬·列维特

《魔鬼经济学》作者

阿比吉特·班纳吉和埃斯特·迪弗洛合著的这本书引人入胜、可读性很强，超越了关于贫穷问题的简单分析。书中充分论述了贫穷家庭为改变现状而面临的挑战，展现了他们为摆脱当前贫穷而迁居的努力，并用真实的数据对其加以验证。《贫穷的本质》是一本充满希望的书，本书在探讨贫穷核心问题的同时，保留了对乐观主义精神及更多答案的寻求。

——南丹·纳拉坎尼

他们为发展经济学做出了有力的尝试，并且非常清楚自己的观点与占统治地位的论证方法的差异。这些非常有头脑的经济学家丰富了贫困问题的基本原理——而这些原理经常为大众所误解……这本书引发了关于发展周期的讨论。除了重点关注随机对照实验之外，还涉及了之前为学界所忽视或未得出一致观点的内容，例如穷人是如何做决定的、他们的决定是否正确，以及政客们是如何应对这些决定的。

——《卫报》

这本书中，作者进行了大胆的研究，亲身体验并描述了全世界至少8.65亿贫困人口（日均收入低于0.99美元）的真实生活。

——《经济学人》

这是一本极有说服力的读物，它真实再现了穷人的生活，很有可能产生具有实际意义的成果。

——《福布斯》

这是一本非凡之作，读后收获颇丰。《贫穷的本质》是对穷人所处的生存环境中边缘生活的细致描述。两位作者清晰而又富有同情心地描述了他们研究领域所面临的挑战，他们为事实、假设和思辨开创了全新的视角。正因如此，这本书值得一读。

——《华尔街日报》

这本书除了记录大量的亲身体验外，令人印象深刻的还有对穷人生活的个性化描述。它反映了贫困人群是如何在艰难的环境中做出选择的。此类书籍帮助我们开辟了一条新的前进道路，代表了我们需要继续坚持的实践方向。

——《金融时报》

这本书内容精彩、引人入胜，俨然是一部为贫困人口量身定制的《魔鬼经济学》。书中有很多从我们所服务对象角度出发的有关解决贫

困问题的深入见解。他们唤醒了我们共有的人性，并提醒我们一般情况下，人们所见略同。

——《快公司》

随机对照实验是解决贫困问题常用的方法。这本由阿比吉特·班纳吉和埃斯特·迪弗洛合著的《贫穷的本质》对其进行了深刻的阐释，并提出了一个令人深思的问题：“什么形式的援助最有效？”

——《纽约时报》

这是一本科学、深刻、观点清晰、通俗易懂的书，是对国际援助持支持或反对意见者，以及相关领域专家和对贫困问题感兴趣的普通读者的必读之作。诺贝尔奖获得者阿马蒂亚·森、罗伯特·默顿·索洛以及经济学畅销书作者史蒂芬·列维特倾心推荐之作。我觉得你最好读一读这本书，它将开启发展经济学的一个新的讨论话题。

——美国《金融世界》

这本书含蓄地表达了经济研究无须将社会科学与经济学相结合的观点，这是研究方法上的惊人转变。

——《印度快报》

两位极负盛名的经济学家阿比吉特·班纳吉和埃斯特·迪弗洛连续15年对全球贫困问题做出了精妙的研究，并探求我们无法解决贫困问题的真正原因。这本书论点清晰、有理有据，颠覆了以往研究贫困问题的传统方法，不失为关注此类问题的读者的醒脑之作。

——《柯克斯评论》

前言

埃斯特6岁时曾读过一本关于特蕾莎修女的书，书中提到了一个叫加尔各答的城市。这个城市非常拥挤，人均居住面积只有0.93平方米。当时，埃斯特把这个城市想象成一个大棋盘，由许多个3英尺×3英尺[1]的小格子组成，每个小格子只能挤进去一个“小兵”。她当时就思考着，自己究竟能为这个城市做些什么呢？

24岁时，埃斯特终于来到了加尔各答市，当时她已是麻省理工学院的一名研究生。在乘出租车前往市区的路上，埃斯特向窗外望去，眼前的一切令她有些失望。每个角落都空无人烟，只有一棵棵树木、一块块空草坪和孤单的人行道。那本书中刻画得触目惊心的困境在哪里，那些拥挤的人群都跑到哪里去了？

阿比吉特6岁时就知道加尔各答市的穷人住在哪儿，他们就住在他家后面那栋摇摇欲坠的小房子里。那些穷人的孩子似乎总有玩的时间，他们擅长玩各种游戏。如果阿比吉特和他们玩弹球，最后弹球总会跑到他们的破裤兜里。对此，阿比吉特心里很是不服气。

自打贫穷一出现，我们就产生了某种以约定俗成的方式来贬低穷人的冲动。穷人频繁地出现在社会理论及文学作品中，他们被描述得有时懒惰，有时上进；有时高尚，有时鬼祟；有时愤怒，有时顺从；有时无助，有时自强。毫无疑问，有些政策取向与这种针对穷人的看法相一致，如“给穷人创建自由市场”“呼吁人权至上”“先解决冲突”“给最贫穷的人多些资助”“外国援助阻碍发展”等。然而，这些想法却无法帮助那些处于贫穷状态下的普通男女实现希望、消除疑虑、弥补不足、满足愿望、坚定信仰、解决困惑。穷人的出场通常只是作为某种励志剧或悲剧的主人公，或令人钦佩，或惹人怜悯，而不是某种知识的传播者，人们不会向他们咨询想法或计划。

贫穷经济学常常与穷人经济学相互混淆，因为穷人几乎一无所有，所以他们的经济状况一般也无人关注。遗憾的是，这种误解严重影响了消灭全球贫穷之战——简单的问题会产生简单的解决方法。扶贫政策方面充斥着会取得立竿见影的效果的泡沫，事实证明这一点儿也不奇怪。

要想取得进展，我们必须摒弃将穷人贬低为固定形象的习惯，花点儿时间真正去了解他们的生活，包括这种生活中的复杂与多彩。15年来，我们始终坚持着这一行动目标。

我们是学者，与大多数学者一样，我们构建理论，研究数据。然而，我们研究的性质却有着不同的意义。我们用几个月，甚至很多年的时间与非政府组织（NGO）活动分子、政府官员、医疗保健工作者及小额信贷者接触，进行基础性研究。我们来到街头巷尾，村前屋后，与住在那里的穷人交谈，向他们提出问题，搜寻数据信息。我们在那里遇到了很多善良的人，如果没有他们的协助，这本书就不可能完成。在很多情况下，我们只是路过而已，却始终被他们当作客人来对待。即使我们提出的问题并无多大意义，他们也会耐心解答，并同我们分享很多有意思的故事。

回到办公室后，我们一边回顾那些故事，一边研究数据，感到有些不可思议，甚至迷惑不解。我们难以将自己的所见所闻与那种（西方或受过西方教育的）专业发展经济学家及政策制定者对于穷人生活的看法联系起来。有时，强有力的证据迫使我们重新评估甚至放弃我们所坚持的理论。然而，我们会尽量先搞清楚，我们的理论为什么行不通，怎样利用该理论更好地描述世界。本书就产生于这一思想交叉点上，展现了我们所编织的一个关于穷人生活的完整故事。

我们所关注的焦点是世界上最贫穷的人，就全球穷人最多的50个国家来说，其平均贫穷线为每人每天16印度卢比。各国政府将生活费低于这一水平的人定位为贫穷状态。根据写作本书时的汇率标准，16卢比相当于36美分，但由于大多数发展中国家的物价水平较低，如果穷人以美国的物价水平来购物，他们就需要花更多的钱——99美分。因此，要想知道穷人是怎样生活的，你就要想象如何在迈阿密或莫德斯托每天只靠99美分生活。要用这点钱购买你一天所需（除了住房），这并不容易。比如，在印度，99美分只能买15根小香蕉，或是3磅劣质大米。你能靠这点吃的活下去吗？不过，2005年，全球有8.65亿人口（占世界总人口的13%）都是这样生活的。

有一点值得注意，即使这些人处于贫穷状态，他们几乎在所有方面都和我们一样。穷人与我们有相同的欲望和弱点，也并不比我们理性多少——正好相反，恰恰因为他们几乎一无所有，我们常常会发现，穷人在做选择时会非常谨慎：为了生存，他们都需要成为精打细算的经济学家。然而，我们和他们的生活依然有着天壤之别。这在很大程度上是因

为，我们对自己生活的方方面面都已经习以为常，几乎不会在这些方面细细思量。

每天99美分的生活意味着，你接收信息的渠道也会受限——报纸、电视和书籍都要花钱来买。因此，你常常会对世界上其他人得到的特定信息一无所知。比如说，接种疫苗就可以预防你的孩子患上麻疹。这就意味着，在你所生活的世界里，很多机构并不是为你这样的人而建的。大多数穷人都没有收入来源，更不用说基于自动缴纳的退休计划了。这就相当于，在你大字不识的情况下，你却要根据很多细则做出决定。对于不识字的人来说，他怎能读懂一份包含大量拗口病名的健康保险产品呢？

一切都表明，对于穷人来说，要想充分发挥自己的才能，为自己家人的未来提供保障，他们需要拥有更多的技能和更强的意志力，承担更多的义务。然而，恰恰相反，正是我们大多数人所忽略的那些小花费、小障碍、小错误，在穷人的生活中却成了尤为突出的问题。

要想摆脱贫穷并不容易，但只要抱着一种“万事皆有可能”的态度，再加上一点儿援助（一条信息、一点儿推动），有时也能产生令人意想不到的成果。另一方面，错位的期望、必要信仰的缺乏、表面上的一些小障碍，都有可能对这一过程造成一定的破坏。把持住正确的杠杆至关重要，但正确的杠杆往往很难找到。而且，单凭一个杠杆显然不能解决所有问题。

《贫穷的本质》一书揭示了穷人的经济生活，使我们看到其中所蕴含的丰富的经济学原理。这本书中的理论有助于我们了解穷人能实现什么，他们在哪些方面需要一些助力，以及他们为什么会需要这些助力。本书中的每个章节都阐述了一种如何找出这些难点并攻克这些难点的方法。翻开这本书，我们可以清晰窥见这些人的家庭生活：他们都会买些什么；他们会为子女的教育做些什么；他们会为自己的健康、子女的健康以及父母的健康做些什么；他们会生几个孩子等。接下来，我们将进一步阐述各类市场及机构能为穷人做些什么：他们能借钱吗？能存钱吗？能为自己投一份人身伤害保险吗？政府能为他们做些什么，在何种情况下政府会力不从心？自始至终，本书都在讨论几个相同的基本问题。通过什么方法可以让穷人改善他们的生活，在这方面他们遇到了哪些障碍？是起步的花费较大，还是起步容易维持难？为什么花费会这么大？穷人意识到福利的重要性了吗？如果没有，原因又是什么呢？

《贫穷的本质》一书最终揭示了穷人的生活及他们相应的选择，对

于我们消除全球贫穷具有一定的启发意义。本书将有助于我们了解，为什么小额信贷的实用性并非某些人所信奉的那么神奇，为什么穷人最终无法从医疗制度中得到好处，为什么他们的孩子年年上学却不学习，为什么穷人不想交医疗保险，以此表明，为什么昔日的奇思妙想今天都遭到扼杀。本书还指出了很多充满希望的方面：为什么象征性的补助不只是有象征性的作用，怎样健全商业保险制度，为什么在教育方面的资助“少一点即是多一点”，为什么好工作对于发展至关重要？值得一提的是，本书还指出了希望与知识的重要性，告诉我们即使在任务看上去无比艰难的情况下，我们依然要敢于坚持，成功并不总像看上去那样遥远。

[1] 1英尺约为0.3048米，3英尺约为0.91米。——编者注

第一章

再好好想想

不到5岁便夭折的儿童每年有900万。在撒哈拉沙漠以南的非洲地区，产妇死亡概率为33%，这一比例在发达国家仅为0.018%。全球至少有25个国家，大多数为撒哈拉以南的非洲国家，其人口的平均寿命不超过55岁。仅在印度一国，就有超过5 000万的学龄儿童连简单的课文也看不懂。

看了上面这段文字，或许你只想把书扔到一边，不去想世界贫穷这件大事，因为这个问题看上去太宽泛、太棘手。然而，我们写这本书的目的就在于，劝你不要那样做。

宾夕法尼亚大学近期的一项实验表明，这一问题的重要性会令我们无比震惊。研究人员发给每个学生5美元，让他们填写一份简短的调查表，然后再给他们看一份传单，请他们为“拯救儿童”（全球慈善机构之一）捐款。传单有两种不同的类型，有些学生所看到的传单是这样的：

马拉维的食品短缺影响着超过300万儿童；在赞比亚，自2000年以来的严重干旱已导致粮食产量下降42%。因此，300万赞比亚人将面临饥饿，400万安哥拉人（占安哥拉人口总数的1/3）已被迫离开自己的家乡，超过1 100万埃塞俄比亚人急需食品援助。

另外一些学生所看到的传单上画着一个小女孩，还有这样一些文字：

罗西娅是一个来自非洲马里的7岁女孩，她过着极度贫穷的生活，甚至面临着挨饿的危险。然而，您的经济援助将会改善她的生活。有了您以及其他好心人的支持，“拯救儿童”将与罗西娅的家人以及社区里的其他人一起帮助她，让她能吃饱饭，接受教育，具备基本的医疗及卫生常识。

看了第一份传单的学生平均每人捐了1.16美元。和第一份传单不同，第二份传单展现了一个人而不是数百万人的困境，看了这份传单的学生平均每人捐了2.83美元。这样看来，学生们愿意为了罗西娅而承担一点儿责任，但在面对广泛的全球性问题时，他们就不免有些泄气了。

接下来，研究人员又随机选定了一些学生，先告诉他们这样一个现象，即人们不愿关注那种泛泛的信息，他们更有可能会捐钱给某一特定受害者，然后再给这些学生看那两份传单。结果显示，看了第一份传单的学生平均每人捐款1.26美元，与事先不知道该现象的学生所捐的钱差不多。然而，看了第二份传单的学生在得知这种现象之后，平均每人仅捐了1.36美元，远远低于不知道该现象的学生所捐的钱。鼓励学生们再想想反而使他们对罗西娅不那么慷慨了，但也没有对每个马里人都更慷慨了。

学生们的反应是一个典型案例，说明了大多数人在面对贫穷等问题时的感觉。我们的本能反应是慷慨，特别是在面对一个身陷困境的7岁小女孩时。然而，正如宾夕法尼亚大学的学生们一样，我们在重新考虑之后常常失去信心：我们捐的那点儿钱不过是沧海一粟，而且这些善款的安全性也得不到保障。这本书会让您再好好想想，如何摆脱那种“贫穷的问题难以解决”的感觉，从一系列具体问题出发，重新审视这一挑战。这些问题只要能得到恰当的定位并为人们真正理解，就能够逐一得到解决。

遗憾的是，关于贫穷的辩论往往不是这样展开的。很多侃侃而谈的专家并没有讨论怎样抗击痢疾和登革热最有效，而是专注于那些“大问题”：贫穷的最终原因是什么？我们应该在多大程度上信任自由市场？穷人能够受益于民主制吗？外来援助可以发挥什么样的作用？等等。

杰弗里·萨克斯是联合国顾问、纽约哥伦比亚大学地球研究所主任，同时也是一位贫穷问题专家。他对上述问题的回答是：贫穷国家之所以贫穷，原因在于这些国家往往都气候炎热、土地贫瘠、疟疾肆虐、四周被陆地所包围。因此，如果没有大量的原始投资助其解决这些地方性问题，这些国家很难提高自己的生产力。然而，这些国家却因为贫穷，无法支付投资回报——这就是经济学家们所谓的“贫穷陷阱”。除非这些问题的解决能够落到实处，否则无论是自由市场，还是民主制，都帮不上什么大忙。外来援助之所以重要是因为，它能启动一种良性循环，即辅助穷国在关键领域投资，从而提高其生产力；由此而产生的更高收入会带来更多投资，收益将呈螺旋状上升。萨克斯在其2005年《贫穷的终

结》(*The End of Poverty*) 一书中称, 如果富国在2005—2025年间每年拿出1 950亿美元的资金来援助穷国, 那么贫穷问题到2025年末便可完全得到解决。

然而, 还有一些侃侃而谈的人认为, 萨克斯的回答是错误的。曼哈顿的威廉·伊斯特利挑战了纽约大学的萨克斯, 随着其著作《在增长的迷雾中求索》(*The Elusive Quest for Growth*) 及《白人的负担》(*The White Man's Burden*) 的面世, 他已经成为反援助人士中最具影响力的公众人物之一。丹比萨·莫约是一位曾在高盛投资公司及世界银行任职的经济学家, 她在出版的《援助的死亡》(*Dead Aid*) 一书中, 对伊斯特利的观点表示赞同。他们都认为, 援助的弊大于利: 援助使人们停止寻找自己解决问题的方法, 腐蚀地方机构并削弱其作用, 导致一些援助机构形同虚设。对于贫穷国家来说, 最好遵循一个简单的原则: 只要有自由市场和恰当的奖励机制, 人们就能自己找到解决问题的方法, 避免接受外国人或自己政府的施舍。从这个意义上讲, 在看待世界运转的方式上, 对援助持悲观态度的人实际上表现得颇为乐观。伊斯特利认为, “贫穷陷阱”并不存在。

我们到底应该相信谁? 是相信那些认为援助能解决问题的人, 还是相信那些认为援助只能使问题恶化的人? 这一问题无法从理论上得到解决, 我们需要的是证据。然而, 遗憾的是, 那种常常用来解答大问题的数据并不能得到人们的信任。引人注目的奇闻逸事比比皆是, 有些事件甚至可以用来支持任何立场。例如, 卢旺达在遭受种族灭绝之后的几年里得到了大笔捐款, 整个国家逐渐走向繁荣。由于国民经济得到了发展, 卢旺达总统保罗·卡加梅开始制定政策, 尽量不再接受援助。那么, 我们应将这个例子看作是援助好处的证明(萨克斯的观点), 还是自力更生的典型代表(莫约的观点), 还是二者兼备?

由于诸如卢旺达这样的个例没有最终定论, 大多数研究哲学问题的人更喜欢在多个国家之间做比较。例如, 针对世界上几百个国家的数据表明, 接受更多援助的国家并不比其他国家发展得快。这常常被认为是援助无用的依据, 但实际上, 这也可能意味着相反的观点。或许, 援助使某些国家避免了一场灾难, 没有援助的话情况会更糟。对此, 我们并不了解, 只是在泛泛地猜测而已。

然而, 假如没有支持或反对援助的依据, 我们又该怎样做呢? ——放弃穷人? 这种失败主义的态度不是我们所应持有的。实际上, 答案是可以找到的。这本书整体上就采用了一种答案延伸的形式——不过不是

萨克斯和伊斯特利喜欢的那种泛泛的答案，它要告诉你的不是援助的好与坏，而是援助在一些特定的事例中是否带来了好处。我们虽然不能断定民主制的效力，却可以就是否应改变其组织方式谈谈感想，使其更有效地运行于印尼的农村等地。

无论如何，对于某些大问题（如外国援助是否有效）的回答是否像我们有时听到的那样重要，我们尚不明确。无论是伦敦、巴黎或华盛顿特区那些热心于帮助穷人的人，还是不那么热心于此的人，他们都认为援助的作用十分突出。实际上，援助只占每年给穷人所划拨的款项的一小部分，大多数针对全球穷人的计划都由各国自身的财政部门制定。例如，印度基本上不接受援助。2004—2005年间，印度为穷人的基础教育计划投入5 000亿卢比（310亿美元）。即使是在非洲这样急需援助的地方，这一数字也只占政府2003年度全部预算的5.7%（如果我们排除尼日利亚和南非这两个几乎不接受援助的大国，那么这一比例为12%）。

更重要的是，援助的是是非非引发了无数没完没了的争论，这模糊了真正的重点——钱的去处。这就意味着政府要选择正确的资助项目——该项目对穷人有什么好处？是该给老人发养老金，还是为病人建诊所？然后，弄清楚最好的操作方式是怎样的。比如，诊所的运作及人员配备可以采取很多不同的方式。

为援助问题而争论的人基本上都同意一个前提，即我们应在力所能及时向穷人伸出援助之手。这也在情理之中。哲学家彼得·辛格曾写过关于拯救陌生人的道德准则，他评论说，大多数人都愿意牺牲一件价值1 000美元的衣服，换取一个落水儿童的性命。辛格还认为，这名落水儿童就是那些每年活不到5岁的900万儿童之一。经济学家、哲学家、诺贝尔经济学奖得主阿马蒂亚·森的观点也得到了很多人的赞同。他认为，贫穷会导致令人难以容忍的人才浪费。用他的话来讲，贫穷并不仅仅意味着缺钱，它会使人丧失挖掘自身潜力的能力。一个来自非洲的贫穷小女孩即使很聪明，可能最多也只能上几年学。她很可能由于营养不良而无法成长为世界顶级运动员，而且即使她有什么做生意的好想法，也没有启动资金。

的确，对于发达国家的人来说，这种对生命的荒废可能没有什么直接影响，但对于这个非洲小女孩来说却影响很大：她可能沦落为携带艾滋病毒的妓女，将病毒传染给一个来到非洲旅游的美国人，而这个美国人又会将病毒带回自己的国家。或者，她可能会患上一种耐抗生素的肺

结核，这种病毒最终可能会传播到欧洲。如果她当初接受了足够的教育，她可能已经研制出了治疗阿尔茨海默病的良药，或者就像中国小姑娘戴满菊一样，她上学的机会来源于银行职员的一个疏忽，这可能使她最终成为雇用上千人的商业巨头。尼古拉斯·克里斯托弗和舍丽·吴顿在其著作《半边天》（*Half the Sky*）中讲述了这个小姑娘的故事。即使她没有这样的际遇，我们又有何理由不给她一次机会呢？

我们知道帮助穷人的有效方式吗？当我们回到这个问题时，分歧便会显现。辛格关于帮助别人的观点中隐含了一个前提，即你知道如何去做。在你不会游泳的前提下，甘愿牺牲一件衣服的道德准则便显得苍白无力。正因如此，在《你能拯救的生命》（*The Life You Can Save*）一书中，辛格不辞辛苦地为读者列举了很多实例，告诉他们可以在哪些地方伸出援手。在辛格的网站上，这部分内容是定期更新的，尼古拉斯·克里斯托弗和舍丽·吴顿也是这样做的。道理很简单，只谈世界上存在什么问题，而不去谈可行的解决方案，这样只能导致社会瘫痪，而非进步。

因此，真正有用的方式是从实际问题的角度去思考，这样就可以有针对性地找出解决具体问题的方法，而不是空谈外来援助。例如，世界卫生组织称，疟疾在2008年造成约100万人丧生，其中大多数是来自非洲的儿童。对此，我们认为，让人们睡在经过杀虫剂处理的蚊帐中，这样就可以挽救很多条性命。研究表明，在疟疾传播严重的地区，让人们睡在经过杀虫剂处理的蚊帐中，可以将疟疾的感染病例减少一半。那么，怎样做才能保证儿童都睡在这样的蚊帐中呢？

只要拿出约10美元，一个家庭就能得到一个经过杀虫剂处理的蚊帐，还会有人教他们怎样使用这种蚊帐。政府或非政府组织是否应向家长们免费提供这种蚊帐？或者按优惠价卖给他们？还是让他们自己去市场上按全价购买？这些问题是可以回答的，但答案却不甚明了。很多“专家”在这些问题上的立场十分强硬，却拿不出任何有力的证据。

疟疾是一种传染病，如果玛丽睡在蚊帐中，约翰就不太可能被传染——如果至少有一半人口睡在蚊帐中，另一半人口即使没睡在蚊帐中，他们被传染的概率也会大大降低。问题是，睡在蚊帐中的孩子的人数还不到总人口数的1/4。对于马里及肯尼亚的很多家庭来说，10美元的花费有些高。考虑到使用者及社区中其他人的利益，以优惠价销售蚊帐或免费赠送蚊帐似乎是个好办法。的确，免费发放蚊帐正是杰弗里·萨克斯所提倡的。伊斯特利和莫约则对此持反对态度。他们认为，如果人们不花钱就得到了蚊帐，那么他们就不会对其加以珍惜，因而也就不会去

用。即使他们用了，也可能会因此对施舍习以为常，在以后需要自己花钱购买蚊帐时便会退缩，或是在需要其他物品时也不愿自己花钱，而是等着别人免费赠送。这种情况会摧毁运转良好的市场。据莫约讲，一位蚊帐供应商就曾因一项免费发放蚊帐计划而破产。在该项计划停止之后，再也没有人愿意以任何价格提供蚊帐了。

要想解释这一争论，我们需要回答三个问题。第一，如果人们必须以全价（或者至少是全价的一大半）购买蚊帐，他们是否会放弃购买？第二，如果蚊帐是免费赠送的，或是以优惠价卖给人们的，他们是会使用这些蚊帐，还是将其浪费掉？第三，如果人们以优惠价购买了蚊帐，那么一旦以后价格不再优惠，他们是否还愿意去购买呢？

要想回答这些问题，我们就要观察并比较几组人在面对不同程度优惠价时的行为。这里，我们着重于“比较”，自己花钱购买蚊帐的人与免费得到蚊帐的人相比，他们的表现常常是不一样的。

那些自己花钱购买蚊帐的人可能都比较富有，受过良好的教育，而且知道自己为什么需要这种蚊帐；而那些免费得到蚊帐的人可能是因为贫穷，才会被某家非政府组织选中。不过，情况也可能恰恰相反：免费得到蚊帐的人社会关系优越，而穷人由于封闭只好以全价购买。无论是哪种情况，我们都无法从他们使用蚊帐的方式上得出任何结论。

因此，这些问题最简洁的回答方式就是模仿医学中为评估新药的效力而采用的随机对照实验（RCTs）。洛杉矶加利福尼亚大学的帕斯卡利娜·迪帕在肯尼亚开展了这样一项实验，随后，其他研究人员分别在乌干达和马达加斯加进行了类似的实验。在迪帕的实验中，随机选定的几个人在购买蚊帐时享受了不同程度的价格优惠。通过对几个小组在接受不同价格时的行为进行比较，迪帕便能回答我们前面列出的三个问题，至少在这项实验的背景下是这样的。

在本书的第三章，我们将详细描述迪帕的研究发现。尽管有争议的问题仍然存在（例如，这些实验并没有告诉我们，将进口的蚊帐以优惠价出售是否会损害当地厂家的利益），但这些实验结果还是使这场争论取得了实质性的进展，并极大地影响了这方面的政策导向及言辞。

从泛泛而论转向具体剖析，这样做还有一个好处：一旦我们了解穷人是否愿意花钱购买蚊帐，以及他们是否会使用免费得到的蚊帐，那么我们所了解的就不仅是发放蚊帐的最好方式了；我们还会了解，穷人是怎样做出选择的。例如，蚊帐得到广泛应用的最大阻碍可能是人们不了

解这种蚊帐的好处，可能是穷人买不起蚊帐，也可能是他们的头脑完全被当前的的问题所占据，根本没空去担心以后的事。通过回答这些问题，我们就能了解穷人的特殊性表现在哪些方面：他们除了手里没有多少钱之外，在生活上同其他人都是一样的吗？或是他们极度贫困的生活与其他人的生活在本质上有哪些不同？如果他们的生活有什么特殊之处，他们是否会因此而掉入“贫穷陷阱”？

被困于“贫穷陷阱”

对于蚊帐应免费赠送还是有价销售的问题，萨克斯和伊斯特利提出了截然相反的观点，这并不是巧合。在发展援助及对待贫穷等问题上，即使一些具体问题似乎应有标准答案，例如蚊帐的价格，但大多数富国专家所持的立场仍会受其特定世界观的影响。一方面，杰弗里·萨克斯（在联合国、世界卫生组织及援助机构的参与下）希望能为穷人提供更多援助，免费赠送穷人一些物品（化肥、蚊帐、学生电脑等），我们应劝告穷人去做我们（或萨克斯、联合国）认为对他们有好处的事。例如，孩子们可以在学校免费用餐，从而鼓励他们的父母定期送他们上学。另一方面，伊斯特利、莫约、美国企业研究院的相关人员以及其他一些人则反对援助，他们不仅认为援助会使政府变得腐败，而且从更基本的层面上看，他们认为，我们应该尊重人们的自由——如果这是他们不想要的东西，我们就没有理由强迫他们接受：如果孩子们不想去上学，那么对于他们来说，接受教育一定是没有意义的。

这些观点并不是毫无依据的。萨克斯和伊斯特利都是经济学家，他们的区别在很大程度上取决于对一个经济问题的回答，即一个国家是否会陷入贫穷。我们知道，萨克斯的观点是，由于地理位置不佳或运气不好，有些国家陷入了贫穷，而且常常会变得越来越穷。这些国家虽然拥有富裕起来的潜能，却需要先让自身走出困境，然后才能踏上繁荣之路。因此，萨克斯强调巨大推力的重要性。相反，伊斯特利指出，很多过去贫穷的国家现在却很富有，一些过去富有的国家现在却变穷了。他表示，如果贫穷的条件不是恒定的，那么“贫穷陷阱”就是一个残酷地诱骗穷国的伪概念。

同样的问题也可以问及个人，人们是否会陷入贫穷？如果是这样的话，一次性的援助投入会给一个人的生活带来巨大改变，使他走上一条新的道路，这也就是杰弗里·萨克斯“千年乡村计划”所蕴含的根本的哲学

理念。在那些幸运的村庄里，村民们得到了免费的化肥、免费在学校用餐及使用计算机、免费的医疗服务等，每个村庄每年消耗50万美元。根据该项目的网站介绍，该计划的意义就在于，“千年村庄经济经过一个时期的过渡，实现了从只够糊口的耕作到自给自足的商业活动的转变”。

在为该计划制作的音乐电视录像中，杰弗里·萨克斯和女演员安吉丽娜·约丽参观了肯尼亚的索里村，这是一座古老的千年村庄。他们在那里遇到了一位年轻的农民，名叫肯尼迪。由于领取了免费的化肥，肯尼迪家的收成是前几年的20倍，他因此攒下了一些积蓄，足够养活他自己一辈子的了。这里隐含的论点就是，肯尼迪掉进了“贫穷陷阱”，他买不起化肥，免费赠送的化肥解救了他，这是他逃离困境的唯一途径。

然而，怀疑者们会提出反对意见：如果化肥这么有利可图的话，那么肯尼迪当初为什么不只买一点点化肥，用在那块最好的田地里，这样他就可以提高这块地的产量，然后用挣来的钱多买一点儿化肥，留作来年用。如此循环下去，他就能买下家里田地所需的全部化肥了。

那么，肯尼迪究竟是否掉进了“贫穷陷阱”呢？

答案取决于这一策略的可行性：一开始只买一点点化肥，多挣一点点钱，然后将收益再次投入，挣更多的钱，最后再重复这一过程。不过，化肥或许只能批量购买，或许在使用过几次之后才有成效，抑或将收益再次投入并不如想象的那般顺利。你可以想出很多原因，用来解释为什么一位农民很难靠自己的力量发家。

稍后，我们会在第八章深入探讨肯尼迪的故事。但上述讨论有助于我们了解一个总体的原则：对于几乎无钱可投的人来说，一旦收入或财富迅速增长的范围受限，那么他就会掉入“贫穷陷阱”；但对于有能力投入的人来说，这一范围就会极大地扩展。另一方面，如果穷人快速增收的潜能很大，而且这一潜能随着富裕程度的提高而逐渐减弱，那么“贫穷陷阱”也就不复存在了。

经济学家都喜欢简单（有人称之为单纯化）的理论，他们习惯用图表来表现这种理论，我们也是一样。我们认为，下列两个图表有助于厘清关于贫穷本质的这场争论。在研究这两个图表时，我们要记住最重要的一点，即曲线的形状——我们在本书中会多次谈到这些形状。

对于那些相信“贫穷陷阱”的人来说，整个世界就像图1-1表现的那样，你今天的收入会影响将来的收入，这个将来可能是明天、下个月，也可能是下一代；你今天有多少钱决定着你能吃多少，有多少钱用来买

药、支付你孩子的教育费、为自家田地买来化肥或更好的种子，所有这些都决定着你会明天会有多少钱。

曲线的形状是关键。这条线一开始很平坦，然后突然升起，之后又逐渐变平。我们暂且选用英文字母“S”为其命名，称之为“S形曲线”。

这条S形曲线就是“贫穷陷阱”的来源。从对角线上来看，今天的收入等于明天的收入。对于处于“贫穷陷阱”地带的穷人来说，将来的收入低于今天的收入：曲线低于对角线。这就意味着，随着时间的流逝，这一地带的人会变得越来越穷，最终在N点陷入贫穷。从A1点开始的箭头代表一条可能的轨道：由A1到A2，再到A3，如此顺延下去。对于那些起点在“贫穷陷阱”地带以外的人来说，明天的收入会高于今天的收入：至少从某种程度上来说，他们会变得越来越富。以B1为起点、顺着B2、B3延伸的箭头代表着这一可喜的趋势。

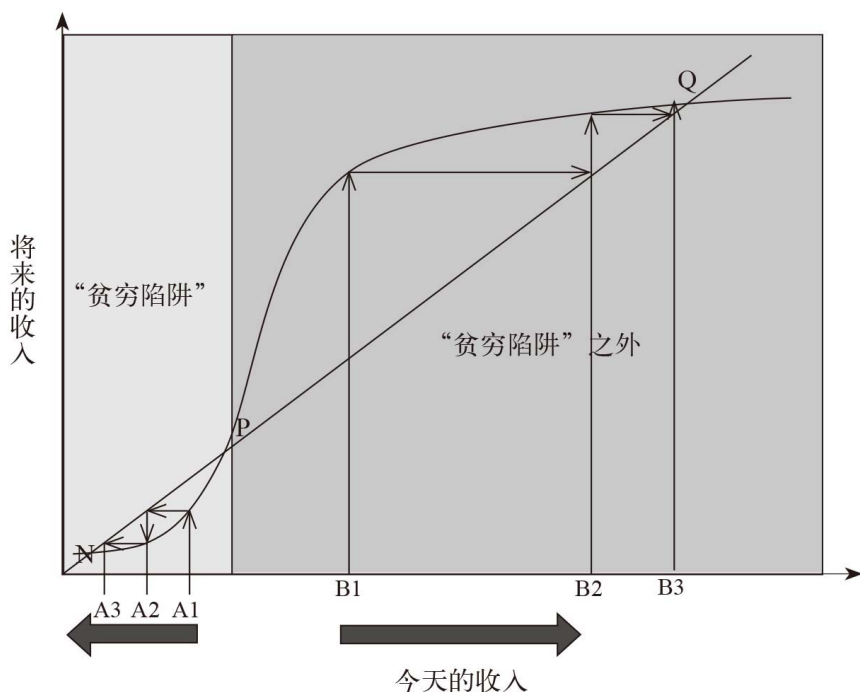


图1-1 S形曲线和“贫穷陷阱”

然而，很多（或许大多数）经济学家认为，整个世界常常更像图1-2。

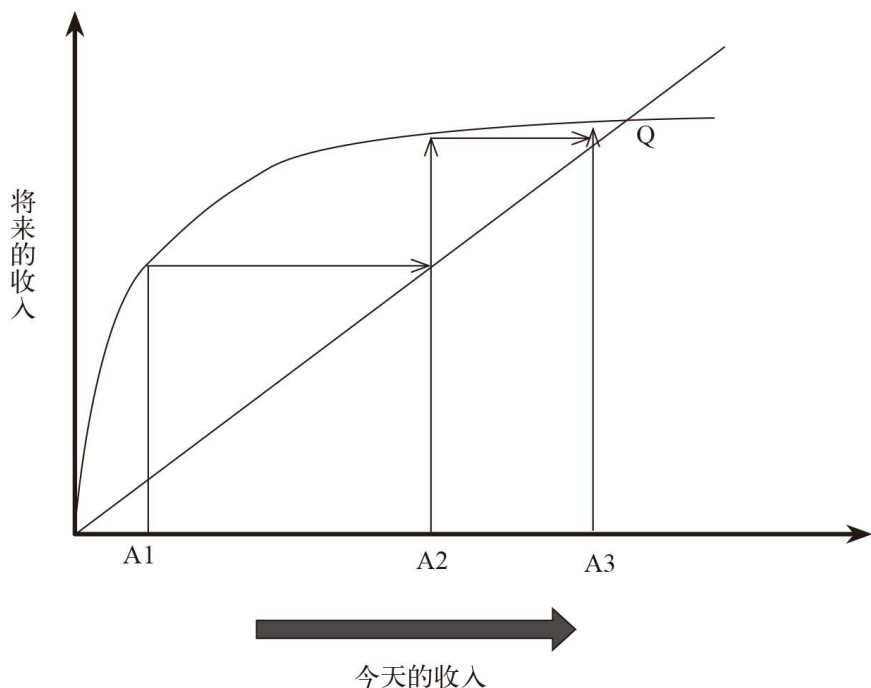


图1-2 反向L形曲线：不存在“贫穷陷阱”

图1-2有点儿像图1-1的右半部分，但它的左端没那么平坦。这条曲线一开始上升得很快，然后慢慢放缓。此图表明，世界上不存在“贫穷陷阱”，因为最穷的人也能挣到比他们原来的收入更多的钱，他们会变得越来越富，直到他们的收入停止增长为止（以A1为起点、顺着A2、A3延伸的箭头描绘了这条可能的轨道）。这里所体现的收入或许不是很高，但此图却暗示着，我们几乎没有必要帮助穷人了。在这个世界上，一次性的施舍（如给某人足够的收入，让她或他以A2而不是今天的A1为起点）并不能永久地提高一个人的收入，最多也只能让他们前进得更快一些，并不能改变他们最终前进的方向。

那么，哪个图表能更好地体现肯尼亚年轻农民肯尼迪的生活呢？要想找到这个问题的答案，我们需要了解一组简单的事实。比如，化肥能否少量购买？一个种植季到下一个种植季期间，是否不太容易攒下积蓄，所以即使肯尼迪在一个季节挣了钱，他也无法用这些钱做进一步投资？因此，这两个简单的图表所包含的理论传达了一个最重要的信息，即仅靠理论是不够的，要想真正回答“贫穷陷阱”是否存在这一问题，我们需要了解的是，现实世界能否由图表来体现。而且，我们需要通过一个个事例做出判断：如果我们的故事与化肥有关，那么我们就需要了解

关于化肥市场的一些现实情况；如果是关于存钱的分析，那么我们就需要了解穷人是怎样存钱的；如果是关于营养和健康的问题，那么我们就需要研究与此相关的领域。找不到一个普遍适用的答案，这听上去或许会令人有失信心。然而，实际上，政策制定者想要弄明白的不是穷人陷入困境的100万种方式，而是“贫穷陷阱”形成的几个重要因素。他们想通过缓解特定问题使穷人脱贫，让他们走上一条致富及投资的良性循环之路。

要想放弃那种普遍适用的答案，我们就要走出办公室，仔细地观察一下这个世界。这样一来，我们就遵循了发展经济学家多年的一个传统，即强调通过搜集正确的资料，提出对世界有用的想法。与上一代相比，我们拥有两大优势：第一，我们现在可以得到以前没有的、来自很多穷国的可靠信息；第二，我们可以使用一种强有力的新工具——随机对照实验，使研究人员可以在当地人的配合下开展大规模实验，从而验证他们的理论。在一次随机对照实验中，就像关于蚊帐的研究一样，研究人员随机选定一些个人或团体，让他们接受不同的“待遇”——不同的计划或同一计划的不同版本。由于接受不同“待遇”的个人是具有可比性的（因为他们都是随机选定的），他们之间的任何区别都来自特定待遇的影响。

一次实验并不能回答一个计划是否具有普遍的可行性，但我们可以开展一系列不同的实验，选取不同的地点或实验中不同的外来干预因素（或二者兼有）。统一起来看，我们既可以证实所得结论的可靠性（适用于肯尼亚的理论也适用于马达加斯加吗？），又能缩小解释这一现象的理论范围（究竟是什么阻止了肯尼亚？是化肥的价格还是钱不容易存的情况？）。这一新理论有助于我们设计一些干预策略及新的实验，使我们弄清之前可能令我们困惑不解的一些发现。渐渐地，我们就会全面了解穷人是怎样生活的，他们在哪些方面需要帮助，哪些方面不需要帮助。

2003年，我们创建阿卜杜勒·拉蒂夫·贾米尔贫困行动实验室，鼓励并支持其他研究人员、政府及非政府组织，共同致力于采用这种发展经济的新方式，并向政策制定者阐明他们所了解到的情况。人们对此的反应一直都非常强烈。截至2010年，实验室研究人员已在全球40个国家完成或正在开展240多个实验项目。大量的组织、研究人员及政策制定者都对随机对照实验的想法表示赞许。

人们对实验室研究的反应表明，很多人都赞同我们的基本定论。因

此，我们可以通过逐步积累、认真的思考、细致的实验与合理的执行，使世界上最重大的问题取得突破性进展。或许这看起来是不言而喻的，但本书从始至终都会提到，这并不是制定政策的常用方式。发展政策的实施以及随之而来的一场场争论，似乎都是以证据的不可依赖性为前提的：能被证明的证据是一种妄想，最多只是遥远的梦想，或是一种自娱。当我们开始踏上这条道路时，那些顽固的政策制定者及他们更加顽固的顾问常常会告诉我们：“我们必须要继续研究，而你们却沉溺于寻求证据。”即使在今天，仍然有很多人持这种观点。不过，还有很多人认为，这种急促毫无道理可言。他们同我们一样，每个人能做的就是，深入了解困扰穷人的具体问题，尽力找出实行干预的有效方式。在某些情况下，最好的选择是什么都不做。这是毫无疑问的，但这里并没有一定之规，正如花钱不一定总能解决问题一样。某一特定答案所映射的知识体系，以及对于这些答案的深入了解，才能使我们在某天真正懂得如何消除贫穷。

本书正是建立在这一知识体系之上的。我们所谈到的大量材料，都来源于我们及他人所开展的随机对照实验，但我们也通过其他渠道掌握了一些证据：从质和量的角度描述穷人是怎样生活的，研究一些特定机构是怎样运转的，以及哪些政策有效、哪些政策无效的各类证明。在本书的英文配套网站（www.pooreconomics.com）上，我们提供了相应的链接，读者可以看到书中所引用的各类研究、每一章节的说明图解以及一些摘录和图表，关于18个国家中每人每天不足99美分生活的方方面面，我们在本书中还会多次提到。

我们所选用的研究都有共同点，即表现了科学的强大力量、接受有关资料结论的开放性，以及关注穷人生活的特定具体问题。这些资料将表明，我们应在何种情况下担心陷入“贫穷陷阱”——“贫穷陷阱”并不是存在于每个领域。要想制定出有效的政策，我们有必要正确地回答这些问题。在后面的章节中，我们将看到错误的政策是怎样制定的，这种政策并非来自动机不良或是腐败，而仅仅是因为某些政策制定者头脑中的世界模式是错误的：他们认为某个地方有“贫穷陷阱”，而实际上却没有；或者另一个“贫穷陷阱”就摆在他们眼前，却被他们忽略掉了。

然而，本书所传达的信息不仅仅是“贫穷陷阱”。我们将会看到，专家、援助者及当地政策制定者的思想、无知及惯性常常可以表明，为什么有些政策失败了，有些援助没有达到其应有的效果。我们能够将世界变成一个更美好的地方。这可能无法在明天就实现，但一定会在我们触

手可及的将来实现。不过。靠惰性思维是无法实现这个梦想的。我们希望你明白，我们一步步耐心的研究，不仅仅是抗击贫穷的有效方式，而且还能使世界变成一个更有意义的地方。

第一部分 生活案例

第二章

饥饿人口已达到10亿？

对于西方很多人来说，贫穷可以说是饥饿的代名词。除了2004年12月的大海啸和2010年海地地震这种大天灾之外，最能影响全球穷人的事件莫过于20世纪80年代初期的埃塞俄比亚饥荒，以及1985年3月举行的“天下一家”音乐会。该事件充分激发了公众的想象力，催生了大规模的慈善活动。2009年6月，联合国粮农组织（FAO）发表的一份声明曾是头条新闻。该声明指出，全球超过10亿人正在挨饿。这一说法的影响力度大，超过了世界银行对全球每天生活费用不足1美元人数的统计。

贫穷与饥饿已被列入联合国千年发展目标（MDG）中，其表述方式为，“消除贫穷与饥饿”。的确，很多国家都制定了各自的贫穷线，其最初的依据就是饥饿的概念、购买一定量食品的预算，以及其他一些必要的支出（如住房）。“穷人”基本被定义为吃不饱饭的人。

因此，政府对穷人的大力救助势必基于这样一种想法，即穷人迫切地需要食物，而需求量则是至关重要的一点。食品补贴在中东司空见惯：埃及在2008—2009年花费了38亿美元（占其国民生产总值的2%），用于食品补贴；印尼制定了分配补贴大米的Rakshin计划；印度的很多邦都出台了类似的政策，例如，在奥里萨邦，穷人每月可以购买55磅大米，每磅4卢比，这一价格低于市场价格20%。目前，印度议会正在就构建《食品权利法案》展开辩论，这一法案将赋予人们因挨饿起诉政府的权利。

就物流方面来说，大规模的粮食援助如噩梦一般。据估计，印度超过一半的小麦和三分之一的大米在运输途中“不知所踪”，其中大部分都被老鼠糟蹋了。如果政府漠视这种浪费，仍坚持原有政策，其原因或许是他们认为饥饿与贫穷之间联系紧密，还可能因为人们觉得，穷人没有能力填饱自己的肚子，这也是“贫穷陷阱”产生的根本原因之一。然而，一种强大的直觉告诉我们：穷人买不起足够的食物，这才是造成他们效率低下、生活贫困的原因。

帕克·索林住在印尼万隆省的一个小村庄，他曾向我们解释过这

种“贫穷陷阱”的形成过程。

帕克的父母过去有一小块地，但他们要养活13个孩子，还要盖很多房子，供他们自己和孩子们居住。因此，他们已经没有可以用来耕作的土地了。帕克·索林一直在做临时农工，在地里干一天活儿能挣1万印度尼西亚盾（购买力平价2美元）。然而，由于化肥、燃料价格上涨，农民们被迫节省开支。据帕克·索林说，当地农民决定不削减工资，但也不再雇用更多人手。于是，帕克·索林大部分时间都处于失业状态：在2008年我们见到他之前的两个月里，他一份农活儿也没找到。如果年轻人遇到这种状况，他们通常可以转行去当建筑工人。不过，帕克解释说，大多数体力活儿他都干不了，而那些技术含量高的工作，他又缺乏经验，对于年过四十的他来说，重新学门手艺又为时已晚，没有人会雇用他的。

为了生存，帕克一家（他和妻子及三个孩子）不得不做出一些常人难以想象的事情。他的妻子动身前往80英里（129千米）之外的雅加达，通过朋友介绍，到别人家里当用人，可她挣的钱仍不够养活三个孩子。他们的长子尽管只有12岁，学习成绩也不错，却不得不辍学到建筑工地上当学徒。另外两个年纪较小的孩子，不得不送到孩子的爷爷奶奶那里，跟他们一起生活。而帕克自己的生活来源是每周从政府领到的9磅（4千克）救济大米，还有他自己在湖畔捕的鱼（他不会游泳）。他的弟弟偶尔也会救济救济他。就在我们跟他谈话前的一周，有四天他每天只吃两顿饭，剩下的三天每天只吃一顿。

帕克的情况似乎让他别无选择，他把自己的问题归结为粮食问题，或者更确切点儿说，是缺粮问题。他认为，拥有土地的农民之所以决定辞退工人，而不是降低工资，原因在于他们认定，在粮食涨价的情况下，降低工资会让工人吃不饱饭，降低他们在田间地头的工作效率。这正是自己找不到活儿干的原因。显然，他愿意找活儿干，但由于吃不饱，他整个人都虚弱无力，沮丧之情随之而来，这也在一点点削弱他的意志，使他不再去想该如何解决自己的问题。

从帕克的经历来看，“贫穷陷阱”的概念基于人们能否获取足够的营养，但这一概念却是老生常谈。早在1958年，经济学中就已首次出现这一正式说法。

这个概念的道理很简单。人要想活下去，就必须获得一定能量。如果一个人穷困潦倒，那么即便他倾其所有，也仅够买果腹之食，勉强维持生命而已。我们遇到帕克时，他的情况就是如此：忍饥挨饿，仅有的

一点点力气只能用来到河里捕鱼。

如果人们更富有，他们就可以购买更多食物。一旦人体的新陈代谢需求得到了满足，所有额外的食物就可以用来增强力量，人的生产效率就会提高，从而生产出更多东西，满足维持生命以外的其他需求。

这一简单的生理机制产生了今天的收入与未来收入的S形关系，这种关系很像图1-1所展现的情况：穷人挣的钱太少，导致他们无法胜任重要工作，但那些可以吃饱饭的人，却足以胜任细致的农活儿。这就产生了一种“贫穷陷阱”：穷人变得越来越穷；而富人则变得越来越富，吃得越来越好，身体也越来越强壮，从而变得更加富有。因此，贫富差距会进一步扩大。

帕克·索林向我们解释了人们陷入饥饿困境的可能性因素，尽管这一解释的合理性似乎无懈可击，但他的陈述中隐约透露着一些令人不安的内容。我们并不是在战火纷飞的苏丹见到他的，也不是在洪灾肆虐的孟加拉国，而是在富裕城市爪哇的一个村庄。那里的粮食价格尽管在2007—2008年有所上涨，但当地的粮食储备显然是充足的，吃一顿饭也花不了多少钱。当我们见到帕克时，他显然吃不饱，但还是能够生存下来；那么，为什么没有人肯花钱雇用他，给予他所需的额外营养，使他具备足够的生产力，然后让他来干一整天的活儿？“贫穷陷阱”的概念基于饥饿这种看法虽然颇具合理性，但在实际情况中，就今天的大多数穷人来说，“贫穷陷阱”与饥饿之间究竟存在怎样的联系呢？

饥饿人口真的已达到了10亿？

我们关于“贫穷陷阱”的描述中隐含着这样一个依据，即穷人会吃得尽可能地多。的确，基于基本生理机制的S形曲线有着显而易见的含义：如果穷人有机会可以吃得多一点儿，他们就能做一些有意义的工作，走出“贫穷陷阱”地带。因此，穷人吃得越多越好。

然而，这并非我们所看到的实际情况。对大多数每天的生活费用少于99美分的人来说，他们似乎并没有在挨饿。如果他们在挨饿的话，那么他们就应将自己手中的所有钱都用来买吃的。但是，他们并没有那样做。我们对18个国家的穷人生活的调查数据显示，食品消费只占农村极度贫困人口总消费的36%~79%，占城市贫困人口消费的53%~74%。

这并不意味着他们把余下的钱都花在了购买其他必需品上。比如，

在印度的乌代布尔，我们发现，如果完全去除烟酒及节日性花费，一般的贫困家庭花在食物上的钱比实际多30%。穷人似乎有更多的选择，他们并不推崇将所有的钱都用来买吃的。

看看穷人会怎样花掉偶尔多出来的钱，这一点便显而易见。尽管他们会首先解决一些不可避免的花费（他们需要衣服、药品等）。如果他们的谋生方式主要依靠体力，那么我们可以想象，即使手头有了一点儿多余的钱，他们也会全部用来买吃的，其食物预算的比例也会比整体预算上升得快（因为二者上涨的量是相同的，而食物只是整体预算的一部分，因此其增长的比例更大）。然而，这看上去似乎并不正确。在印度的马哈拉施特拉邦，1983年时（距离印度近期的发展还很遥远——大多数家庭每人每天的生活费用不足99美分），即使对于最贫穷的群体来说，在1%的总体花费中，有67%都花费在食物上。出乎意料的是，就这一事例中最贫穷的人（每人每天约挣50美分）和最富有的人（每人每天约挣3美元）来说，二者之间并无太大区别。在马哈拉施特拉邦的例子中，全球收入与食品消费之间的关系非常具有代表性：即使对于十分贫穷的人来说，食物花费的上涨也远远低于原来的预算。

同样令人惊讶的是，即使是人们花在食物上的钱，也并没有全部用来增加人们的能量或微量营养素。当穷人可以多买一点儿食物时，他们并不注重用所有投入换取更多能量。相反，他们会选择买一些口味更好的、价钱更高的食品。对于1983年马哈拉施特拉邦最贫穷的群体来说，工资的上涨意味着有更多的钱可以用来购买食品，但人们却用50%的工资来购买能量更高的食品，另外50%则用来购买价钱更高的食品。就每个卢比所购买食品的能量来说，小米（高粱和珍珠粟）显然是最合算的。然而，人们只用约2/3的钱购买了这种粮食，另外1/3的钱买了大米和小麦（其提供每卡路里热量的价钱约为小米的2倍）。此外，穷人用来买糖的钱几乎占其总预算的5%，同谷物相比，作为人体能量来源的糖价格更高，但其营养价值却远远不及谷物。

罗伯特·延森和诺兰·米勒发现了一件令人不可思议的事，即食品消费的“质量飞跃”。在中国的两个地区，他们随机选定了一些贫穷家庭，然后给予他们大量的主食价格补贴（一个地区是面条，另一个地区是大米）。我们通常认为，当某物的价格下降时，人们便会买得更多。然而，情况恰恰相反。大米或小麦的价格便宜了，那些得到补贴的家庭购买的这两种粮食反而减少了，虾和肉的消费却提升了。令人惊讶的是，对于那些得到补贴的人来说，尽管他们的购买力增强了，但其自身的能

量吸收并没有提高，而且可能还会有所降低。从另一方面来看，这些人所摄入的营养含量也没有得到任何提高。一种可能的解释就是，主食占家庭预算的很大一部分，因而补贴使他们变得更富有：如果主食的消费与贫穷的状态有关（比如说，因为主食价格便宜，但不那么好吃），那么富有的感觉可能会促使他们买更少的主食。这再次表明，至少对于这些非常贫穷的城市家庭来说，他们并不是优先选择获取更多的能量，而是获取味道更好的能量。

在今天的印度，营养问题也成了一个谜。媒体对于这一问题的标准报道就是，随着城市中产阶级变得越来越富有，肥胖及糖尿病病例呈快速增长之势。然而，安格斯·迪顿和让·德雷兹表示，过去25年来，印度人的营养问题并不是他们变得越来越胖，而是他们实际上吃得越来越少。尽管印度的经济发展迅速，但其人均卡路里消费却在持续下降。此外，除了脂肪之外，各类人群（即使是最贫穷的人群）在其他营养品上的消费似乎也有所下降。迄今为止，城市地区超过3/4的人口人均卡路里消费不足2 100卡，农村地区人口则不足2 400卡——印度将这组数据作为体力劳动者应达到的“最低要求”。富人比穷人吃得更多，这仍然是一个现实情况。然而，从各个收入水平来说，用于购买食品的预算部分已有所下降。而且，食品的构成已然改变，同样数目的钱现在被人们用来购买了价格更高的食品。

这一变化并非源于收入的下降——据某些人说，实际上收入正在增长。虽然印度人现在越来越富有，但各个收入水平的人却吃得比以往更少。原因也并不在于食品价格的上涨——20世纪80年代初期至2005年期间，无论是在印度的农村还是城市，食品价格较之其他产品都有所下降。虽然食品价格自2005年起再次上涨，但卡路里消费的下降正是发生在食品价格下降之际。

因此，包括被世界粮农组织归类为饥民在内的穷人，即使在可以吃更多的情况下，他们似乎也不愿意那样做。的确，他们似乎吃得越来越少，这究竟是怎么回事呢？

揭开这一谜团的合理起点是，假定穷人知道他们自己正在做什么——毕竟，他们是能吃能干的人。如果他们确实能够吃得更多，从而大大提高生产力，挣到更多的钱，那么一旦出现这样的机会，他们便会抓住。因此，是否吃得更多并不能真正提高我们的生产力，因而也就不存在基于营养说的“贫穷陷阱”？

“贫穷陷阱”可能不存在的一个原因就是，大多数人都能吃饱饭。

至少就食品储量来说，我们今天生活的这个世界有能力让每一个人都吃饱饭。在1996年的世界粮食峰会上，据世界粮农组织估计，当年的世界粮食产量足以向每人提供每天2 700卡路里热量。这是几个世纪粮食供应革新的成果，当然，我们还要感谢农业科技领域的伟大革新，还有几个更为平凡的因素，如西班牙人于16世纪在秘鲁发现了土豆，将其引入欧洲并推广为食品。研究表明，在18世纪到19世纪期间，土豆的出现使世界人口增长了12%。

饥饿的确存在于当今世界，但只是人类食物分配方式的一种结果。绝对的食物匮乏并不存在。当然，如果我吃得比所需的多，或者更合理地讲，将更多的玉米转化成了能量，我就能好好游游泳，那么所有其他人得到的就会更少。然而，尽管如此，大多数人，甚至大多数非常贫穷的人，似乎都能挣够糊口的钱。这仅仅是因为，通常情况下，能提供卡路里的食品，价格都不高。根据菲律宾人的价格数据，我们算出了足以提供2 400卡路里的最便宜食品的价格，包含10%来自蛋白质的卡路里，还有15%来自脂肪的卡路里。按购买力平价计算，这只会花费21美分，就算是每天靠99美分生活的人也买得起。问题在于，这样，他们只能吃到香蕉和鸡蛋。不过，只要人们在必要时会有吃香蕉和鸡蛋的心理准备，我们就会发现，几乎没有人会停留在S形曲线的左半边，这说明他们都有能力赚到足够的钱养活自己。

这与印度的调查结果一致。在那些调查中，人们需要回答，他们是否能吃饱，比如，“每个家庭中的每个人一天吃两顿饱饭”，或者“每人每天是否有足够的食物吃”。认为自己吃不饱的人，其比例会随着时间的推移而大幅度减少——从1983年的17%降到2004年的2%。因此，人们之所以会吃得更少，或许是因为他们的饥饿程度降低了。

或许，尽管人们摄入了更少的卡路里，但他们真的不再那么容易饥饿了。或许，由于水质及卫生条件的改善，人们不再因一次次的腹泻或其他疾病而流失那么多卡路里。或许，人们的饥饿程度之所以降低，是因为重体力劳动的减少——村里有了可饮用水，妇女们不再需要长途跋涉地去挑水；交通状况的改善，人们出门就不用全靠步行；即使是在最贫穷的村子里，面粉都用电动磨粉机来磨，而不是由妇女们用手来磨。印度医学研究会分别计算了重度、中度及轻度体力劳动者的卡路里需求量，通过计算出来的卡路里平均值，迪顿和德雷兹注意到，过去25年来，卡路里消耗量的下降几乎完全可以解释为，一天中大部分时间从事重体力劳动者人数的相对减少。

如果大多数人都处于非饥饿状态，那么他们因消耗更多卡路里而获取的生产力就可能相对下降。由此，我们可以理解，为什么人们会选择把钱花在别处，即放弃香蕉和鸡蛋，转而选择某种更棒的食物。很多年前，约翰·施特劳斯为证明卡路里对生产力的作用，一直在寻找一个典型的例子。他选定了塞拉利昂从事个体经营的农民为研究对象，因为他们是真正辛苦劳作的人。约翰发现，如果一个农工的卡路里摄入量增加10%，那么他的生产力最多可以提高4%。因此，即便人们加倍消耗食物，他们的收入也只能增加40%。此外，卡路里与生产力之间的关系并不呈S形曲线，而是反向的L形曲线，就像图1-2所展现的那样：最高的收入来自低水平的食物消耗。一旦人们能够吃饱饭，他们的收入就不会产生大幅度的跃升。这表明，与不那么贫穷的人相比，摄入更多卡路里对于非常贫穷的人来说更有好处。在这种情形中，我们恰恰看不到所谓的“贫穷陷阱”。因此，大多数人的贫穷状态，并非是由他们吃不饱饭造成的。

这并不是说，基于饥饿的“贫穷陷阱”存在不合理性。更丰富的营养可以使某人走上富裕之路，这一想法从历史角度来看的确至关重要，甚至在今天的某些情况下仍然十分重要。根据诺贝尔奖得主、经济历史学家罗伯特·福格尔的计算，在欧洲文艺复兴及中世纪时期，粮食产量并不足以维持所有劳动者所需的卡路里，这就是当时出现大量乞丐的原因——他们几乎不具备任何劳动能力。仅仅是糊口的压力，似乎就足以迫使某些人采取极端的做法：在16世纪中期至19世纪时期，曾盛行“杀死女巫”活动。当时农作物歉收的现象十分普遍，渔业也不发达。女巫们大都是单身女性，其中以寡妇居多。S形曲线的逻辑表明，当资源紧缺时，通过牺牲某些人，让余下的人能吃饱，使其具备劳动能力，为生存而赚钱，这从经济角度来看是合理的。

贫穷家庭偶尔会被迫做出如此艰难的选择，至今这种现象依旧存在。在20世纪60年代印度的旱灾期间，很多家庭无地可种，女孩比男孩更容易夭折，但在雨水正常的情况下，男孩、女孩的死亡比例并无多大差别。而在“小冰期”时期，坦桑尼亚一旦发生旱灾，就会经历一次“杀死女巫”的暴行——在资源紧缺的情况下，这是除掉无用闲人的一种便捷方式。很多家庭会在突然间发现，与他们生活在一起的较年长的女人（常常是祖母）是一个“女巫”，然后她就会被村里的其他人追捕或杀死。

因此，粮食短缺有时仍是一个问题。然而，在大多数情况下，我们今天生活着的这个世界都十分富裕，关于贫穷的故事并不会成为它的主

旋律。不过，在天灾人祸频发时期，或是当饥荒造成几百万人死去或病倒时，情况自然会有所不同。阿马蒂亚·森曾指出，近期发生的一些饥荒并不是粮食短缺造成的，而是制度出现了问题，导致现有食品分配不合理，甚至在有些地区面临饥饿的情况下，政府仍然将可用粮食储存起来。

那么，我们应该听之任之吗？我们能否考虑到，尽管穷人可能吃不了多少，但他们仍需要吃饱。

穷人真的吃得好、吃得饱吗？

我们始终感觉，与真实情况相比，任何故事都欠缺说服力。假定在印度最贫穷的家庭，每人每天消耗约1 400卡路里，会有人因不需要那么多卡路里而减少食品消费吗？1 200卡路里是众所周知的半饥饿状态，想要快速减肥的人常会得到这样的饮食建议；不过，1 400卡路里似乎比这种状态强不了多少。据各地的疾病控制中心称，2000年美国普通男性每天消耗2 475卡路里。

然而，印度最贫穷的人的身材较为瘦小，这一点也是事实。而且，如果一个人身材十分瘦小，那么她/他也就不需要过多的卡路里。不过，这是不是又把问题推回原地了？为什么印度最贫穷的人身材如此瘦小？为什么南亚人都骨瘦如柴？衡量营养状态的标准方式是体重指数（BMI），这是评估体重与身高比例的重要方式（如身高更高的人体重也就更重）。营养不良的国际底线为BMI 18.5，BMI在18.5~25之间属于正常范围，BMI超过25的人被定为肥胖状态。通过这一衡量标准，2004—2005年间，印度33%的男人和36%的女人是营养不良的，二者在1989年时的这一比例均为49%。在提供人口统计及健康调查数据的83个国家之中，只有厄立特里亚出现了更多营养不良的成年女性。印度女性、尼泊尔女性及孟加拉国女性，也属于世界上身材最矮小的女性。

这一点是否应加以考虑呢？这是否应完全归因于南亚人的基因问题，就像深色眼睛或黑色头发一样，与他们在这个世界上的成功与否无关？毕竟，即使是在英国或美国的南亚移民，他们的孩子也比白人孩子或黑人孩子个子更矮。然而，在无异族通婚的情况下，如果有两代人一直生活在西方，南亚移民的孩子在身高上便会与其他民族的孩子差不多。因此，尽管对于个人成长来说，基因构成的确至关重要，但人类在

身高方面的基因差别是极其微小的。如果第一代母亲的孩子身材依然十分矮小，那么部分原因可能在于，这一代母亲在童年时就营养不良，因此才会生下身材较为矮小的孩子。

因此，相比其他国家的人来说，如果南亚人身材矮小，很可能是因为南亚人及其父母所吸收的营养较少。有证据表明，印度的儿童极度营养不良。衡量儿童在童年时期是否营养充足，常用的尺度就是对照这一年龄的国际标准身高。通过这一标准，印度国家家庭卫生研究（NFHS）所显示的数据令人震惊：约一半5岁以下的儿童发育迟缓。这也就意味着，他们的营养摄入还远远达不到标准。其中1/4的孩子极度营养不良，说明儿童营养问题的严重性。参照孩子们的身高，他们的体重也大大低于标准体重：在三岁以下的儿童中，每5个儿童中就有一个儿童处于消瘦状态，也就是说，低于国际极度营养不良的标准。令人尤为震惊的是，撒哈拉沙漠以南的非洲是世界上最贫穷的地区，但那里的儿童发育迟缓及消瘦的比例，仅为印度的一半。

对此，我们是否应在意呢？这本身不就是个小问题吗？那么，别忘了还有奥运会的大问题。作为一个拥有10亿人口的国家，在过去22届奥运会中，印度平均每届仅获得0.92枚奖牌，少于特立尼达和多巴哥的0.93枚。相比之下，中国在8届奥运会中共获奖牌386枚，平均每届获48.3枚。世界上72个国家的奥运会成绩都优于印度，除掉其中人口最多的6个国家，印度的人口相当于其他国家人口的10倍。

印度虽然是贫穷国家，但它并不像过去那样贫穷了，而且还要好于喀麦隆、埃塞俄比亚、加纳、海地、肯尼亚、莫桑比克、尼日利亚、坦桑尼亚及乌干达。然而，这些国家人均获奖数却是印度的10倍以上。的确，每届奥运会获奖数少于印度的国家，其人口几乎都不到印度人口的十分之一，除了巴基斯坦和孟加拉国。特别是孟加拉国，它是全球唯一一个人口超过1亿、从未获过奥运会奖牌的国家，尼泊尔次之。

这显然是一种模式。有人或许会将其归因于南亚人对于板球的沉迷——这也是一种殖民产物，与困扰美国人的棒球相伴生——但就算板球占据了世界1/4人口所有的运动才能，它在奥运会上的弱势便情有可原了吗？澳大利亚、英国，甚至小小的西印度群岛都热衷于体育，而且还占据人口上的优势，但南亚人从未像这些国家在其繁荣期那样，统治过板球这一领域。例如，孟加拉国的人口相当于英国、南非、澳大利亚、新西兰及西印度群岛的总和。鉴于儿童营养不良是南亚的一个突出问题，那么儿童发育迟缓和奥运会成绩不佳之间，似乎存在着某种关联。

奥运会并非唯一一个身高发挥重要作用的地方。无论是穷国还是富国，身材高大的人都能挣得更多。关于身高是否与生产力相关，人们长久以来一直都莫衷一是。比如，有人争辩说这种说法歧视身材较矮的人。然而，安妮·凯斯和克里斯·帕克森近期发表了一篇论文，在身高与生产力之间的关系方面取得了一些进展。他们表示，在英国和美国，智商的高低完全可以由身高的效应来解释：但当我们对智商相同的两个人做比较时，身高与收入之间不存在任何关系。为了解释这一发现，凯斯和帕克森表示，真正起作用的是童年时期充足的营养摄取。一般来说，童年摄取充足营养的人，都会长得更高大、更聪明。正是因为他们更聪明，所以他们才会赚到更多的钱。当然，很多不那么高大的人也很聪明（因为他们已长到应有的高度），但总体来说，个子高的人在生活中更出色，因为他们显然更可能发挥自身的遗传潜力（在身高及智力方面都是这样）。

路透社将这项研究以《关于更高的人更聪明的研究》为标题做了报道，听上去很平常，却引发了一场风暴。凯斯和帕克森顿时淹没在充满敌意的电子邮件之中。一个男人（身高1.5米）责备说，“你们太可耻了”；另一个人（身高1.71米）说道，“我觉得你们的结论具有侮辱性、煽动性，是一种偏见和偏执”；还有一个未透露身高的人说，“你们拿了一把枪，将枪口对准了个子不高的人群的脑袋”。

然而，事实上，有大量证据支持这一观点，即童年时期的营养不良会直接影响成人的处世能力。在肯尼亚，持续得到抗蠕虫药片达两年的孩子，其上学的时间及在青年时期挣的钱比只得到1年抗蠕虫药片的孩子多20%：蠕虫会造成贫血及营养不良。一些最优秀的营养学专家研究表明，童年时期适度的营养摄入具有深远意义，这一点是毫无疑问的。他们的结论是：“营养不良儿童的个子更有可能长不高、学习成绩更差、生下的孩子更瘦小。此外，营养不良还与成年时期的经济地位较低有关”。

营养不良会影响人们未来的生活机遇，这种影响在他们出生之前就开始了。1995年，《英国医学杂志》（*British Medical Journal*）首次使用了“巴克假说”（Barker Hypothesis）一词，这是戴维·巴克医生的理论，即母体子宫的条件对婴儿生活机遇具有长期影响。很多人都支持“巴克假说”。例如，在坦桑尼亚，与未服用碘胶囊的孕妇所生的孩子相比，如果孕妇在怀孕期间摄入了足够量的碘（根据一项间歇性的政府计划，政府会向孕妇发放碘胶囊），她们生下的孩子能够多上4个月至半年的

学。尽管多上半年学似乎没什么大不了的，但考虑到大多数这样的孩子只能上四五年学，多上半年学就意味着不小的收获。实际上，在这一估算的基础上，研究结果表明，如果每位母亲当初都服用了碘胶囊，那么非洲中部及南部孩子们的学习总成绩就会上升7.5%。这反过来又会影响到孩子们一生的工作能力。

尽管我们看到，单凭卡路里的增加，本质上对生产力似乎没多大影响，但即使成人也有一些可以补充营养的方法。我们熟知的一种方法就是，多吸收铁元素可以治贫血。在亚洲很多国家，包括印度和印尼，贫血都是一个主要的健康问题。印尼6%的男性和38%的女性都患有贫血症，印度的相应数据为24%和56%。贫血与有氧代谢能力低下、身体虚弱及疲倦有关。在某些病例中，特别对于孕妇来说，贫血还可能会危及生命。

印尼的铁营养状况评价与研究项目在农村随机选出一些男性和女性，每几个月定期为他们补充铁元素，给另一对照组用的则是安慰剂。研究表明，铁元素的补充使男性工作更努力，他们由此而增加了收入，可以用来买几年所需的加铁鱼酱。以购买力平价计算，购买一年的鱼酱只需花费7美元。如果是一位男性个体户的话，他补铁后每年的收入会增加46美元——这是很合算的投资。

问题是，人们似乎不想要更多的食物，而更多的食物，特别是更多理智购买的食物，可以使人们及其子女在生活中更成功。而且，能够实现这一点的关键投资并不昂贵。大多数母亲肯定都买得起加碘盐，这种盐目前在世界上很多地方都非常普遍；或者每两年服用一次碘药剂（每剂药花费51美分）。在肯尼亚，国际儿童扶持会制订了一个抗蠕虫计划，呼吁家长为他们正在上学的孩子花上几美分，接受抗蠕虫治疗。几乎所有的家长都没有响应，这样就剥夺了孩子们一生多赚上百美元的机会。至于食物方面，各个家庭只需少买一点儿昂贵的谷类粮食（如大米和小麦）、甜食及加工食品，多买一点儿叶类蔬菜及粗粮，就会很容易得到更多的卡路里及其他营养物质。

为什么穷人吃得这么少？

谁知道？

为什么贫血的印尼上班族自己不买加铁鱼酱？一种答案就是，如果

老板们意识不到营养充足的员工工作能力更强，那么员工自然会对“更强的工作能力将获取更多的收入”产生怀疑。如果老板付给每位员工相同的工资，那么他们就不需要吃得更多、变得更强壮了。在菲律宾，一项研究表明，那些既要挣基本工资又要挣计件工资的人，他们在挣计件工资时要多吃25%的食物。在挣计件工资时，工作能力十分重要，因为干得越多，挣得也就越多。

然而，这并不能说明，为什么印度所有的怀孕妇女都不吃加碘盐，这种盐目前几乎在每个村子都能买到。一种可能就是，人们并没有意识到，让自己及子女吃得更好有什么价值。人们并不完全了解微量营养素的重要性，即使是科学家也一样，直到最近情况才有所改善。尽管微量营养素价格便宜，而且有时能够大大提高人们一生的收入，我们仍然有必要搞清楚该吃些什么（或该服用哪种药）。并非人人都知道这方面的信息，即使是在美国也一样。

此外，当别人告诉自己应改变饮食结构时，人们一般都会持怀疑态度，这可能是因为人们一直钟爱自己吃的食物。1966—1967年时，大米的价格迅速上涨。西孟加拉邦首席部长说，少吃大米多吃蔬菜不仅有益于人们的身体健康，还可以节省他们的预算。这引发了一阵抗议。于是，这位部长无论走到哪里，人们都会用蔬菜做的花环迎接他。现在看来，他或许是对的。安托万·帕芒蒂埃是18世纪法国的一位药剂师，早年十分热衷于土豆。不过，安托万了解大众支持的重要性，他显然已经预见到了人们对此所持的反对意见。他向大众展示了一套他自己发明的土豆食谱，包括经典菜——帕蒙蒂耶烤土豆泥（Hachis Parmentier），英国人将其称为“羊倌肉饼”，是由一层碎肉和一层土豆泥做成的焙盘。于是，安托万开辟了一条新的道路，这条道路虽然迂回曲折，但最终，他发明了“自由薯条”。

另外，仅凭个人经验，并不容易了解太多这种营养物质的价值。碘会使你的孩子变得更聪明，但摄入量的多少并无多大差别（不过，量变也会引起质变）。而且，在大多数情况下，你在多年之中既不会发现小变化，也看不到大变化。碘虽然能使人变得更强壮，但并不能突然之间把你变成一个“超人”——个体户每周的收入都会出现上下波动，因此对他自己来说，每年多挣40美元也可能察觉不到。

因此，穷人在选择食品时，主要考虑的并不是价格是否便宜，也不是有无营养价值，而是食品的口味怎么样。乔治·奥威尔在其《通向威根码头之路》（*The Road to Wigan Pier*）一书中，成功地描述了英国穷人

的生活。书中写道：

他们的食物主要有白面包、人造黄油、罐装牛肉、加糖茶和土豆——这些食物都很糟糕。如果他们多花点儿钱，去买一些健康食品，如橘子和全麦面包；或者，他们可以学《新政客》（*New Statesman*）的读者，为节省燃料而生吃胡萝卜，那样不是更好吗？是的，那样当然会更好，但问题是，没有人会这样做。还没等到要靠黑面包和生胡萝卜为生时，正常人早已饿得肚子咕咕叫了。而且，特别遗憾的一点是，你手里的钱越少，你就越不愿意购买健康食品。一位百万富翁可能喜欢以橘子汁和薄脆饼干当早餐，但一位失业人员是不会喜欢的……当你陷入失业状态，你并不想吃乏味的健康食品，而是想吃点儿味道不错的东西，总会有一些便宜而又好吃的食品诱惑着你。

比食物更重要

穷人常常拒绝我们为其想出的完美计划，因为他们不相信这些计划会有什么效果。这也是贯穿本书的一个主题。穷人饮食习惯的另一个解释是，在他们的生活中，还有比食物更重要的东西。

大量记录显示，发展中国家的穷人会花很多钱来置办婚礼、嫁妆、洗礼等，这很可能是怕丢面子的结果。印度婚礼的花费是众所周知的，不过也有一些不那么令人愉快的场合，如一个家庭被迫举办一场奢侈的聚会。在南非，在大量老人及婴儿出现死亡的时期，人们制定了葬礼应花多少钱的社会规范。根据传统，人们只需将死去的婴儿简单埋葬，但要为死去的老人举办隆重的葬礼，葬礼所需费用为死者一生的积蓄。由于艾滋病毒的泛滥，很多年轻人还没来得及为自己积攒葬礼费用，便要撒手人寰了，而他们的家人迫于传统仍要大操大办。对于刚刚失去了一个未来劳动力的家庭来说，可能需要为葬礼花费3 400兰特（购买力平价约825美元），或者该家庭40%的年收入。在举行这样一场葬礼之后，这个家庭显然没有多少可用的积蓄了，更多的家庭成员则会抱怨“吃不饱饭”。即使死者生前没有挣过钱，情况也是一样的。这表明，葬礼的花费是导致贫穷的主要原因。葬礼所花的钱越多，人们来年就会变得越沮丧，而他们的孩子就越可能被迫辍学。

因此，无论是瑞士的国王，还是南非基督教协会（SACC），都在努力调整葬礼的支出，这一点也在情理之中。2002年，瑞士国王发布禁止葬礼铺张浪费的条令，宣称如果发现哪个家庭为办葬礼而宰了一头牛，

他们必须再上交一头牛。南非基督教协会则表现得更加严厉，他们呼吁整顿葬礼产业，认为这是在向那些入不敷出的家庭施加压力。

然而，将钱花在食品以外的地方或许并不完全出于压力。在摩洛哥的一个偏远山村，我们遇见了一个叫欧查·姆巴克的人。我们问他，如果有更多的钱，他会用来做什么，他说会用来买更多的食品。我们接着问他，如果有更多更多的钱他会买什么，他说会买更多好吃的食品。于是，我们开始为他和他的家人感到遗憾，因为在我们坐着的房间里，我们注意到了一台电视机、抛物面天线及DVD播放机。我们又问他，如果他觉得一家人都吃不饱的话，为什么还要买这些东西呢？他笑着回答道：“哦，电视机比食物更重要！”

在摩洛哥的这个村子待了一阵子之后，我们很快明白，为什么欧查会那样想。村子里的生活十分乏味，没有剧院，也没有音乐厅，甚至没有可以坐下来看看行人的地方。而且，村里也没有多少活儿可干。欧查和他的两个邻居（采访时他们一直在一起）一年只干了约70天的农活儿，还有约30天的建筑活儿。一年中，他们除了照顾自家牲畜，就是等着拿到干活儿挣的钱，这使他们有大量的时间看电视。这三个男人都住在小房子里，没有可用水，卫生条件也不好。为了让自己的孩子接受教育，他们拼命地找工作。不过，他们家里都有电视机、抛物面天线及DVD播放机，还有移动电话。

总体来说，穷人的首要选择显然是，让自己的生活少一点儿乏味。这可以是一台电视机，也可以是一点儿特别的食品，比如一杯加糖茶。就连帕克·索林都有一台电视机，不过我们见到他时，那台电视机出了毛病。节日或许也可以从这一角度来看待。在没有电视机和收音机的情况下，我们很容易理解，为什么穷人要常常进行某种特别的家庭庆祝，比如说一场宗教仪式，或是为女儿办一场婚礼。在我们对18个国家调查所得的数据中，穷人在没有收音机或电视机的情况下，可能在节日上花的钱更多。在印度的乌代布尔，几乎每个人家里都没有电视机，极度贫穷的人将自己14%的预算花在了节日上（包括世俗的及宗教的场合）。相反，在尼加拉瓜，56%的农村家庭有收音机，21%的家庭有电视机。在那里，我们几乎听不到有哪个家庭为庆典而花钱。

人类对于美好生活的基本需求，或许可以解释为什么印度的食品消费一直都在下降。今天，电视信号可以覆盖一些偏远地区，即使是一些偏远的农村，人们也可以买到更多的东西。移动电话几乎无处不在，用国际标准来衡量，话费还特别便宜。这也可以说明，为什么有些国家的

国内经济十分繁荣，大量消费品也都很便宜（比如印度和墨西哥），但这些国家的食品消费却是最低的。印度的每个村庄至少都有一个小商店，大多数情况下会有好几个，在那里可以买到袋装的洗发液，按支销售的香烟，便宜的梳子、钢笔、玩具或蜡烛；而在像巴布亚新几内亚这样的国家，食品消费占每个家庭预算的70%以上（在印度是50%），穷人们能买到的东西可能会更少。这一现象在奥威尔的《通向威根码头之路》一书中也有所涉及，他描述了穷人是怎样逃避沮丧的：

他们不会迁怒于自己的命运，而是通过降低标准来增强自己的忍耐力。然而，他们却不一定因此而专注必需品，也不一定会排斥奢侈品。因此，在长达10年的极度沮丧期内，所有廉价奢侈品的消费都有所提高。

这些“嗜好”并非那些行为不慎重之人的冲动消费，而是他们经过深思熟虑做出的选择，不管内心的冲动如何驱使他们、外界如何对他们施压。欧查·姆巴克的电视机并不是赊账买的——他为此攒了几个月的钱。印度母亲也是一样，她们会提前10年或更长的时间，开始攒钱为自己8岁大的女儿准备婚礼，在这里买一件小首饰，在那里买一个不锈钢水壶。

我们眼中的穷人世界，常常是一片失去机遇的土地。我们会好奇，为什么他们不把买那些东西的钱攒下来，将钱投入到真正能使他们过得更好的地方？然而，穷人会更加怀疑那些想象中的机遇，怀疑其生活产生任何根本改变的可能性。他们的行为常常反映出这样一种想法，即任何值得做出的改变都要花很长时间。这也可以解释，为什么他们只关注当前，尽可能把日子过得愉快，在必要的场合参加庆祝活动。

基于营养说的“贫穷陷阱”真的存在吗？

我们以帕克·索林及其观点开启这一章，他认为自己陷入了基于营养说的“贫穷陷阱”。从表面上看，他的主要问题可能不是缺少卡路里。Rakshin计划使他得到了一些免费的大米，他的兄弟有时也会帮帮他。在其他时间里，他应该有体力到田间或建筑工地干活儿的。我们对相关证据的解读表明，大多数成年人，即使是非常贫穷的人，也是处于“贫穷陷阱”地带之外的：他们很容易就能吃够干好体力活儿所需的食物。

帕克·索林的情况或许就是如此。这并不是说他没有陷入贫穷，问题可能在于他失去了工作，而且他的年龄太大，已不适合再到建筑工地当学徒。此外，他的沮丧无疑使他的处境变得更为糟糕，他几乎什么也做不了。

基于营养说的“贫穷陷阱”的基本机制似乎不适用于成人，但这并不意味着穷人在营养方面没有问题。他们的问题或许并不在于食物的数量，而在于食物的质量，特别是微量营养素的缺失。营养充足可能会为两类人带来更多的好处，即未出生的婴儿和幼儿，因为他们还不能自主选择食物。实际上，父母收入与其子女未来收入之间，可能也存在着一种S形曲线关系，这与子女在童年期间的营养摄入有关。这是因为，如果孩子在子宫内或童年早期吸收了充足的营养，那么他/她以后每年都会挣到更多的钱：经过一生的积累，这个孩子就会受益匪浅。例如，我们在前面提到过，肯尼亚对儿童做抗蠕虫预防，我们对其长期影响进行了研究。研究结果表明，接受两年而非一年治疗的儿童（因此其两年来的营养状态更好）一生收入为购买力平价3 269美元。童年时期营养上的小投入会在以后产生大影响（在肯尼亚，抗蠕虫每年花费购买力平价1.36美元；在印度，一包碘盐价格为购买力平价0.62美元；在印尼，加铁鱼酱价格为购买力平价7美元）。这表明，各国政府及国际机构需要就食品政策进行彻底反思。这对美国农民来说可能是个坏消息，但解决办法并非提供更多粮食那么简单，尽管大多数食品安全计划目前都着重于此。穷人喜欢补贴的粮食，但我们前面谈到过，给他们提供更多的援助并不能使他们吃得更好。而且，他们主要的问题不在卡路里，而是其他营养成分。此外，仅仅靠给予穷人更多的钱，可能也不足以解决问题。即使收入增加，短期内他们可能也不会达到更好的营养状态。正如我们在印度看到的那样，穷人即使在自己收入增加的情况下，也不会吃得更多更好；除了食物之外，他们需要面对太多其他的压力和欲望。

相反，对儿童及孕妇的直接营养投资，会产生巨大的社会回报。这方面的措施包括，向孕妇及儿童父母发放强化食品，对儿童进行学前或在校的抗蠕虫预防，向他们提供富含微量营养素的膳食，或者鼓励父母为补充营养而消费。在有些国家，所有这些措施都已得到实行。肯尼亚政府目前对在校儿童提供系统化的抗蠕虫预防；哥伦比亚政府会在学前孩子的膳食中加入微量营养素；在墨西哥，社会福利机构为家庭提供免费的营养补充。食品技术领域的首要任务是，在人们喜爱的食物中加入额外的营养素，生产出一些富含营养、美味可口的适于在各类环境中种植的新品种粮食，同时还要提高生产力。我们在世界各地确实看到了一

些这样的实例，其推动者都是国际微量营养素行动组织（Micronutrient Initiative）和国际农作物强化组织（Harvest Plus）等机构。近期，乌干达和莫桑比克引进了各类适合非洲的橘子味土豆（ β -胡萝卜素更丰富）。目前，几个国家（包括印度）已批准使用一种富含铁和碘的新型食盐。然而，在很多情况下，食品政策只停留在这样一种想法上，即穷人需要的只是便宜的粮食。

第三章

提高全球居民健康水平容易吗？

健康常常被寄予厚望，但又不免会给人带来失望。然而，“好摘的果子”似乎有很多，从疫苗到蚊帐，都是一些低成本却可以挽救生命的东西，但很少有人会采取这样的预防性措施。在大多数国家，政府医务人员负责提供基本的保健服务，但他们常常因不称职而受到责备。我们会看到，这种责备也不无道理。而另一方面，医务人员坚持认为，那些“好摘的果子”比看上去难摘多了。

2005年冬，在印度西部美丽的乌代布尔城，我们与一些政府医疗机构的护士进行了一次气氛活跃的交谈。她们对我们非常失望，因为我们谈到的项目会加大她们的工作量。在我们交谈的过程中，其中一位护士忽然发起了脾气，她直言不讳地说：“这种工作其实一点儿意义都没有。”曾经有个患痢疾的小孩来看病，护士们能给孩子母亲的只有一盒口服补液[1]。然而，大多数母亲都不相信口服补液可以治病，她们想得到自己认为能够治病的药——一剂抗生素或一次静脉注射。护士们告诉我们，一旦一位母亲从医疗所拿走的是一包口服补液，那么她永远都不会再来了。每年，护士们都会看到很多儿童死于痢疾，但她们觉得自己无能为力。

在每年900万死于5岁前的儿童中，大多数来自南亚及撒哈拉沙漠以南的非洲地区，而且约每5名儿童中就有一个死于痢疾。相关部门正在努力开发并分发一种抗轮状病毒的疫苗，轮状病毒是一种能引起痢疾的病毒。然而，已经有三种“神药”可以挽救大多数儿童的生命了，即用来净化水的消毒剂，还有糖和盐（口服补液的主要成分）。只需用100美元购买一个家用氯包，就能够预防32个痢疾病例。脱水是痢疾致死的一个主要病因，而口服补液是一种可以有效预防脱水的药。

然而，无论是消毒剂还是口服补液，都未被广泛使用。在赞比亚，由于国际人口服务组织（Population Service International，简称PSI）的努力，消毒剂的价格很便宜，而且已得到了广泛使用。PSI是一家专门在全球以补贴价格销售消毒剂的大型组织。只需800克瓦查（购买力平均为0.18美元），一个6口之家就能够买到足够的消毒剂，用于净化水

源，这样他们就不会因水传播而患上痢疾。不过，只有10%的家庭使用消毒剂。在印度，据联合国儿童基金会（UNICEF）称，在5岁以下的儿童痢疾患者中，只有1/3服用了口服补液。痢疾是一种可以预防的疾病，通常用开水、糖和盐就能进行治疗，那么为什么每年还有约150万儿童死于痢疾呢？

消毒剂和口服补液并不是什么特例，还有其他相对“好摘的果子”可以改善人们的健康状况，挽救很多生命。那些方法简单、廉价，如果恰当地利用，就能够节省大量资源（如减少额外工作日、减少抗生素的使用、增强体质等）。除了挽救生命，这些方法还可以为自身买单。然而，太多这种“果子”都未被摘下。并非人们不关心自己的健康，他们不但关心，而且还为此投入大量资源，他们只是把钱花在了别的地方，比如，并非任何时候都适用的抗生素、为时已晚的外科手术等。为什么要这样做呢？

健康陷阱

在印尼的一个村庄，我们遇见了伊布·艾姆塔特，一位竹篮编织工的妻子。2008年夏天，她的丈夫因眼睛有点儿问题而不再工作。伊布没有办法，只好借了40万印度尼西亚盾（购买力平价74.75美元），10万用来为她丈夫买药治病，30万用于在她丈夫恢复期间购买食品（她7个孩子中的3个还和他们生活在一起）。他们每月要为贷款支付10%的利息。然而，当我们见面时，他们欠下的利息越来越多，已经积累到100万印度尼西亚盾（购买力平价187美元）；于是，放债人威胁说要拿走他们所有的东西。更糟糕的是，她的小儿子最近被诊断患了严重哮喘。由于这个家庭已经债台高筑，她已经拿不出钱为儿子买药治病了。我们拜访时，这个孩子一直和我们坐在一起，每过几分钟就会咳嗽一次；他已经不能再按时上学了。这个家庭似乎掉进了一个典型的“贫穷陷阱”之中——父亲的病使他们陷入了贫穷，导致孩子的病没钱治，从而耽误了上学，他的未来也因此笼罩在贫穷的阴影之下。

健康确实可能产生很多不同的陷阱。例如，由于生活在有害的环境中，工人可能会无法正常工作，儿童可能会因病无法正常上学，孕妇可能会生下不健康的婴儿。每一种情况都可能使当前的不幸转化成未来的贫穷。

值得庆幸的是，如果情况真是这样，我们或许只需要努力一把，就可以让一代人在一个健康的环境里成长、工作，将他们从陷阱中解救出来。杰弗里·萨克斯的观点就是这样的。他认为，世界上大多数最贫穷的人或整个国家，都掉进了一个健康陷阱之中。他常常以疟疾为例，有些国家大部分人口都受到了疟疾的影响，这些都是较为贫穷的国家（平均来说，在科特迪瓦或赞比亚这样的国家，受疟疾影响的人口占50%或以上，人均收入仅为无疟疾病例国家的1/3）。而且，正因为如此贫穷，这些国家采取疟疾预防措施的难度才会更大，从而导致其一直贫穷下去。然而，据萨克斯称，这也意味着，在这些国家进行旨在控制疟疾的公共健康投资（如分发蚊帐，使人们在夜间远离蚊虫的困扰）将会产生很高的回报：人们得病的概率会减小，工作会更加努力，收入会因此而增加，足以用来支付这些外来投资。从第一章中S形曲线的角度来说，受疟疾困扰的非洲国家都位于曲线的左半部分，因为这些国家的劳动力因疟疾而身体衰弱，工作效率极低。因此，这些国家没有消除疟疾所需的资金。不过，如果有人出资抗击疟疾，那么这些国家最终就会移到曲线的右半部分，走上繁荣之路。同样，这一理论也适用于贫穷国家的其他多发疾病，这就是萨克斯《贫穷的终结》（*The End of Poverty*）一书中所传达的乐观信息的核心。

怀疑者们很快指出，目前尚不清楚那些滋生疟疾的国家贫穷的原因是否在于疟疾，就像萨克斯所认为的那样；或者这些国家无力消除疟疾，也许只是说明它们的管理能力很差。如果是后一个原因，那么除非改善管理体制，否则仅仅靠消除疟疾，或许还不能完全解决贫穷问题。

现有证据究竟支持谁的观点？活跃分子还是怀疑者？我们对多个国家成功抗击疟疾的案例进行了研究，每份研究都对该国疟疾高发地区与低发地区进行了对比，并对抗疟活动前后出生于该地区的儿童进行了检查。所有的研究结果都表明，在那些疟疾高发地区，出生于抗疟活动之后的儿童与出生于疟疾低发地区的儿童相比，二者的人生成就（例如教育或收入）是基本一致的。这有力地表明，消除疟疾的确会减少长期贫穷现象的发生，尽管效果不像杰弗里·萨克斯所说的那样大。一项针对美国南部（1951年之前一直受疟疾困扰）及几个拉丁美洲国家抗疟活动的研究表明，与患过疟疾的儿童相比，未患过疟疾的儿童长大后每年的收入要多50%。类似的研究结果还出现在印度、巴拉圭和斯里兰卡，不过收入增加的幅度因国家而异。

这一结果表明，投资预防疟疾的经济回报可能会非常高。在肯尼亚

亚，一个经过杀虫剂处理的蚊帐最多花费14美元，而效力却达5年之久。我们来做一个保守的估计，一个肯尼亚儿童从出生到2岁一直睡在这种蚊帐中，那么他较之其他儿童感染疟疾的概率会减少30%。在肯尼亚，成年人的年均收入为购买力平价590美元。因此，如果疟疾真的会减少肯尼亚50%的收入，那么14美元的投资将会为30%人口增收295美元，而如果没有蚊帐，这些人就可能会感染疟疾。儿童成年后的全部工作时间每年都会带来88美元的收益——足够每个家长为其子女买一辈子的蚊帐，彻底改变他们的生活。

还有很多其他高效健康投资的例子，可用纯净水及公共卫生就是其中之一。总体来说，根据2008年世界卫生组织和联合国儿童基金会的数据，约13%的世界人口缺乏改进的水源（通常指自来水或水井），而约1/4的人口没有可用的安全饮用水，其中有很多都是穷人。在我们针对18个国家的研究数据中，在农村极度贫穷的人口，具备家用自来水条件的人口比例为1%（印度的拉贾斯坦邦和北方邦农村）到36.8%（危地马拉）不等。虽然情况因国而异（就农村中产阶层来说，从巴布亚新几内亚的低于3.2%到巴西的80%），但对于更富裕的家庭来说，这一比例一般会更高。此外，无论是穷人还是中产阶层，城市地区的这一比例都会较高。在穷人的世界里，良好的卫生设施简直少得可怜——世界上42%的人口没有家用卫生间。

大多数专家一致同意，家用自来水及卫生设施会给健康带来很大影响。一项研究表明，由于自来水、良好的卫生设施及水源氯化的推广，1900—1946年间的婴儿死亡率下降了约3/4，使同期死亡率总体减少了几近一半。此外，童年期间的痢疾复发会永久伤害孩子的身体及认知上的发育。据估计，通过用管道向家庭输送无污染的氯化水，痢疾病例可减少95%。劣质水和死水也是其他主要疾病的一个来源，如疟疾、血吸虫病及沙眼，这些疾病都可能导致儿童死亡，或降低他们长大后的工作效率。

然而，人们普遍认为，每个家庭每月花费20美元用于支付自来水及卫生设施的费用，对于大多数发展中国家来说都太贵了。印度奥里萨邦的格莱姆维卡斯是一家非政府组织，它认为，可以通过更廉价的方式取得这一成果。该组织的首席执行官乔·马蒂斯是一个性格幽默的人，做事习惯于另辟蹊径，在出席瑞士达沃斯世界经济论坛的全球富豪年会时，他穿了一身手织的棉布衣服。马蒂斯很早就是一名社会活跃分子，12岁时就组织工人到他父亲的农场抗议。20世纪70年代初期，他就同一群左

翼学生一起来到了奥里萨邦，参加一场龙卷风大灾后的救援工作。在紧急救援工作结束之后，为了帮助奥利亚村贫穷的村民，他决定留下来，看看能否找到一些更持久有效的办法。最终，马蒂斯决定从改善水和卫生条件做起。这一问题既是一个日常难题，也是他开启长期社会变革的一次机会。他在奥里萨邦向我们解释说，水及卫生设施是社会问题。马蒂斯坚持认为，在格莱姆维卡斯负责的所有村子里，每个家庭都应该与一个总水管连接，再通过管道将水输送到每个家庭，包括由同一系统连接的卫生间、水龙头及浴室。对于上层阶级家庭来说，这意味着与下层阶级家庭分享水源。在这一想法刚刚提出时，奥里萨邦的很多人都无法接受。非政府组织花了很长时间，才得到一个村子全体村民的同意，而有些村子最终还是拒绝了。不过，非政府组织所坚持的一贯原则就是，除非得到一个村子所有村民的同意，否则他们是不会在那里开展工作的。在最终达成一致意见的情况下，有些上层阶级家庭首次参与了这种由一个社区所有人参与的活动。

一旦一个村子同意配合格莱姆维卡斯的研究，为期一两年的建筑施工就会启动。只有在每个家庭都配好自来水及卫生间之后，这个系统才会开始运转。同时，对于每月来卫生所治疗疟疾或痢疾的人，格莱姆维卡斯都会收集他们的信息。这样一来，只要水流动起来，该组织就可以直接观察到一个村子的情况。结果证明，效果十分显著：几乎一夜之间，痢疾重症病例减少了一半，疟疾病例也减少了1/3，而且这一效果能持续好几年。每个家庭每月为此支付的费用（包括维护费用）为190卢比（现价4美元），仅为这种系统正常价格的20%。

当然，避免痢疾还有更廉价的方法，如在水中加入消毒剂。其他廉价而有效的医用或公共卫生方法包括发放口服补液、给儿童接种疫苗、发放抗蠕虫药剂、婴儿出生6个月之内由母乳喂养；还有一些常规的孕期保健方法，如给孕妇打破伤风针，发放防夜盲症的维生素B、防贫血的铁片及加铁面粉等，这些都是“好摘的果子”。

能够找出这些方法，都要归功于杰弗里·萨克斯的乐观与耐心。在萨克斯看来，有一种基于健康的“贫穷陷阱”，但我们可以向穷人提供“梯子”，帮他们逃离这些陷阱。如果穷人买不起梯子，那么世界上的其他人都会伸出援手。这也是格莱姆维卡斯在奥里萨邦所做的，帮助村子进行管理、补贴水系统的花费等。几年前，乔·马蒂斯告诉我们，当发放官坚持要村民将受赠物品全价买下时（幸运的是，该基金会随后改变了在这一问题上的观点），他觉得自己必须拒绝比尔和梅琳达·盖茨基金会

(Bill & Melinda Gates Foundation) 的资助。马蒂斯称，虽然健康福利潜在的价值的确很大，但村民们每月根本拿不出190卢比——格莱姆维卡斯只是要村民们向村基金会支付一定数量的钱，使村里的水系统得到良好维修，并可以随着村子的发展而服务于更多的家庭。至于其余的必要款项，非政府组织会从世界各地的捐赠者那里筹集。萨克斯认为，这才是合理的方式。

为什么不更多地使用这些方法呢？

没有充分利用的奇迹

然而，萨克斯的理论存在一个缺陷，即穷人处于基于健康的“贫穷陷阱”之中，用钱就可以把他们救出来。其中有些方法十分廉价，即使是非常贫穷的人都负担得起。例如，母乳喂养根本无需任何花费。然而，根据世界卫生组织的统计，全世界只有不到40%的婴儿得到了6个月的母乳喂养。再以饮用水为例，我们看到，通过管道将水输送至各个家庭每月花费190卢比（包括排污费用），也就是每年2 280卢比。根据购买力平价计算，约为30万克瓦查。不过，贫穷的赞比亚村民可能拿不出这么多钱。然而，只需拿出这笔钱的2%，一个赞比亚的6口之家就能够买到足够的消毒剂，用于净化他们全年的饮用水：国际人口服务组织经销的一种品牌的消毒剂只需花费800克瓦查（购买力平价0.18美元），就能够使用一个月。这种方式可以避免48%的小孩患上痢疾。赞比亚人都知道消毒剂的好处，如果问他们什么可以用来净化饮用水，98%的赞比亚人都会提到消毒剂。尽管赞比亚是一个非常贫穷的国家，花800克瓦查买一瓶可用一个月的消毒剂，这真的不是很贵——仅购买食用油一项，一般家庭每周都会花掉4 800克瓦查（购买力平价1.10美元）。然而，实际使用消毒剂进行水处理的人只有10%。作为一次实验中的一部分，有些家庭会得到一张折扣优惠券，可以凭券以700克瓦查（购买力平价0.16美元）买下一瓶消毒剂，而只有50%的人愿意去买。然而，当这一价格下降到300克瓦查（购买力平价0.07美元）时，愿意购买的人数出现了大幅增长。不过令人惊讶的是，即使如此，仍有1/4的人不愿购买。

蚊帐的需求量同样很低。在肯尼亚，杰茜卡·科恩和帕斯卡利娜·迪帕创建了一个非政府组织，名为TAMTAM（一起对抗疟疾），该组织在肯

尼亚的产前诊所发放免费蚊帐。从某种意义上来说，国际人口服务组织曾在同样的诊所补贴价格（非免费）提供蚊帐，科恩和迪帕想看看她们的组织是否有用，于是设计了一个简单的测试：她们随机在不同的诊所提供价格不等的蚊帐，有些地方是免费的，另外一些则采用国际人口服务组织的补贴价格。结果与消毒剂的实验十分相似，她们发现，人们对于蚊帐的价格十分敏感，几乎所有人都会去领取免费的蚊帐。但就国际人口服务组织的价格（约购买力平价0.75美元）来说，人们对于蚊帐的需求已经接近于零。迪帕在不同的村镇重复这一实验，但允许人们回家拿钱（而不是当场购买），更多的人以国际人口服务组织的价格购买了蚊帐。不过只有在蚊帐的价格接近于零时，人们的需求量才会成倍增长。

更令人困扰的是，人们虽然对蚊帐的价格很敏感，但对收入却并不敏感。要想移到S形曲线的右半部分，开启一种良性循环，即通过收入增长来改善健康状态，那么一个人因避免疟疾而增长的收入，应足以为其子女购买蚊帐，从而让他们也远离疟疾。我们还讨论过，通过购买蚊帐而降低患上疟疾的危险，可使人们年均增收15%。然而，即使收入增加15%足以买下一床蚊帐，但与其他人相比，收入增加15%的人购买蚊帐的可能性只有5%。换句话说，分发免费蚊帐远远不能保证下一代睡在蚊帐中，只能使睡在蚊帐中的人数稍有增加，即从47%增加到52%，距消除疟疾还差得很远。

低需求量表明，健康问题依旧难以得到根本性的解决：逃出“贫穷陷阱”的“梯子”是存在的，但并非总是放在正确的地方，而且人们似乎不知道怎样踏上“梯子”，或者他们甚至根本不想那样做。

改善健康的愿望

纯净水、蚊帐、抗蠕虫药片或加铁面粉，尽管这些东西会给人们的健康带来很大好处，但人们似乎不愿为此花太多的金钱或时间。那么，这是否意味着，穷人不关心自己的健康？有证据显示，结果恰恰相反。当被问及最近一个月以来是否感到“担心、紧张或不安”时，印度乌代布尔及南非农村约1/4的穷人回答“是”。这一比例比美国的还要高。而且，这种压力常常来源于人们自身或其亲属的健康（乌代布尔44%的案例）。在我们针对18个国家的研究数据中，很多国家的穷人会将自己手中的大部分钱花在健康上。在印度农村，对于那些极度贫穷的家庭来说，他们平均会将每月预算的5%花在健康上。在巴基斯坦、巴拿马及尼

加拉瓜，这一比例为3%~4%。在大多数国家，超过1/4的家庭每月至少会找一次保健人员。穷人还会花很多钱来参加单一的保健活动：在乌代布尔的穷人家庭中，8%的家庭每月有记录的保健花费超过5 000卢布（购买力平价228美元），几乎是一般家庭这项预算人均月消费的10倍，而有些家庭（占1%）则会花掉26倍于月人均的预算。当碰到严重的健康问题时，贫穷家庭会节衣缩食、卖掉资产或借高利贷。在乌代布尔，我们采访了三个家庭，他们目前都在还贷款，而他们当初借钱正是为了解决健康问题。这些贷款大部分都来自放债人，贷款利率非常高：每月3%（每年42%）。

钱什么也没换来

因此，问题并不在于穷人为健康花了多少钱，而是他们的钱究竟花到哪儿去了。他们常常把钱花在昂贵的治疗上，而不是廉价的预防上。为了降低保健费用，很多发展中国家建立了正式的预检分诊系统，使穷人可以就近享受（常常是免费的）基本医疗服务。最近的保健中心一般都没有医生，但那里的人员都经过训练，可以处理简单的病例，并对更严重的疾病进行检查。重症患者会被送到更高层级的医疗单位。在有些国家，这一系统由于缺乏人力，发展得较为缓慢。不过，在很多国家（如印度），医疗设施是可用的，人员配备也是充足的。即使在地域偏远、人烟稀少的乌代布尔地区，一个家庭只需步行1.5英里（约合2.4千米），就可以找到一个医疗分支机构，那里会有经过培训的护士。然而，根据我们收集的数据，这个系统并没有起到多大作用。穷人大多会避开免费的公共医疗系统。我们采访了一个极度贫困家庭的普通成年人，他每隔两个月会去一次医院，其中去公共医疗机构的次数还不到1/4，而超过一半次数去的是私人医疗机构，其余则是求助于以驱邪为主的传统疗法。

乌代布尔的穷人似乎选择了双重昂贵的计划：治疗，而不是预防；治病找私人医生，而不是政府免费提供的医生和护士。不过，如果私人医生更有资质的话，这种选择也合情合理，但情况似乎并不是这样的：只有约半数的私人“医生”有医学专科文凭（包括非正统学位，如印度中药医学学士和尤纳尼医学学士），还有1/3的私人医生根本没受过任何专科教育。那些所谓的“医生助手”的情况甚至更糟，她们中的大多数人都会给病人看病，但2/3的人都没有正规的医学资质。

用当地的话来讲，像这种无资质的医生被称为“孟加拉医生”，因为

印度最早的一家医学院就在孟加拉邦，那里的医生从印度北部绕道而来，寻找可以让他们实践医术的地方。这一传统还在延续——这样的人还会出现在村子里，手中除了听诊器和一袋子常用药，几乎没有其他东西了。无论他们来自哪里，他们都自称是“孟加拉医生”。在我们采访时，有个人告诉我们他是怎样成为医生的：“我高中毕业后找不到工作，就决定当一名医生。”他郑重其事地向我们展示了他的高中文凭，他曾学过地理、心理学和梵文（古印度语）。然而，“孟加拉医生”并不只出现在农村。一项研究发现，在印度德里的贫民窟，只有34%的“医生”拥有正式的医学学位。

当然，没有学位并不一定就不称职，这些医生很可能专门学过怎样处理简单的病例，并向重症患者提出到一家正规医院就医的建议。与我们交谈过的另一位“孟加拉医生”（他的确来自孟加拉邦）很清楚自己的能力——他会根据病情需要，拿出常用感冒药和抗疟疾药，可能还有一些抗生素。如果病情看起来很难处理，他就会建议病人去初级医疗中心（PHC）或是私人医院。

然而，遗憾的是，这种自我意识并不是普遍存在的。吉努·达斯和杰夫·哈默是世界银行的两位经济学家，他们从印度德里市区出发，想看看医生们实际上到底了解多少。他们选择了各类医生（政府的和私人的，有资质的和没资质的），给他们每人5个与健康有关的“小场景”。例如，想象一个有痢疾症状的儿童患者，医生应对此采用的治疗方法是，先提几个问题，弄清楚这个孩子是否有发高烧或呕吐的症状，如果答案是否定的，那么就可以排除那些较为严重的疾病，开一些口服补液。另一个场景是关于一位孕妇的，她带有明显的子痫前期症状，这是一种可致命的疾病，需要立即转到医院进行治疗。我们将医生的提问与解答方式同标准方式进行对比，列出每一位医生的称职度指数。令人惊讶的是，这一实验中的平均称职度指数非常低。即使是最优秀的医生（100名中的前20名），连一半该问的问题都没问。而最糟糕的医生（最后20名）只提出了1/6该问的问题。此外，根据专家组的评估，这些医生中大多数人给病人的建议，很可能都不会起到正面作用。那些无资质的私人医生是最糟糕的，特别是那些工作在贫穷社区的私人医生。最好的是那些有资质的私人医生，而公立医院的医生则处于中等水平。

另外，还有一个常见的明显失误：医生一般会诊断不足、用药过度。根据在乌代布尔的健康调查，我们发现，在一名病人去私人诊所看病的次数中，注射占66%，静脉输液占12%，而检查只占3%。治疗痢

疾、发烧或呕吐的常见方法是开点儿抗生素或类固醇，或者这两样药都开点儿，而且常常采用注射的形式。

在大多数情况下，这不仅是不必要的，而且还具有潜在危害。首先是针头消毒的问题。我们几位朋友曾在德里郊区的一个小村庄开了一所小学校，那里有一位医生资质不明，却为很多病人看过病。在他的诊所外面，放着一个始终装满了水的大鼓，上面连着一个水龙头。每当一位病人离开之后，这位医生就会走到外面，让大家看到他用大鼓里面的水清洗针头。他用这种方式表明，他是非常小心的。我们不知道，他是否真的给某个人用过那个注射器，但乌代布尔的医生们都会谈到这位医生——他重复使用未经消毒的针头，结果使整个村子的人都染上了乙肝。

抗生素的滥用增加了抗药性细菌产生的可能性，尤其是由于很多医生都习惯于替病人省钱，他们所建议的疗程比标准的疗程要短。纵观发展中国家，我们看到，抗生素的耐药性呈上升趋势。同样，在几个非洲国家，由于药剂量的不正确、病人的不配合，导致可以抵抗主流药物的疟原虫种出现，最终形成了一次公共健康危机。此外，类固醇的滥用所造成的潜在危害更大。在调查过印度等国穷人的研究人员当中，凡是40岁以上的都会想起这样的情景，他们曾万分惊讶地发现，有些人看起来比实际年龄要老得多。过早衰老的原因很多，但类固醇的滥用肯定是其中之一——而且这不但会使患者的面容老化，还会使他们的寿命缩短。药物的短期效果会使病人迅速感觉良好，他不知道接下来会发生什么，于是便高高兴兴地回家了。

这究竟是怎么回事？为什么穷人有时会拒绝便宜而有效的、能大大改善人们健康的方法，非要花很多钱去买那些毫无帮助的、很可能有害的东西？

政府该受到责备吗？

因为很多有效的成果都是通过预防取得的，而这一领域的主导者长久以来都是政府，但政府总是将简单的事情变得不那么简单。我们看不到政府提供更多的预防保健，原因有二：政府保健服务者的高缺席率，以及动力的缺乏。

一些政府保健中心在工作时间也常常是关闭的。在印度，当地卫生站应一周工作6天，一天6个小时。然而，在乌代布尔，我们一年中每周

都会在工作时间随机采访100多家医疗机构，结果发现，在56%的时间里，这些机构都处于关闭状态。其中只有12%是因为医护人员在附近的居民家里帮忙；在余下的时间里，根本看不到护士的踪影。在其他地方，这种护士缺席的情况也会频繁出现。2002—2003年，世界银行在孟加拉国、厄瓜多尔、印度、印尼、秘鲁及乌干达展开了一项关于缺席的调查。调查结果显示，保健工作人员（医生和护士）的平均缺席率为35%（印度为43%）。在乌代布尔，我们发现，这种缺席同样是无法预测的，穷人很难求助于这些机构。私人机构可以保证医生在岗，如果医生不在，那么他就没有收入。而政府工作人员即使不在岗，也会得到一份收入。

此外，即使政府医疗机构的医生及护士在岗，他们也不会用心医治病人。为了对同一组医生（回答场景问题的医生）进行调查，达斯和哈默研究组的一位成员跟踪每位医护人员一整天。每当一位病人来看病，研究人员都会对其情况进行详细的记录，包括医生问了几个关于病史的问题、诊断的过程、开了什么药方，还有（私人部分）看病花了多少钱等。我们通过该研究了解到了印度医疗（公立及私人）的整体情况，结果是令人惊愕的。达斯和哈默将其称为“3-3-3”规则：平均互动只有3分钟；医生只问病人3个问题，偶尔会做一些检查；然后，病人会拿到3种药（医生常常直接开药，不写药方）。病人转诊很少见（少于全部时间的7%）；只有在约一半时间里，病人才能拿到诊断说明，而只有1/3的医生会给予病人一些后续指导。然而，这似乎并不算什么，公共部门比私人机构的情况更糟。公共医务工作者诊治一个病人平均只花2分钟，问不了几个问题，而且在大多数情况下，他们连碰都不会碰病人一下。通常，他们只是问问病人哪儿不舒服，然后根据病人自己的判断进行治疗。几个国家的情况皆是如此。

因此，答案或许比较简单：人们尽量避免到公立医院就医，因为这个系统根本就运转不起来。这或许也可以解释为什么政府系统提供的其他服务（如接种疫苗和孕妇产前检查）都未得到充分利用。

不过我们知道，这并不是问题的全部。蚊帐并非专门由政府发放，净化水所需的消毒剂也不是。而且，即使政府医护人员真的投入工作，需要其服务的病人也不会有所增加。赛娃曼迪是一家非政府组织，该组织与当地几家机构共同付出了约6个月的努力，有效地减少了医护人员的缺席率——在岗的概率由不乐观的40%上升到了60%。然而，这并没有增加前来就诊的患者的人数。

在赛娃曼迪的另一次活动中，组织者们相同的几个村庄按月组织村民接种疫苗。这一活动是针对该地区的疫苗接种率极低而发起的：在该非政府组织参与前，不到5%的儿童接受过世界卫生组织和联合国儿童基金会规定的基本的接种服务。鉴于接种疫苗可以挽救生命（每年估计有200万~300万人死于疫苗可预防的疾病），而且价格低廉（对于村民来说是免费的），这似乎应该成为每位家长的优先选择。人们普遍认为，接种率低一定是由于护士的过失而造成的。母亲们带着她们的孩子长途跋涉到了卫生站，却找不到护士，难免心生厌烦。

2003年，为了解决这个问题，赛娃曼迪决定成立自己的医疗团队。通过广泛的宣传，医疗活动每月定期准时举行，这一点也得到了我们的数据证实。于是，接种率出现了一定程度的提高：医疗团队所在的村庄，平均77%的儿童都至少接受了一次接种。不过，完成整个疗程仍是问题。总体来说，在对照村庄里，接种率为6%；而在医疗团队的村庄里，接种率却上升至17%。然而，即使私家免费的高质量接种服务在自家门前就可以享受到，仍有4/5的儿童没有接受完整的接种。

因此，我们必须考虑这种可能性，即如果人们不去公立医院，或许是因为他们对那里的服务（包括接种）并不感兴趣。为什么穷人对保健的要求如此之高，却对预防性的服务（尤其是医学为之发明的那些便宜有效的成果）置之不理？

免费意味着没用？

如果人们不利用廉价的预防手段来改善他们的健康，原因是否恰恰在于这些手段是廉价的？

这并不像看上去那样令人难以置信。单纯的经济理性表明，费用一旦支付或“沉没”，将不会对使用产生任何影响。然而，很多人常常表示，经济理性把这一点搞错了。实际上，存在着一种“心理沉没成本”——人们更有可能利用他们为之支付很多钱的东西。此外，人们可能会根据价格来判断质量：恰恰是由于某物品是廉价的，人们便有可能认为它没有价值。

所有这些可能性都很重要。因为在健康领域，即使是研究自由市场的经济学家，也一直是支持补贴的。因此，大多数廉价的成果都是低于市场价的。其中的逻辑很简单：一顶蚊帐不仅可以保护睡在其中的一个孩子，其他孩子也因此而不会被这个孩子传染上疟疾。一个护士治疗痢

疾时用口服补液，而不是用抗生素，就能防止抗药性的传播。一个孩子因接种了疫苗而避免染上流行性腮腺炎，这也会使他/她的同学得到保护。如果这些手段更廉价，可以保证更多人对其加以使用，那么每个人都会从中受益。

另一方面，如果人们受到沉没成本的影响，这种补贴的手段会适得其反——使用率将变得更低，因为价格太低了。在《白人的负担》一书中，威廉·伊斯特利好像已经说明了这种情况。他举了这样一些例子，比如人们将补贴的蚊帐当作婚纱。还有人提到马桶被用作花盆，甚至把避孕套当作气球。

然而，目前有大量严谨的实验表明，人们不怎么使用那些免费得到的东西的传闻有些言过其实了。有几项研究对此进行了检验，结果并没有发现这方面的证据。回想科恩和迪帕的TAMTAM实验，结果表明，在蚊帐很廉价或免费时，人们更有可能将其买下。这些补贴的蚊帐实际上是否会被利用？为了弄清楚这一点，在首次实验结束的几周之后，TAMTAM派出检查人员，对曾以各种补贴价格购买蚊帐的人进行实地家访。他们发现，60%~70%曾买过蚊帐的妇女确实都在使用。在另一次实验中，随着时间的推移，蚊帐的使用率上升至90%左右。此外，他们还发现，花钱买下蚊帐的人与免费得到蚊帐的人，二者在蚊帐的使用率上没有差别。在其他一些情况中也发现了同样的结果，即可以排除补贴降低使用率的可能性。

然而，如果原因不是补贴，那会是什么呢？

信念？

阿比吉特成长在一个父母来自印度两端的家庭，他的母亲来自孟买。在母亲的娘家，一种叫作“印度薄饼”的未发酵面包是餐桌上的必备食物，这种面包是用小麦和小米做成的。阿比吉特的父亲来自孟加拉邦，那里的人们每餐都要吃很多大米饭。在怎样处理发烧的问题上，这两个地区的看法也截然不同。马哈拉施特拉邦（首府为孟买）的每一位母亲都知道，大米可以快速地退烧。然而，在孟加拉邦，发烧时大米是禁用的：如果孟加拉邦人想说某人退烧了，那么他会说，“他今天能吃大米了”。这种自相矛盾的现象曾令6岁的阿比吉特迷惑不解，于是他问自己那位来自孟加拉邦的婶婶，婶婶告诉他这与信仰有关。

更通俗地说，信仰即信念与原理的组合，这显然是我们掌控健康系

统的一个重要部分。我们知道，医生开的药可以治好身上的疹子，而不是应该用水蛭，除此之外我们还了解什么呢？在大多数情况下，我们谁都没见过这样的一种随机测试，即一些肺炎患者会得到抗生素，另一些拿到的却是水蛭。的确，我们甚至没有任何直接证据，可以证明这种测试曾经存在过。我们可以确定的是一种信念，即药物是经过食品药品监督管理局（FDA）或其他类似机构认证的。我们的想法是，如果没有经过某种测试，这种抗生素是不会出现在市场上的。然而，这种想法有时是错误的，因为医学测试的操作是有财务奖励的。我们信任食品药品监督管理局对于这些研究可信度的确认，因此认为这种抗生素是安全有效的。

当然，这并不是说，我们相信医生处方的决定是错误的，而是突出这样一个事实，即对于大量的信念及原理，我们几乎没有任何直接的证据可以证明。当这种信任在富国出于某种原因而减弱时，我们会看到针对传统做法的激烈反应。例如，尽管权威医学小组多次确认疫苗是安全的，但美国和英国的很多人都拒绝让自己患麻疹的孩子接种疫苗，因为他们认为这会导致孩子们患上自闭症。美国的麻疹病例正在增加，不过其他地方也是一样。想一想穷国普通公民的情况。西方国家的人们可以随时洞悉世界顶尖科学家们的观点，即使他们很难依此做出选择；对于几乎没什么信息来源的穷人来说，他们的选择该有多难呢？人们会根据自己的理解做出选择，但如果大多数人连基本的高生理知识都不具备，就像我们看到的那样，他们就没理由去相信医生的能力与专长，因而他们的决定在很大程度上就是无的放矢。

例如，很多国家的穷人似乎都持这种理论，即将药物直接输送至血液是很重要的——因此，他们都愿意输液。要想驳倒这一似是而非的理论，你需要了解，身体是怎样通过消化道吸收营养的，针头为什么要进行高温消毒。换句话说，你至少要具备高中水平的生理知识。

更糟糕的是，了解保健知识不仅对穷人来说很难，对其他每个人来说也都一样。如果病人坚信自己需要打针才能好转，要让他们认识到自己的错误几乎是不可能的。由于大多数需要看医生的疾病都很难不治而愈，因此在打完一针抗生素之后，病人很可能会感觉好一点儿。这自然会使病人产生虚幻的联想：即使抗生素对治疗这种疾病没有任何效果，他们也会将病情的好转归功于它。相反，如果将结果归因于无所作为，那就不太正常了：如果一位流感患者去看医生，医生什么也没做，病人后来感觉好转，那么他就会认定，自己病情的好转与那位医生没有关

系。因此，病人不会感谢那位医生，而是觉得自己这次是幸运的，如果以后又病了，一定要换一位医生为自己看病。这会导致一种倾向，即在无秩序的私人市场上寻求过度的药物。而且，在很多情况下，开药的与看病的是同一个人，人们会找药剂师寻求医嘱，私人医生自己也会储存并销售药品。

要想通过经验了解接种或许更难，因为接种不是为了解决一个存在的问题，而是为了预防未来可能会发生的问题。如果一个孩子接种了麻疹疫苗，那他就不会患上麻疹。然而，并非所有未接种的孩子都会感染麻疹（尤其是他们周围携带潜在感染原的人进行过接种）。因此，我们很难将接种与无病二者明确地联系起来。此外，接种只能预防某些疾病，还有很多其他疾病无法预防。而没受过教育的父母并不一定能够理解，为什么他们的孩子接种后仍未能避免一些疾病。因此，当孩子接种后仍然得了病，家长就会觉得自己受了骗，可能决定以后都不再让孩子接种了。还有一点他们可能也不理解，为什么基本的接种体系需要很多次不同的注射——在两三次注射之后，父母们就可能会觉得已经足够了。对于健康的运转方式，人们很容易产生错误的观念。

脆弱的信念与必要的希望

穷人之所以会坚持那些看起来漏洞百出的信念，还有一个潜在的原因：在他们无能为力的情况下，希望变得至关重要。曾与我们交谈过的一位“孟加拉医生”向我们说明，他在穷人的生活中扮演了什么样的角色：“穷人根本就治不起大病，因为那会花很多钱，比如化验、住院，所以他们得了点小病就会来找我，我会给他们开点儿药，让他们感觉好一点儿。”换句话说，即使他们知道解决不了什么大问题，但还是要为自己的健康做点儿什么，这很重要。

实际上，较之发烧或痢疾这样的疾病，穷人为一些有可能致命的症状（如胸痛、尿血）而去看医生的概率要小得多。德里的穷人为短期病痛而花的钱与富人差不多，但富人在慢性病上会花更多的钱。不过，这可能是出于另外一个原因，即胸痛有可能会发展成博帕病（一位年长一些的妇女曾向我们解释过博帕病和医生病这两种概念——她坚信，博帕病是由鬼魂引发的，因此应由传统医生来治疗）。胸痛同中风一样，大多数人都无法承担治疗费用。

或许出于同样的原因，在肯尼亚，人们对治疗艾滋病的传统医生及传道士的需求一直很大。毕竟，采用对抗疗法的医生其实也做不了什么

（至少在抗反转录病毒药物变得更廉价之前），那么何不试试传统医生的草药和咒语呢？请他们来花不了多少钱，而且至少病人能感觉到他们做了什么。由于一些症状和随机感染都是循环往复的，人们便相信了（至少在短期内）这种传统方式的效果。

这种病急乱投医的做法不仅存在于贫穷国家，对于那些穷国中的少数富人及第一世界的公民来说，当碰到无从医治的疾病时，他们也会采用这种方式。在美国，抑郁和背痛是人们缺乏理解、让他们身心俱疲的两大症状。因此，美国人常常去看精神病医师、精神治疗者或瑜伽训练班及按摩师。由于这两大病症都是反复无常的，因此患者会经历从希望到失望的过程，每次他们都愿意相信（至少是暂时的）某种新药一定会起作用。

与真正坚定的信念相比，基于方便与舒适的信念或许更加灵活。我们在乌代布尔了解到，大多数去博帕的人都会去找“孟加拉医生”，还会去公立医院，他们似乎不会停下来想一想这两种代表着截然不同且相互矛盾的信念体系的区别。他们的确会谈到博帕病和医生病，但当一种疾病很难治愈时，他们似乎不再认为这二者是有区别的，而是会二者兼用。

赛娃曼迪发现，即使医疗团队每月运转良好，仍有4/5的儿童没有接受完整的接种，于是该机构便考虑该怎样提高接种率。这时，赛娃曼迪总会想到信念对于人们的意义。有些地方专家称，这一问题深深地植根于人们的信念体系。他们指出，疫苗接种在传统的信念体系中没有地位——在乌代布尔的农村及其他一些地区，传统的信念认为，儿童之所以会死去是因为他们在公共场合看到了邪恶的眼睛。因此，在孩子出生后的一年里，父母是不会把他们带到外面的。鉴于这一点，持怀疑态度的专家们会说，如果不首先改变村民们的信念，要想劝服他们让自己的孩子接种疫苗，那是极为困难的。

尽管这些观点十分有力，但当赛娃曼迪在乌代布尔建立医疗团队之后，我们仍然成功地劝说了赛娃曼迪的首席执行官尼力玛·科顿做了这样一个实验：向每次接种的人提供2磅达尔^[2]，如果能够完成全部接种，这个人还会得到一套不锈钢餐盘。起初，赛娃曼迪负责健康计划的医生并不愿意做这个实验。一方面，贿赂人们去做该做的事似乎是不对的，他们应该学会了解什么是对健康有益的。另一方面，我们所建议的奖励似乎算不上什么：如果人们不愿让自己的孩子接种，那么即使这样做会带来巨大好处，他们也不会改变原来的想法。例如，如果他们相信带自

己的孩子外出会造成伤害，那么2磅达尔（购买力平价仅1.83美元，还不到在工地干一天活儿所挣工资的一半）是劝诱不了他们的。我们和赛娃曼迪的人很早就认识了，因此我们劝服了他们，这是一个值得一试的小实验，于是他们成立了30个附带奖励的团队。结果，这些团队取得了巨大的成功。团队所在村庄的疫苗接种率增长了7倍，上升至38%。在6英里（10千米）之内所有临近的村庄，疫苗接种率也大大地提升了。赛娃曼迪发现，赠送达尔其实反而降低了每次接种的成本，因为通过提高疫苗接种率，带薪护士一直处于繁忙状态。

在我们所评估的活动中，赛娃曼迪的疫苗接种计划是令我们印象最深刻的的一个，而且可能也是挽救了最多生命的一个。因此，我们正与赛娃曼迪及其他机构展开合作，致力于在其他地方重复这一实验。有意思的是，我们遇到了一些阻碍。有些医生指出，38%的人的疫苗接种率离80%~90%的群体免疫要求还差得很远，高接种率会使整个社区的人得到全面保护。世界卫生组织的目标是，每个国家实现90%的基本接种率，每个省市实现80%的接种率。对于医疗机构的某些工作人员来说，如果不能使一个社区得到全面保护，它就没有理由向某些家庭提供补贴，让他们做对自身有好处且应该做的事。能够实现全民接种固然很好，但这种“所有还是没有”之争只具有表面意义而已：即使我自己的孩子去接种，对于彻底消除这种疾病也没什么用处，但这样做不仅可以保护我的孩子，还可以保护他周围的人。因此，通过提高全面接种率来对抗一些基本疾病，即从6%提高至38%，仍然会产生巨大的社会效益。

最终，无论是主流政治左派还是右派，对于接种奖励的不信任都可归结为一个信仰问题：不要贿赂别人去做你认为他们应该做的事。对于右派来说，这样做是一种浪费；而对于传统的左派（包括大部分公共卫生群体及赛娃曼迪的良医）来说，这样做无论是对于奖品，还是得到奖品的人来说，都是一种贬低。相反，我们应专注于劝服穷人，让他们了解接种疫苗的好处。

我们认为，在思考接种及其他类似问题上，这两种观点都有失偏颇。原因有两个：第一，实验表明，至少在乌代布尔，穷人似乎是相信一切的，但他们的很多信念并不坚定。他们不会因害怕邪恶的眼睛而拒绝接受达尔，这就意味着，他们其实知道自己无法对疫苗的费用与好处进行评估。当他们知道自己想要的是何时——举一个令人遗憾但很重要的例子，比如说将自己的女儿嫁给门当户对的人——他们并不容易贿赂。因此，尽管穷人的某些信念很坚定，但如果认为这是一成不变的，

那就大错特错了。

第二，右派和左派似乎都认为，行动都带有目的性：如果人们相信接种的价值，他们就会让自己的孩子接种。这并非永远都是正确的，但其中的含义十分深远。

新年新愿望

疫苗接种遇到的阻力并不是很大，这表现在，在没有达尔奖励团队的村庄，77%的儿童都首次接受了疫苗接种：即使没有任何奖励，人们一开始似乎也愿意进入接种流程。问题在于，怎样使他们完成整个流程。这也正是全部接种率未超过38%的原因——奖励机制使人们来接种的次数增多，但不足以使他们完成全部5次接种，而那份免费的不锈钢餐盘似乎也不起作用了。

或许，这一问题的产生出于同一个原因：年复一年，我们都很难坚持实行自己的新年新愿望（比如定期去健身房），尽管我们知道健身会使我们远离心脏病。心理学研究目前已可解释一系列的经济现象，表明我们对当前与对未来的看法是截然不同的（即所谓的“时间矛盾”概念）。当前的我们是冲动的，很大程度上由感性与即时欲望支配：花一点点时间（排队等着给自己的孩子接种）或放弃一点点舒适感（肌肉需要被唤醒）都是我们当前需要经历的，较之在没有迫切感的情况下去想这些事（比如，在吃完一顿圣诞节午餐之后，我们会因吃得太饱而放弃马上运动的想法），当前的这种感觉更令人不愉快。当然，我们非常渴望得到那些“小奖品”（糖果、香烟等）；但当我们为将来而计划时，那种渴望的快感似乎就不那么重要了。

我们倾向于推迟小额度的花费。那么，这就不是由今天的我们花的，而是由明天的我们花的。关于这一概念，我们在后面的章节中还会提到。贫穷的家长可能完全相信接种的好处——但这些好处只能在未来的某个时刻实现，而费用却需要今天来支付。从今天的角度来看，等待明天是合情合理的。遗憾的是，当明天成为今天，相同的逻辑便会重现。同样，我们可能会推迟购买一床蚊帐或一瓶消毒剂，因为我们的钱当前有更好的用途（比如说，有人在街上卖诱人的海螺馅饼）。这个道理可以说明，为什么一点点花费使人们对采用挽救生命的方法犹豫不决，为什么小小的奖励可以鼓励人们使用这种方法。2磅达尔之所以有用，因为这是母亲今天就可以拿到的东西，可以抵消她为孩子接种疫苗所付出的代价（花了几个小时带孩子抵达医疗团队所在地，接种有时会

引发低烧)。

如果这种解释没错的话，我们就可以看到一种新的基本原理，用于规范一些具体的预防性保健行为，或是提供超越传统争论的一些经济奖励，使我们的社会有理由补偿或加强那些有利于他人的行为。罚款或奖励可以促使人们采取某种行动，这是他们心中向往却总是在拖延的行动。更通俗地讲，时间矛盾是一个有力的论据。要使人们尽可能轻松地去做“正确的事”，或许应给予他们足够的自由去选择。理查德·泰勒和卡斯·桑斯坦二人，一位是芝加哥大学的经济学家，一位是该大学的法律学者，在二人所著的畅销书《助推：事关健康、财富与快乐的最佳选择》（*Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*）[3]中，他们推荐了大量这方面的参考办法。其中一种重要的概念就是“默认选项”：政府（或善意的非政府组织）应将他们认为有利于大多数人的选择定位为默认选项，如果人们愿意的话，他们就会积极地朝这个目标行动。当然，人们有权选择自己想要的，但要为此而花一点儿钱。结果，大多数人最终都会选择默认选项。小小的奖励（如接种疫苗而赠送的达尔）也是点拨人们的另一种方式，这给了他们一个今天就行动的理由，避免了他们无限期的拖延。

关键的挑战在于，设计适合发展中国家国情的“助推物品”。例如，用消毒剂净化水所面临的主要问题是，你需要时刻记着这件事：首先需要购买消毒剂，然后在任何人饮水之前，将适量的消毒剂滴入水中。由此可见自来水的巨大好处——家里可直接饮用经过消毒的水，用不着我们去想这件事。那么，在没有自来水的地方，我们怎样提醒人们为自家的饮用水消毒呢？迈克尔·克雷默和他的同事想到了一个办法：提供一种叫作“转一圈”的免费释氯器，安装在村庄的水井旁边，每个人都会在这里取水，释氯器的把手每转一圈都会释放适量的氯元素。这使氯化水的过程变得极为容易，很多人每次取水时都会往水中添加消毒剂。因此，在所有随机对照实验证实的干预手段中，这是预防痢疾的一种最廉价的方式。

不过，有一次我们并没这么幸运。当时我们与赛娃曼迪设计了一个加铁面粉的计划，用以应对蔓延的贫血症。在制订这一计划时，我们设置了一个内在的“默认选项”：一个家庭需要一次决定其是否参与。此后，参与家庭所使用的面粉将永远是加铁面粉。然而，遗憾的是，磨坊主（无论他们为多少面粉加铁，都只收取统一的费用）所提供的奖品是以相反的“默认选项”为前提的：除非家庭提出要求，否则不给面粉加

铁。我们发现，这点小小的加铁费用，足以使大多数人灰心丧气。

助推还是说服？

在很多情况下，“时间矛盾”会阻碍我们将目的转化为行动。然而，在接种的具体例子中，我们很难相信，如果人们不了解接种的好处，那么“时间矛盾”本身就足以让他们无限期地延迟决定。对于那些一味拖延给自己孩子接种疫苗的家长来说，他们实际上是在不断地欺骗自己。他们不仅要决定下个月去医疗团队，还要确保自己下个月一定会去。我们有些天真且过于自信地以为，自己有能力在未来做正确的事。然而，如果父母们真的相信接种的好处，他们似乎不会一个月接一个月地欺骗自己，假装自己真的会在下个月付诸行动，等到整整两年过去才发现为时已晚。我们稍后会提到，穷人可以找到强迫自己省钱的方法，这需要具备十分灵活的经济头脑。如果他们真的相信，接种疫苗就像世界卫生组织所说的那样完美，他们可能就会想出方法，克服自身拖延的天性。更合理的解释就是，他们之所以会拖延接种，是因为他们低估了接种的好处。

无论出于何种原因，有些家庭还是不确定自己是否应采纳一些建议，这时助推或许可以发挥更大的作用。因此，预防性保健就成为这种政策的最佳候选：好处只能在未来兑现，而且无论如何都很难了解这些好处到底是什么。幸运的是，助推可能有助于说服，并由此启动一个良性的反馈循环。还记得赠送给贫穷肯尼亚家庭的蚊帐吗？我们曾就此事争论过，第一床蚊帐使得到蚊帐的孩子多挣到一些钱，但这些钱不够他再给自己的子女买蚊帐：即使蚊帐可以使一个孩子的收入增长15%，但这只会将他们再买蚊帐的概率提高5%。然而，收入的多少并不是问题的全部：一个家庭可能会注意到，在使用了蚊帐之后，孩子生病的次数少了。此外，他们可能还会了解到，蚊帐使用起来很简单，睡在蚊帐中也并非像他们起初想的那样不舒服。帕斯卡利娜·迪帕在一次实验中对这一命题进行了验证：找到那些曾以很便宜的价格或免费得到蚊帐的家庭，还有那些曾以全价买下蚊帐的家庭，再次向他们出售蚊帐，结果大多数人都没买。迪帕发现，较之曾以全价买下第一床蚊帐的家庭，曾免费或在大减价时获得蚊帐的家庭，更有可能再买一床蚊帐（即使他们已经有一床蚊帐）。此外，迪帕还发现，那些免费得到蚊帐的人，他们的朋友和邻居也更有可能为自己买一床蚊帐。

我们的看法

穷人所陷入的困境与我们其他人的困扰似乎是一样的——缺乏信息、信念不坚定、拖延。的确，我们并不贫穷，受过良好的教育，见多识广，但我们与穷人的差别其实很小，因为我们的认识比我们想象中的要少得多。

我们的真正优势在于，很多东西是我们在不知不觉中得到的。我们住在有自来水的房子里，不用想着每天早晨往水里加消毒剂。下水道自行运转，我们甚至不知道是怎样运转的。我们大都相信医生会尽力为我们服务，公立医院会告诉我们该做什么，不该做什么。我们别无选择，只能让孩子接种疫苗（公立学校不接收未接种疫苗的孩子）。即使我们出于某种原因没给孩子接种疫苗，他们可能也会安全无恙，因为其他所有人都接种过了。如果我们去健身房，我们的保险公司会奖励我们，因为他们担心没有奖励我们会不去。而且，或许最重要的是，我们大多数人都无须担心是否有下一顿饭吃。换句话说，我们几乎用不着自己有限的自控及决断能力，而穷人则需要不断运用这种能力。

我们应该认识到，谁也没有那么明智、耐心或博学到能够为自己的健康做出正确的决定。同样，对于那些生活在富裕国家的人来说，他们周围充满了无形的助推力，而贫穷国家保健政策的首要目标应该是，让穷人尽可能容易地获得预防性保健，并规范病人所能享受的医疗服务的质量。鉴于人们对价格的高度敏感性，这些国家的政府应免费提供预防性服务，或是奖励那些利用这种服务的家庭，使其尽量成为自然的“默然选择”。免费的释氯器应放在水源旁边；给自己孩子接种疫苗的家长应得到奖励；学校里的孩子们应得到免费的抗蠕虫药片和营养增补剂；至少在人口密集地区，水利及卫生设施的公共投资应立即启动。

作为公共卫生投资，通过减少疾病与死亡、提高人们的收入，很多这类补贴的价值都超出了其自身的成本——不再反复患病的孩子可以上更长时间的学，因而可以在成年后挣更多的钱。不过，我们并不可以就此认为，这一切在没有干预的情况下会自然而然地发生。即使在预防性措施十分廉价的情况下，如果关于其好处的信息不完善，再加上人们当前的习惯，他们愿意为之付出多少努力、投入多少钱都会受到限制。而如果那些措施不那么廉价的话，他们要面对的问题自然是钱。从治疗的角度来看，这一挑战是双重的：既要确定人们可以获得自己所需要的药品，还要限制他们获取不需要的药品，从而防止药物依赖性的增长。在

发展中国家，由谁来开展实践并充当医生的角色，这似乎是大多数政府都难以规范的。因此，要减少抗生素耐药性的蔓延及强效药的滥用，唯一的方法或许就是，尽最大努力控制这类药品的销售。

这一切听上去都颇具家长式风气，不过从某种角度上来说，事实的确如此。对于生活在安全而干净的家中、躺在舒适沙发上的我们来说，痛斥家长式作风的危害、告诉自己该为自己的生活负责是轻而易举的。对于我们这些生活在富裕世界的人来说，我们目前不正是这种家长式作风的永久受益者吗？我们深深扎根于这一体系而浑然不觉。这个体系不仅可以将我们照顾得更好，而且我们也不需要去思考生活中的其他问题。然而，我们仍然有责任向人们传授公共卫生知识。我们确实欠每个人（包括穷人）一个尽可能清晰的解释，告诉他们为什么接种疫苗如此重要，为什么他们需要完成整个接种疗程。不过，我们应该真正认识到，仅凭信息并不能取得成功。这就是事物本身的规律，对于穷人来说是如此，对于我们也是一样。

[1] 口服补液，也称ORS，是一种混合盐、糖、氯化钾及兑水抗酸剂的儿童口服剂。

[2] 达尔，即干豆。当地的一种主食。——编者注

[3] 本书中文简体版于2009年由中信出版社出版。——编者注

第四章

全班最优

2009年夏天，在印度卡纳塔克邦的那甘纳吉村，我们见到了40岁的寡妇珊塔玛，她是6个孩子的母亲。珊塔玛的丈夫4年前死于急性阑尾炎，她没有保险，家里也拿不到任何抚恤金。三个年长一点儿的孩子都上了学，至少上到了八年级，但另外两个小一点儿的孩子（一个10岁男孩和一个14岁女孩）都辍学了，女孩在邻居家地里干活儿。我们认为，由于父亲的去世，孩子们被迫辍学，年龄大一点儿的孩子便开始干活儿挣钱。

然而，珊塔玛纠正了我们的想法。丈夫去世后，她便将家里的地租了出去，自己开始干临时工，挣的钱足以满足一家人的基本需求。珊塔玛的确让女儿去田里干活儿，但那是在她辍学之后，因为珊塔玛不想让她待在家里没事儿干。其余的孩子都在学校上学——在三个年龄大一点儿的孩子中，有两个在我们见面时还是学生（最大的女儿22岁，已经结婚了，很快就会生下她的第一个孩子）。我们了解到，她的大儿子在最近的城镇雅吉尔上大学，将来准备成为一名老师。两个小一点儿的孩子之所以辍学，是因为他们自己不想去上学。村庄附近有几所学校，包括一所公立学校和几所私立学校。那两个孩子原本上的是公立学校，但他们经常逃学，最终母亲放弃了让他们上学的打算。在我们采访期间，那个10岁男孩一直和他的母亲在一起，嘟囔着上学没意思。

由此可见，他们不是上不起学。在大多数国家，上学是免费的，至少上小学是如此。所以，大多数孩子都有学可上。然而，我们在全球所开展的各种调查显示，儿童辍学率在14%~50%之间。辍学往往并不是由于家里出现了紧急情况，有时可能是健康原因所引起的，比如在肯尼亚，孩子们会因接受抗蛔虫治疗而耽误几天课。尽管如此，辍学情况或许还能反映出孩子们并不想上学（这可能很普遍，我们大多数人都会想起自己小时候的这种状态），而且他们的父母似乎也无力或不愿让他们去上学。

对于某些批评家来说，这也意味着，全面提升教育的努力遭遇了巨大的失败：如果没有强大的潜在教育需求，那么建立学校、聘用教师又

有什么用呢？相反，如果人们对技术有真正的需求，那么对于教育的需求自然就会显现，供应便会随之而来。然而，这一乐观看法似乎与珊塔玛孩子的故事不相符。卡纳塔克邦的首府是印度的IT中心班加罗尔，它对人才的需求量自然很大。珊塔玛一家中有一位未来的教师，他们意识到了教育的价值，因此愿意进行教育投资。

发展中国的学校对学生不具有吸引力，既不是因为入学难或缺乏人才需求，也不是因为家长拒绝让自己的孩子受教育。那么，阻碍究竟源自哪里呢？

供求之战

教育政策就像援助一样，一直是激烈的政策之争的主题。正如援助一样，争论的焦点并不在于教育本身是好是坏（每个人或许都会同意，受教育总比不受教育要好），而在于政府是否应该干预以及如何干预。而且，尽管教育与援助所产生的具体原因不同，但二者内部的分界线实际上处于同一位置，提供援助的乐观主义者一般都是教育干涉主义者，而提供援助的悲观主义者一般都支持自由放任的教育政策。

长久以来，大多数政策制定者（至少是国际政策领域）一直认为，教育其实很简单：我们要先将孩子们带进教室，最好由一位训练有素的老教师任教，剩下的事情就好办了。这类人强调“供应学校教育”，我们将他们称为“供应达人”。这里借用的是印度的一个俗语——“供应商”（西印度语中的这类绰号有拉克达瓦拉——木材供应商、达路瓦拉——酒品供应商、邦度瓦拉——枪支贩卖者等），以便与供应经济学派区分开来。该学派的经济学家认为，英国经济学家凯恩斯的观点是错误的，实际上，他们在很大程度上反对任何形式的政府干预。

或许，在联合国千年发展目标中，我们可以看到关于供应达人立场的最清晰的表述。联合国千年发展目标是世界各国于2000年取得共识的8个目标，预计在2015年之前实现。其中第二、第三个目标分别是，“确保到2015年世界各地的儿童，无论男孩还是女孩，都能够完成小学教育的全部课程”以及“到2005年，争取消除初中等级教育中的性别歧视，并在2015年之前消除各级教育中的性别歧视”。大多数国家的政府似乎已经接受了这一观点。在印度，目前95%的儿童可以在距家不到半英里的学校上学。几个非洲国家（包括肯尼亚、乌干达和加纳）已开始提供免

费的初级教育，大批孩子进入学校。联合国儿童基金会指出，在1999—2006年间，撒哈拉沙漠以南非洲地区的小学入学率由54%上升至70%，在东亚及南亚则由75%上升至88%。全球学龄儿童的辍学人数由1999年的1.03亿减少到了2006年的7 300万。在我们针对18个国家的调查数据中，即使是那些极为贫穷的人（每天生活不足99美分的人），其子女入学率目前也在80%以上（被调查国家中至少有9个国家是这样）。

虽然普及中等教育（9年级以上）并非联合国千年发展目标的一部分，但这方面也取得了一定的进展。1995—2008年之间，撒哈拉沙漠以南非洲地区的中学入学率由25%上升至34%，南非由44%上升至51%，东亚则由64%上升至74%。不过，中学的学费也变高了：聘用教师需要更多的钱，因为这些教师必须是更有资质的；而且对于父母及其子女来说，他们放弃的收入及劳动市场经验有更大价值，因为十几岁的孩子已经可以干活儿挣钱了。

让孩子上学是非常重要的第一步，这正是学习的起点。然而，如果孩子们在学校里学不到什么东西，那么上学对他们来说就毫无用处。有些奇怪的是，学习的问题并未被摆在国际声明中十分突出的位置：千年发展目标中并没规定孩子们必须在学校里学到东西，只是说他们应完成基本的课程。2000年，塞内加尔首都达喀尔的全民教育峰会由联合国教科文组织发起，在峰会的会后公报中，提升教育质量的目标被排在了第六名，即第六个目标。这其中的隐含意义或许是，学到什么没有入学重要。然而，遗憾的是，事情并非那么简单。

2002—2003年，由世界银行发起的世界缺席调查秘密派出一些调查员，到6个国家的公立学校进行抽样调查。他们的基本结论是，孟加拉国、厄瓜多尔、印度、印尼、秘鲁及乌干达的教师平均每5天就会缺席1天，其中印度和乌干达的教师缺席率是最高的。此外，印度的调查显示，即使教师在校并授课，他们也经常在喝茶、读报或是和同事聊天。总体来说，印度公立学校50%的教师都在上课时间缺席。在这种情况下，怎么能指望孩子们学习呢？

布拉翰（Pratham）是印度一家专门致力于教育的非政府组织，该组织于2005年决定进行深入研究，查明孩子们究竟在学些什么。布拉翰成立于1994年，其创立者为化学工程师马达夫·查万。查万拥有美国教育背景，他在创立布拉翰时怀着一种坚定的信念：所有儿童都应该学会阅读，并通过阅读来进一步学习。该组织成立之初，查万在联合国儿童基金会的援助下，将这家位于孟买的小小的慈善机构，发展成了印度最大

的一家非政府组织，或许也是全球最大的非政府组织之一：布拉翰的计划涉及约3 450万印度儿童，而且目前正深入到世界其他地区。在《年度国家教育报告》（*ASER*）的指导下，布拉翰在印度的600个地区建立了志愿者小组。这些小组在每个地区都随机选择了几个村庄，对每个村庄的1 000多名儿童进行了测试——参加测试儿童总数为70万——并总结出了一份成绩单。印度计划委员会副主席蒙特克·辛格·阿卢瓦利亚看到了这份报告，但他从中所读到的却令他心情沉重。7~14岁年龄组中接近35%的孩子读不出一个简单的段落（一年级水平），而几乎60%的孩子读不出一个简单的故事（二年级水平）。只有30%的孩子会做二年级的数学题（基本除法）。这些数字令人十分震惊——在第三世界国家中，小男孩和小女孩们在自家的摊位或商店里帮忙，总是在没有纸笔的情况下做一些更复杂的计算。难道学校让孩子们变得不会学习了？

并非政府中的所有人都像阿卢瓦利亚先生一样豁达。泰米尔纳德邦政府就拒绝相信政府的表现如《年度国家教育报告》所暗示的那样糟糕，于是便组织自己的团队再次展开测试。很遗憾，测试结果只是印证了原有的数据。1月，在印度的一次年度活动上，*ASER*的测试结果被公之于众。报刊对可怜的测试分数表示沮丧，学者们在专题小组会上讨论着那些数据，问题并没有得到解决。

遗憾的是，印度并非个案，其邻国巴基斯坦、遥远的肯尼亚，以及其他几个国家也得出了同样的结果。在肯尼亚，效仿*ASER*的尤维佐调查发现，27%的5年级孩子读不出一个简单的英文段落，23%的孩子读不懂斯瓦希里语（小学的一种教学语言），还有30%的孩子不会做基本除法。在巴基斯坦，80%的三年级孩子读不懂一年级的课文。

需求达人案例

一些批评家（包括威廉·伊斯特利）认为，除非有明确需求，否则根本没有必要提供教育。对于需求达人来说，这一结论涵盖了几十年来所有教育政策的缺点。在他们看来，教育质量之所以低下，原因就在于家长们对教育不够重视，他们觉得教育真正的好处（即经济学家所谓的“教育回报”）并不多。当教育回报足够高时，根本无须政府的推动，入学率自然会提高。人们会把自己的孩子送到专门的私立学校，如果私立学校学费太贵的话，他们就会要求当地政府建立学校。

需求的作用确实很重要。入学率与教育回报率息息相关：在印度的“绿色革命”期间，成为一名成功的农夫需要更高的技术水平，因此学

习的价值也有所上升。在一些更适合播种“绿色革命”所引进的新种子的地区，其教育水平也得到了很大的提升。近期，离岸呼叫中心便是个典型的例子。在欧洲及美国，人们常常指责这种呼叫中心减少了当地的工作机会，但它却大大增加了印度年轻女性的就业机会，从而成为印度一次小规模社会革命的一部分。2002年，加利福尼亚大学洛杉矶分校的罗伯特·延森与一些这样的呼叫中心合作，随机选择了印度北部3个城邦很少有人去招聘的几个村庄，在那里组织针对年轻女性的招聘会。结果在意料之中，较之其他一些未实施这种招聘方式的随机选择的村庄，这些村庄业务流程外包中心（BPOs）的年轻女性的就业率得到了提升。更为显著的是，这部分地区原本可能是印度歧视女性现象最严重的地区，但在招聘工作启动三年之后，招聘点所在村庄中5~11岁女孩入学的概率提高了5%。这些孩子的体重也有所增加，这表明家长们将他们照顾得很周到：他们发现，让女孩受教育同样会带来经济价值，因此乐于投资。

在受过教育的劳动力供应方面，家长们有能力应对变化。因此，对于需求达人来说，最好的教育政策就是没有教育政策。只要找到一些急需人才的行业，让投资于这些行业变得富有吸引力，那么就会出现对受过教育的劳动力的需求，增加这方面的供应压力。这样，争论便会继续下去，因为家长们开始真正关心教育，他们会向教师施压，让教师根据他们的需要授课。如果公立学校不能提供高质量的教学，私立学校市场便会趁势形成。有人称，这个市场上的竞争会让家长们得到适合他们孩子的高品质教学。

需求达人观点的核心是，教育不过是另一种形式的投资：人们投资于教育，就像投资于任何其他领域一样，目的是挣到更多的钱，增加未来的收入。将教育看成一种投资所带来的一个明显问题就是，做出投资的是家长，而未来获得收益的是他们的孩子。而且，尽管实际上很多孩子会为他们的父母带来投资“回报”——给他们养老，但很多孩子并不愿那样做，甚至“不履行义务”，将他们的父母遗弃。即使有的孩子很孝顺，但这也并不一定意味着他们因多上了一年学而多挣的那一点点钱，能够转化成父母们的收益——我们常常会看到一些心生悔恨的父母，他们的孩子非常富有，可以在外面自立门户，却让他们晚景悲凉。保罗·舒尔茨是耶鲁大学的一位经济学家，在谈到自己的父亲——著名经济学家及诺贝尔奖得主西奥多·舒尔茨时说，父母曾经反对他上学，因为他们想让西奥多留在农场。

的确，孩子学习成绩好，家长也会为之自豪（他们喜欢与邻居分享

这种快乐)。从这个意义上讲，即使家长从孩子那里得不到一分钱，他们或许也觉得这样做是值得的。因此，从家长的角度来看，教育不仅是一种投资，而且还是他们赠送给孩子的礼物。然而，另一方面，大多数家长都有权支配他们的孩子——由家长来决定谁去上学，谁留在家里或是出去工作，以及他们的收入如何支配。有些并不重视教育的家长很在意孩子长大后回报给他们多少钱，这样的家长或许会在孩子10岁时就让他辍学，并安排他出去工作。换句话说，教育的经济回报（其衡量尺度为受教育孩子的额外收入）固然很重要，但其他很多因素或许也不容忽视，比如我们对未来寄予的希望，对自己孩子的期望，以及对自己的孩子是否宽容。

“没错，”供应达人说道，“这就是有些家长需要点化的原因。儿童有权利享受正常的童年及充分的教育，一个文明的社会不能允许这一权利被父母的冲动或贪婪所剥夺。”要降低送孩子上学的费用，建立学校、聘用教师是必要的一步，但这或许还远远不够。这一道理解释了为什么大多数富裕国家都强制规定：当孩子达到一定年龄时必须送他们上学，除非父母能证明他们可以在自己家里教育孩子。然而，这在国力较为有限、义务教育难以强化的情况下，显然是行不通的。在这种情况下，政府必须从经济角度考虑，让父母觉得送孩子上学是值得的。这就是教育政策所选择的新工具背后所折射出的理念：有条件现金转移。

有条件现金转移的奇特历史

圣地亚哥·莱维是波士顿大学的经济学教授，1994—2000年期间任墨西哥财政部副部长，主要任务就是改革错综复杂的福利体系，其中包括几个截然不同的计划。莱维认为，如果将福利金与人力资本投入（健康与教育）相结合，培养身心健康、受过良好教育的一代人，那么无论是从短期还是长期的角度来看，今天花掉的钱都将有助于消除贫穷。这一想法激发了一种新的名为“进步”的教育计划的产生，这是一个“有附带条件的”转让计划，也是第一个有条件现金转移（CCT）计划：贫穷家庭会得到某些救助，但前提是他们的孩子定期上学，而且这个家庭得采取预防性保健措施。如果孩子上了中学，或者女孩也上了学，那么家长就会得到更多的钱。为了使该计划合法化，这笔钱被当作一种“补偿”支付给一些家庭，补偿他们因让孩子上学而非工作所损失的工资。然而，实际上，无论家长怎样看待教育，只要让他们觉得如果不送孩子上学就会受损失，该计划就会达到点化他们的目的。

圣地亚哥·莱维还有另一个目标——确保该计划不会因政府的换届而受影响，因为每届总统常常会取消其前任的所有计划，并制订自己的新计划。莱维认为，如果这一计划取得了巨大的成功，新政府就不会轻易取消它。因此，莱维首先制订了一个试点计划，只面向随机选择的一组村民，这样便可以清晰地比较他们与其他村民的情况。该实验毫无疑问地表明，这一计划的确大大提升了入学率，尤其是中学的入学率。女孩的中学入学率由67%上升到了约75%，男孩则由73%上升到了约77%。

这展现出了一次成功的随机对照实验的说服力，但这也仅仅是这类实验的首批成果之一。政府换届时，这一计划也幸存了下来，只不过更名为“机会项目”。然而，莱维或许没有预料到，他带来了两个新的传统。第一，有条件现金转移计划如雨后春笋般遍布整个拉丁美洲，随后又蔓延至世界的其他地区。纽约市市长迈克尔·布隆伯格也采用了这一计划。第二，当其他国家启动自己的有条件现金转移计划时，他们常常会开展一组随机对照实验，用来评估这项计划。在某些测试中，有条件现金转移计划呈现出多种多样的特征，这将有助于人们了解怎样更好地实施该计划。

矛盾的是，在马拉维，正是这些实际应用案例使我们得以反思这一教育计划的成功。它的制约性体现在，光增加收入是远远不够的，家长也需要得到一种激励。研究人员及从业者们由此发问，无条件现金转移计划是否能取得与有条件现金转移相同的效果？世界银行的一项研究极具煽动性，它表明，制约性似乎根本不重要——研究人员向有学龄女孩的家庭提供5~20美元（按购买力平价计算）的现金。在一组对象中，现金转移的前提条件是孩子要入学；在第二组对象中，现金转移没有任何条件；第三组对象（对照组）则没有现金转移。这一实验的效果非常明显（一年之后，对照组孩子的辍学率为11%；而其他两组孩子的辍学率只有6%），有条件现金转移与无条件现金转移的效果是相同的。这表明，家长不需要被迫送孩子上学，他们只是需要经济上的援助而已。

有几个因素或许可以说明，为什么现金转移在马拉维产生了一定作用：或许是家长们付不起学费，或许是他们不能放弃自己孩子可以挣到的钱。当然，借钱供自己10岁的孩子上学，并指望他在20岁时能挣到钱，这简直就是一个白日梦。现金转移可以使家长们摆脱极度贫困的状态，或许也拓宽了他们的思想空间，让他们拥有更长远的人生观：教育必须现在投入，而这部分费用要等到孩子长大以后才能得到补偿。

所有这些原因都使得收入与教育息息相关：贾马尔将受到的教育不

如约翰多，因为他的父母更贫穷，即使两人受教育的回报一样多也是如此。的确，在我们针对18个国家的调查数据中，我们发现，随着调查的深入（从每天生活不足99美分的人，到每天生活费为6~10美元的人），教育费用在生活费用中所占的份额也有所增加。如果每个有收入家庭的儿童人数随收入而大幅度减少，那么每个孩子的教育花费比总花费增长得更快。这与教育只是一种投资的情况恰恰相反，除非我们愿意相信，穷人没有受教育的能力。

这一点很重要，因为如果父母的收入对是否进行教育投资很关键，那么有钱人家的孩子即使无任何天赋，也可以受到更多的教育，而天资聪颖的穷人家的孩子则有可能被剥夺受教育的权利。因此，让市场操纵一切，并不能让每个孩子（无论他来自哪类家庭）根据自己的能力接受教育。除非我们能够完全消除收入差距，否则公共供应方的干预就是必要的，这种干预可以使教育变得更廉价，使我们更容易实现这一社会目标：确保每个孩子都能得到一次机会。

自上而下的教育政策有用吗？

然而，问题在于，尽管从原则上看完美无缺，但这种公共干预是否切实可行呢？如果家长们根本不关心教育，那么这种自上而下的教育推动只会浪费资源，这会不会太冒险了？例如，伊斯特利在《在增长的迷雾中求索》一书中称，非洲国家的教育投资对这些国家的发展毫无助益。

同样，回答这个问题的最佳方式是，研究特定国家在实施这种政策时所遇到的具体情况。值得庆幸的是，尽管教育质量低下，但学校还是有用的。在印度尼西亚1973年第一个石油繁荣时期之后，时任该国总统的苏哈托将军决定大规模修建学校。这是一个自上而下的刺激供应计划：学校的建立遵循着这样一个规则，即优先考虑失学儿童人数最多的地区。如果这些地区没有学校，就说明人们对教育不感兴趣，那么这个计划就是一次可悲的失败。

实际上，总统特别基金计划是一次巨大的成功：为了评估该计划，伊斯特利找到了一些成年人（可以受益于新建学校的年轻人）和更年长的一代人（他们的年龄已使他们错失到这些学校上学的机会），并对二者的收入进行了比较。伊斯特利发现，相对于年长的一代，在建立了更多学校的地区，年轻人的收入要高得多。通过教育对收入的影响，伊斯特利总结出，因新学校的建立而每多接受一年小学教育的人，其收入将

提高约8%。这一针对教育回报的估算，与美国的普遍情况十分类似。

另一个自上而下的经典计划就是义务教育。1968年，台湾地区做出了一项规定，要求每个孩子必须接受9年的教育（之前的规定为6年）。对于孩子们的学校教育以及他们的就业前景，这项规定都具有重要而积极的影响，对女孩来说尤为如此。教育的好处不仅在于金钱——在中国的台湾地区，这一计划对儿童死亡率的影响也很大。在马拉维，那些因有条件现金转移计划而没有辍学的女孩，其怀孕的概率也有所降低。在肯尼亚也是如此。目前，一个对此方面颇有研究的重要团体正致力于验证教育的深远影响。

此外，这一研究还总结出，教育的方方面面都使人受益匪浅。那些喜欢阅读的人会轻松阅读报纸和公告栏，从而得知他们何时会从一项政府计划中受益。接受中级教育的人更有可能得到一份正式的工作，即使没有得到这样一份工作，他们也能把自己的生意做得更好。

这两种在哲学层面上相互对立的策略似乎再次失去了重点，供应策略与需求策略没有理由互相排斥。供应本身就会带来好处，但需求也很重要。的确，当城里出现了合适的工作机会，有的人虽未接受自上而下的教育，但也找到了受教育的途径；而对于其他人来说，来自他们居住区域所建学校的援助是至关重要的。

这一切并非意味着自上而下的教育策略一定会带来很多好处。我们看到，学生们的确在公立学校里学到了东西，但公立学校的教育质量并不乐观。基于需求的方法是否会更有效？私立学校就是由需求推动的标准策略——即使有免费的公立学校，家长们仍会花费他们辛辛苦苦挣来的钱，将他们的孩子送入一所私立学校。难道说私立学校破解了教育质量的问题？

私立学校

很多人都认为，在完善教育体系的过程中，私立学校应发挥重要的作用。近期通过的印度《教育权利法案》得到了政界（包括“左”派，全世界的“左”派一直都反对将市场力量引入教育领域）强有力的支持。这就是所谓的凭证私有化的一个体现——政府给予公民“凭证”，用来支付私立学校的学费。

在教育专家提出警告之前，全球很多雄心勃勃的低收入家长已经决定，即使省吃俭用，也必须将自己的孩子送入私立学校。一个惊人的现

象由此产生，整个南亚及拉丁美洲出现了很多廉价的私立学校。这些学校每月的学费仅为1.5美元。而且，它们一般都很低调，常常是以某人家里的几个房间作为教室，老师通常都是一些当地人，因找不到其他工作而决定办学校。一项研究表明，在巴基斯坦的一个村庄里，能够准确反映私立学校供应情况的是，该地区以前是否建过一所女子中学。有些受过教育的女孩会寻找本村的挣钱机会，她们中有很多人都在村里当教师，进入教育领域。

尽管这些女孩的资质令人怀疑，但私立学校常常比公立学校效率更高。世界劳工调查发现，在印度，在公立学校教师出勤率较低的村庄，私立学校存在的概率更大。此外，与同一村庄的公立学校教师相比，私立学校教师于指定日在校的概率平均高出8个百分点。上私立学校的孩子学习成绩也会很好。ASER称，2008年，印度47%的公立学校五年级学生达不到二年级的阅读水平，而私立学校同等水平学生的这一比例仅为32%。在巴基斯坦学校学习及教学成就（LEAPS）调查中，与公立学校的孩子相比，私立学校的孩子在上三年级时，英语水平就已超前1.5年，数学水平超前2.5年。的确，那些决定将孩子送入私立学校的家庭或许是出于经济原因，但这并不能完全解释为什么私立学校对于富裕家庭来说也很有吸引力：私立学校学生与公立学校学生在学习成绩上的差距，近乎10倍于最富阶层孩子与最穷阶层孩子之间的平均差距。在同一家庭里，即使这一差距没有那么大（这一点或许有些高估了教育的回报，因为父母可能会将最有天赋的孩子送进私立学校，或是以其他方式帮助这个孩子），上公立学校的孩子与上私立学校的孩子之间，仍然存在明显的差距。

因此，私立学校的孩子比公立学校的孩子学到的更多。然而，这并不意味着，私立学校的教学质量完美无缺。在比较私立学校的教学质量与经过简单干预后的教学质量时，我们已经看到了私立学校的缺陷。

布拉翰与私立学校

布拉翰是一家著名的非营利教育机构，该机构负责ASER的运营。该中心不仅揭露了教育系统的缺陷，而且还尝试去解决这些问题。在过去10年中，我们一直与该机构合作，几乎参与了其儿童教学及阅读教学的每一项新计划的评估。2000年，在印度西部城市孟买及巴罗达，ASER正式开始运营。在那里，布拉翰实行了其所谓的“儿童之友”计划。该计划从每个班里选出20个最需要帮助的孩子，将他们送到“儿童之友”——

由团队中的一位年轻女性负责，研究他们各自具体的弱点。尽管经历了一场地震及地区动乱，该计划对这些孩子测试的结果仍取得了很大的收益——在巴罗达，私立学校所获的平均收益幅度几乎是印度的两倍。然而，与普通私立（或公立）学校的教师相比，这些“儿童之友”所受过的教育要少得多——他们很多人只上过10年学，外加在布拉翰受过一周的培训。

鉴于这些结果，很多组织都宁愿固守已有的成就，但布拉翰却并非如此。原地踏步绝不是布拉翰创立者查万的性格。精力充沛的鲁克米尼·班纳吉也是一样，他一直推动着布拉翰的迅速发展。布拉翰对更多儿童进行研究的一种途径就是，找一些组织接管该计划。北方邦是印度最大的一个邦，也是最穷的邦之一。在北方邦东部的江布尔区，布拉翰的志愿者们走遍一个又一个村庄，对那里的儿童进行测试，并鼓励整个机构都参与进来，看看孩子们知道什么，不知道什么。在孩子犯错误时，家长们的第一反应常常是打自己的孩子——但后来，机构里出现了一组志愿者，他们时刻准备着帮助这些小弟弟和小妹妹们。志愿者们大多为年轻的大学生，傍晚，他们在附近的居民区里开课。布拉翰为这些志愿者们提供一周的培训，除此之外并没有其他补偿。

我们也对这一计划进行了评估，结果令人十分惊讶：在计划结束时，所有参与该计划的孩子都已经认识字母了，而他们在计划实施之前还不会阅读（相反，在年底之前，对照村庄认识字母的孩子仅有40%）。那些最初仅能读懂字母的孩子，在参加了该计划之后，能读懂短篇故事的概率比没参加计划时提高了26%。

近期，布拉翰将其关注点转移到了与公立学校体系的合作之上。比哈尔邦是印度最穷的一个邦，也是教师旷工率最高的一个邦。布拉翰为中小学生组织了一场救助性的夏令营，邀请一些公立学校教师前来授课。这一评估结果令人十分震惊：这些备受批评的公立学校教师其实教课了，而且收益也可与江布尔夜课所获得的收益相媲美。

布拉翰的实验结果使得印度乃至全球的很多学校都正在与这个组织联系。目前，加纳正在对该计划的一个版本进行测试，这是一次大规模的随机对照实验，是一个研究小组与政府之间的合作。他对那些正在寻找第一份工作的年轻人进行培训，然后让他们到学校里提供救助性教育服务。塞内加尔及马里的教育部代表团参观了布拉翰的活动，并考虑在本国复制这一计划。

这不禁让人觉得，如果那些志愿及半志愿教师可以创造这么大的成

效，那么私立学校显然可以采取同样的做法，而且还应做得更好。然而，我们得知，在印度的私立学校，有1/3的五年级学生还达不到一年级的阅读水平。为什么会这样呢？如果公立学校教师的教学水平很高，为什么我们在公立学校体系中看不到这一点呢？如果孩子们很容易取得较高的学习成就，为什么家长们没有需求呢？为什么在布拉翰的江布尔计划中，只有13%不具备阅读能力的孩子参加夜校呢？

毫无疑问，市场没有发挥其应有的作用。或许，私立学校之间缺乏一定的竞争压力，或者家长们没有获取足够的指导信息。稍后，我们将探讨几个更广泛的问题，如政治经济等。这些问题或许可以说明，为什么公立学校的教师表现得这么差。不过，教育所特有的一个关键问题就是，对于教育成果的具体期望会歪曲家长们的需求。这种期望包括公立及私立学校的价值、孩子们的成就，以及随之而来的巨大浪费。

期望的诅咒

虚幻的S形

几年前，在乌代布尔农村地区，我们在由赛娃曼迪管理的一个民间学校组织了一次亲子拼贴画活动。我们提供了一堆五颜六色的杂志，让家长们从中剪出一些图片，以表现他们对于教育的想法，以及教育能给他们的孩子带来什么。这一活动的构想是，让家长们在自己孩子的协助下完成一张拼贴画。

结果，家长们完成的拼贴画看上去都大同小异：拼贴画上密密麻麻地布满了黄金及钻石首饰，还有各种时下流行的名车模型。实际上，杂志中还有其他可用的图片——宁静的乡村景象、渔船、椰子树等。然而，如果他们的拼贴画中所表现的元素是真实的话，那么这些元素一定不是教育的全部。家长们似乎总将教育看成一种让自己孩子获取大量财富的方式。对于大多数家长来说，他们期望中的致富途径就是一份政府工作（如教师），其次是某种办公室工作。在马达加斯加，640所学校的学生家长们曾回答过这样一个问题，即孩子们上完小学之后应怎样谋生、上完中学之后又该怎样谋生。70%的家长认为，一名中学毕业生会得到一份政府工作，而实际上只有33%的中学生得到了这种工作。

然而，能够上到六年级的孩子为数并不多，更别说通过毕业考试了。目前，这种水平是任何要求教育背景的工作的最低资质。而且，家

长们并非没有完全意识到这一点：在马达加斯加，当家长们回答对于教育回报的看法时，他们一般都能做出正确回答。但是，他们对于教育优势和劣势的回答却有些极端——他们将教育看成一种彩票，而不是一种安全的投资。

帕克·苏达诺是印尼万隆西卡达斯贫民窟一个收废品的人，他实事求是且言简意赅地告诉我们，他是这一带出了名的“最穷的人”。当我们2008年6月见到他时，他的小儿子（9个孩子中最小的一个）就要上中学了。苏达诺认为，小儿子上完中学之后，很可能在附近的商城找到一份工作，他的另一个儿子已经在那儿上班了。这样的一份工作，小儿子早就应该得到了——但不管怎样，苏达诺认为让他上完中学是值得的，即使这让他少拿了3年的工资。苏达诺的妻子认为，这个孩子或许还能上大学，而苏达诺觉得这不过是一个白日梦——他认为，小儿子仍然有机会得到一份办公室工作，从安全及体面的角度考虑，这是可能得到的最好的工作。对于苏达诺来说，碰碰运气是值得的。

家长们会认为，前几年的教育付出比以后的教育付出少得多。例如，马达加斯加的家长们认为，每一年的小学教育会使一个孩子增收6%，每一年的初中教育增收12%，而每一年的高中教育则会增收20%。我们在摩洛哥发现了类似的情况。那里的家长们认为，每一年小学教育可以使一个男孩增收5%，每一年的中学教育则增收15%。而女孩在这种情况下中的差别则会更明显。在家长们看来，每一年的小学教育对女孩几乎没有任何价值——仅为其增收0.4%，但每一年的中学教育则可以为其增收17%。

据估计，每一年的教育实际上都会按比例或多或少地增加收入。而且即使对于未得到正式部门工作的人来说，教育似乎也是有好处的。例如，相对于没受过教育的农民来说，受过教育的农民在“绿色革命”期间挣的钱要多。此外，还有其他一些非经济利益。换句话说，家长们看到的是一条实际不存在的S形曲线。

这条S形曲线表明，除非家长们愿意平等地对待每一个孩子，否则他们只能孤注一掷，将所有希望都寄托在他们认为最有前途的那个孩子身上，确保这个孩子接受足够的教育，而不是将教育投资分摊给所有的孩子。在珊塔玛（她的两个孩子都没有上学）家附近，即那甘纳吉村里，我们见到了一个拥有7个孩子的农户家庭。家里除了最小的那个12岁男孩，其他孩子上学都没超过两年。他们对公立学校的教学质量不满意，因此这个12岁孩子只在那里上了一年学，然后就转学到村里的一家

私立寄宿学校上7年级。孩子一年的学费会超过这个家庭农作物总收入的10%，这项投入对一个孩子来说已经很大了，显然，他们供不起7个孩子全部上学。这个幸运男孩的母亲向我们解释道，他是家里最聪明的孩子。用“笨”或“聪明”这样的字眼来形容自己的孩子，特别是当着孩子们的面，那情形就像选出一位世界冠军（并让家里其他人都支持这位冠军）似的。这种想法会催生一种特殊形式的同胞竞争。布基纳法索的一项研究发现，智力测验得分高的孩子，更有可能被学校录取，但当他们的兄弟姐妹得分高时，他们入学的概率就会降低。

在哥伦比亚的波哥大城，一项关于有条件现金转移的研究发现了将所有资源花费在一个孩子身上的合理性依据。该研究的资金有限，家长们可以选择任何一个适龄孩子参加抽签，中签的孩子只要按时上学，其家长就可以得到一个现金转移。中签者越按时上学，就越有可能在下一个学年继续学业。在该研究的另一个版本中，现金转移的条件是上大学。在这种情况下，中签者更有可能会上大学。令人不安的一个发现是，有些家庭让两个或更多的孩子参加抽签，其中只有一个孩子中签了，那么与孩子都未中签的家庭相比，这些中签孩子的兄弟姐妹上学的概率会有所降低。家庭收入的增加固然不会对此造成影响，却会让中签的孩子从中受益。一个冠军产生了，所有的资源便集中到了他（或她）的身上。

误解也是个关键问题。实际上，教育应该不存在“贫穷陷阱”：教育的每个阶段都是有价值的，但家长们认为教育的回报呈“S”形，这在无意识中营造着一个“贫穷陷阱”，进而催生一个真正的“贫穷陷阱”。

精英学校体系

不仅家长们将希望寄托于孩子毕业考试的成功，整个教育体系都包含着这种思想。学校的课程及结构常常可以追溯到殖民时期，那时学校的目标是培养出当地的精英，成为殖民统治集团的有效盟友，建立殖民者与当地人的不同等级。尽管新生大量涌现，教师们仍然认为自己的使命是为艰难的考试培养最优秀的学生。在大多数发展中国家，教师的作用就是保证学生顺利进入下几个学年或大学学习。与此相关的一种残酷压力是使课程“现代化”，更具有科学性，并且变成更厚更沉的课本——因此，印度政府目前将一二年级学生书包的总重限制在6.6磅（2.72千克）。

有一次，我们跟随布拉翰的成员来到印度西部巴罗达的一所学校，

学校事先得到了通知，一位教师显然想留下一个好印象：他在黑板上写出一串十分复杂的数字，巧妙地列出了欧几里得几何学中一个著名的定理，随后对图表进行了长时间的讲解。所有孩子（三年级学生）都整齐地坐在地板上，表现得很安静。有的孩子可能想在自己的小石板上写数字，但粉笔的质量太差了，根本写不出来。显然，他们都不知道发生了什么。

那位老师也不例外。我们见过很多这种类似的例子，即发展中国家的教师具有精英偏见。在与帕斯卡利娜·迪帕和迈克尔·克雷默的合作中，伊斯特利对肯尼亚的一个班级进行了重新安排，利用多余的一个教师将学生们分成两组。这一区分使孩子们学到了以前没学过的知识。于是，教师们通过抽签被随机安排到“高级”或“低级”学区。被安排到“低级”学区的教师常常很沮丧，他们在授课中什么也得不到，还会因自己的学生成绩差而备受指责。因此，他们也相应地调整了自己的行为：我们在随机访问中发现，与被安排到“高级”学区的教师相比，被安排到“低级”学区的教师教课的概率更低，他们更有可能会在办公室里喝茶。

问题并不在于学生们没有雄心壮志，而是家长们对于学生们能够取得好成绩的期望不高。我们曾前往喜马拉雅山印度段的山区，对犹他拉坎德孩子们进行测试。那是一个寒风萧瑟的日子，不免让人觉得测试是一件烦人的事——参加测试的孩子肯定是这么想的。当我们问他是否上学时，他用力地点了点头；当我们告诉他，我们还会问他一些问题时，他似乎也很配合。但当测试者递给他一张表格时，他毫不犹豫地目光转向了别的地方——一个7岁孩子常常会这样做。测试者尝试着让他看一眼表格，许诺给他几张漂亮的图片，再讲一个好听的故事，但他似乎心意已决；他的母亲一直嘟囔着鼓励的话，不过她的努力显然缺乏热情，这表明她不希望孩子改变主意。在测试结束之后，当我们走向车子时，一位腰间系着满是灰尘的短腰布（当地农民系的一种缠腰带），身穿一件黄色T恤衫的长者与我们同行，他说“我们这种家庭出来的孩子……”，让我们去猜他的后半截话。我们在一位母亲的脸上见过同样的忧郁，很多母亲的脸上都有这种表情。她们想说，我们其实是在浪费自己的时间。

在谈及关于穷人的话题时，我们常常会提到某种过时的社会决定论，例如，与阶级和种族相关的问题。20世纪90年代晚期，吉恩·德勒兹带领一个小组，就印度的教育状况撰写了一份报告，即印度的《基础教育公开报告》（*Public Report on Basic Education Revisited*），其中一个

发现就是：

很多教师非常不愿意到偏远或“落后”的村庄去，一个现实原因就是交通不便，或是偏远村庄的生活设施太差……另一个常见原因是，他们不熟悉当地村民，据说那些村民常常把钱都用来喝酒，这些人根本没有受教育的潜质，或是“行为举止就像野蛮人一样”。偏远及落后地区常常被看作是教师的耕耘得不到收获的地方。

一位年轻的教师甚至告诉我们，自己根本无法与“粗俗父母的孩子”进行交流。

为了证实这种偏见是否会影响教师对待学生的行为，教师们在一项研究中被要求为一组考试评分。他们并不认识那些学生，但随机选出的半数教师都被告知一个孩子的全名（包括种姓），其余都是匿名的。研究人员发现，平均而言，相对于教师们看不到学生所处阶层的情况，他们在得知学生所处阶层时给予底层学生的分数更低。然而，有意思的是，这样做的并非是来自上层的教师。来自底层的教师实际上更可能给予底层学生更低的分数，他们一定认为这些学生是拿不到好成绩的。

过高的期望加上信心的缺失，会造成十分危险的结果。我们看到，相信S形曲线使人们选择放弃。如果教师和家长不相信孩子能够跨过顶峰，进入S形曲线的陡峭部分，那么孩子自己或许也不会尝试：教师会忽视成绩落后的孩子，家长也不再对孩子的教育感兴趣。然而，这种行为会产生一个本来不存在的“贫穷陷阱”。如果他们放弃了，他们永远也不会发现，这个孩子或许能取得好成绩。相反，那些认为自己的孩子能取得好成绩的家庭，或是不愿让自己的孩子辍学的家庭，一般都是精英家庭，他们最终会证实自己“较高”的期望。阿布比特小时候的一位老师回忆说，他上一年级的时候成绩较差，而每个人都认为，这是因为他学得比全班同学都快，因而感到厌烦了。于是，阿比吉特被转到了二年级，但很快他的学习成绩又落后了。老师甚至把他的作业本藏了起来，怕成绩好的学生看到后会质疑他是怎么跳级的。如果阿比吉特的父母不是学者而是工人，那么他肯定早就被送去接受救助性教育或是勒令退学了。

孩子们在评估自己的能力时，也会运用这种逻辑。社会心理学家克劳德·斯蒂尔展示了他所谓的美国“刻板印象威胁”的力量：那些未被告知数学能力差的女士，在数学测试中的成绩会更好；非裔美国人如果一开

始就必须在试卷上填写自己的种族，那么他们的测试成绩则会更差。继斯蒂尔的研究之后，来自印度北方邦的两位世界银行的研究人员让他们自己的低阶层孩子与高阶层孩子竞赛猜谜。他们发现，只要阶层不被突显出来，低阶层孩子与高阶层孩子做得一样好，而一旦低阶层孩子得到提醒，意识到他们正在与高阶层孩子竞争（方法很简单，即在比赛之前问他们的全名），他们的表现就会差一些。作者称，部分原因可能是，他们担心比赛组织者的评判会有失公平，但也可能是这种“刻板印象威胁”的一种内化体现。如果一个孩子听不懂老师讲课的内容，觉得学习的内容很难，那么他可能会责怪自己，而不是老师，最终可能认为自己不是块学习的料，他会彻底放弃学习，在上课时做白日梦，就像珊塔玛的孩子一样拒绝去上学。

学校为什么会失败？

在很多发展中国家，课程与教学针对的都是精英，而不是一般学生。这样做的目的在于，通过提供额外的投入改善学校的功能，但这种努力往往都是徒劳的。20世纪90年代初，迈克尔·克雷默试图在发展中国家寻找一个简单的测试案例，旨在对该国的政策干预进行一次初度随机评估。在第一次尝试中，他想找到一个没有争议的案例，这样，干预才会产生明显的效果。课本似乎是完美的选择：肯尼亚西部的学校（开展这项研究的地方）几乎没有课本，因此几乎所有人都一致认为，课本是最重要的投资。研究人员从100所学校中随机挑选了25所，并将课本（官方指定的课本）发放到这些学校中。令人失望的是，收到课本的学生与没收到课本的学生，二者的平均测试分数并无多大差别。然而，克雷默及其同事发现，在收到课本的学校里，一开始成绩很好的孩子（研究开始之前测试分数接近最高分的学生）取得了显著的进步。问题的本质显现了。肯尼亚的教学语言是英语，课本也自然是英文课本。然而，对于大多数孩子来说，英语只是他们的第三语言（排在当地方言及肯尼亚斯瓦希里语之后），他们的英语说得很差。因此，对于大多数学生来说，英文课本的用处并不大。在很多地方，各种形式的此类实验相继展开（从发放活动挂图到提高教师比例）。但是，在教学方法或鼓励机制没有改变的情况下，新的投入收效甚微。

现在我们应该明白，为什么私立学校在普通学生教育方面表现一般——他们的重点在于，为某种艰难的公共考试培养最优秀的孩子，因为那是通往更大成功的踏脚石。这种考试需要有超前的学习能力以及全面

的教学大纲。然而，大多数学生的学习都跟不上，这一现实虽然令人遗憾，却是不可避免的。阿比吉特在加尔各答所上的学校实行一种较为开放的政策，即每年开除班里成绩最差的学生，因此到了毕业考试的时候，该班便可以实现一个完美的通过率。肯尼亚的小学也采取同样的策略，至少从六年级起是这样的。因为家长们也支持这种政策，他们没理由向学校施压，去改变这种行为。家长就像所有其他人一样，都希望学校向孩子们提供他们心目中的那种“精英式”教育——不过，他们根本无法实际检验这种教育，更不去想他们的孩子能否真正从中受益。例如，英语教学特别受南亚父母们的欢迎，但对于不会说英语的家长来说，他们无法得知教师是否在用英语教学。同样，家长对夏令营和夜校也几乎不感兴趣——对于那些没有“中签”的孩子们来说，这又有什么意义呢？

我们还可以看到，为什么布拉翰的暑期补习班会提高学生的成绩。公立学校教师似乎懂得怎样去教成绩较差的孩子，他们甚至愿意在暑假期间为此投入努力，但在常规的学年期间，这并不是他们的工作内容——他们一般是这样认为的。近期，同样是在比哈尔邦，我们对布拉翰的一项鼓励计划进行了评估。培训教师利用他们的材料，培训志愿者做教师助理，从而将救助性教育计划全面应用到公立学校中。在那些教师与志愿者都接受了培训的（随机选择的）学校中，效果非常明显，与我们之前看到的布拉翰实验结果一样成功。然而，在只有教师接受了培训的学校里，结果却几乎没有发生任何改变。那些在夏令营中表现较好的教师们，在此次计划中却表现平平：官方的教学方法以及过于注重教学大纲带来了很大限制，这似乎造成了一个很大的障碍。对此，我们不应将全部责任都推到教师身上。根据印度新的《教育权利法案》，完成规定课程是法律中所要求的。

从更广泛的社会层面来看，这种思想及行为体系意味着，大多数学校体系都有失公平，还很浪费资源。有钱人家的孩子不仅可以去教学质量更高的学校，还可以在学校里享受很好的待遇，从而使他们的潜力得到真正的挖掘。穷人家的孩子只能去教学质量较差的学校，这样的学校一开始就会表明，除非这些孩子表现出某种超凡的天赋，否则他们就会被开除，而实际上孩子们只能默默忍受，直至退学。

这就造成了巨大的人才浪费。在那些中途退学及从没上过学的人中，很多（或许大多数）都是某种错误评估的受害者：家长们放弃得过早，教师们从没真正教过他们，或是学生们缺乏自信。其中一些人完全

具备成为经济学教授或工业巨头的潜质，但最后他们却成了劳工或是小店主；如果他们幸运的话，可能会成为某公司的初级职员。他们的真正位置多半已被一些平庸的孩子所占据，因为那些孩子的父母有能力用钱为其赚取每一个成功的机会。

我们都知道一些伟大科学家的故事，从爱因斯坦到印度的数学天才拉马努金，他们二位都没有接受过正规的学校教育，却都非常有名气。而拉曼公司的故事则表明，这种经历或许并非只限于少数的优秀人士。20世纪70年代末，一位名叫拉曼的泰米尔工程师在迈索尔创立了拉曼公司。该公司制造工业用纸制品，例如电力变压器所用的纸板等。一天，拉曼在工厂门口发现了一个名叫兰加瓦米的年轻人，他是来求职的。这个年轻人说自己来自一个十分贫穷的家庭，有一定的工程教育背景，但他只有一张资格证书，没有取得相应的大学学位。由于他坚持说自己的工作能力很强，拉曼对他进行了一次快速智力测验。测试结果令拉曼印象深刻，于是他决定将这个年轻人留下来，以协助自己解决问题。一开始他还需要拉曼的指导，后来逐渐开始独立完成任务，并能想出很有创意的解决方案。拉曼的公司最终由瑞典的跨国公司巨头ABB（艾波比股份有限公司）收购——目前是ABB全球（包括在瑞典的）众多分公司中效率最高的。兰加瓦米虽然没有工程学位，却成为工程领域的带头人。他的同事克里斯那查理也是被拉曼发现的——他以前是个木匠，几乎没有接受过任何正规的教育——而他目前是该公司一个主要部门的经理。

阿伦是拉曼的儿子，他在公司被收购前曾接管公司一段时间，目前他与在拉曼公司时的几个手下共同经营着一个小型研发公司。他的核心研究小组共有4人，其中有两人连中学都没有读完，其他两人也不具备工程师的资质。阿伦说，他们都非常聪明，但刚开始时，他们没有信心将自己的想法说出来。在这种情况下，其他人怎么能了解他们的想法呢？正因为公司的规模较小，需要完成很多研发工作，他们才被发现。即便如此，要发掘他们的能力，还需要通过大量耐心的工作及不断的鼓励。

这一模式显然并不容易复制。问题是，人才的发掘不存在捷径，除非有人愿意花费大量时间，去研究教育体系应该做的事情——给予人们足够的机会展示自己的长处。然而，拉曼公司并非唯一一个认为自己有很多人才仍未被发现的公司。印孚瑟斯公司是印度的IT巨头之一，已建立了自己的测试中心，应聘者（包括那些没有正式资质的人）可以走进中心，接受一次智力及分析能力（而不是课本）测试。测试成绩优秀的

人可以成为实习生，优秀的实习生便可以得到一份工作。对于没接受过正规教育的人来说，这一可选方案为他们带来了一线希望。在全球经济衰退时期，印孚瑟斯公司关闭了其测试中心，这在当时的印度是头版新闻。

不现实的目标、不必要的悲观预期，以及不恰当的教师鼓励机制，导致发展中国家的教育体系没能完成自身的两大任务——给予每个人一套健全的基本技能及发掘人才。然而，从某些方面来看，提供高质量的教育变得越来越艰难。纵观全世界，各国的教育体系正面临着极大的压力。入学率比资源增长得更快，而随着高科技领域的发展，全球对于有教学经验者的需求也有所增加。现在，这些人都去当程序员、计算机系统管理员及银行家了。因此，找到中级以上的优秀教师将成为一个很大的难题。

有什么解决办法吗？还是说这个问题太难办了？

教育重建

一个千真万确的好消息是，我们现有的一切证据都有力地表明，确保每个孩子都能在学校里学好基本知识不仅是可能的，而且很容易实现，但前提是人们能够专注于此。

以色列一个著名的社会实验表明，很多学校都能够做到这一点。1991年，15 000名贫穷的埃塞俄比亚犹太人及其子女，在一天之内离开了亚的斯亚贝巴（埃塞俄比亚首都），疏散到以色列各地。这些犹太孩子的父母们平均都上过一两年学，他们的孩子与其他以色列孩子一起上小学。还有一组家庭的孩子既有来自俄罗斯的定居者，也有刚从那里移民而来的，他们的父母平均上过11.5年学。两组孩子的家庭背景差别极大。几年之后，当1991年入学的孩子即将中学毕业时，两组人的差别缩小了很多。一直上到了十二年级的埃塞俄比亚孩子占总数的65%，而从俄罗斯移民而来的孩子的这一比例稍高，为74%。结果显示，即使是家庭背景及早期生活条件稍差的孩子，也可以通过教育来提升自己，至少在符合条件的以色列学校中是这样的。

一些成功的实验给我们带来了很多关于如何创造这种条件的启发。第一个因素就是，关注基本技能并坚持这样一个信念：只要每个孩子及其老师付出足够的努力，他们就能掌握这些技能。这不仅是布拉翰计划的一个基本原则，也是一种态度，与美国特许学校“不要找借口”的意味

类似。这些学校包括“知识就是力量（KIPP）”计划学校、哈莱姆儿童地带等，主要面向贫穷家庭的孩子（尤其是黑人孩子），其课程侧重于基本技能的牢固掌握，以及不断测量孩子的认知水平，因为如果没有这样的判断，他们就不可能对孩子们的进步进行评估。

通过对奖励入学赢家与输家的对比研究后，我们发现，这些学校的办学效率很高。对波士顿特许学校的一项研究表明，通过将特许学校的规模扩大4倍，同时保持现有的学生人数不变，可将全市黑人与白人孩子在数学测试分数上的差距缩减40%。这种机制正是我们在布拉翰计划中看到的：在一般学校体系中迷失的孩子（在进入特许学校之后，他们的考试分数落后于其他孩子）又得到了一次机会，很多人都抓住了这次机会。

还有一项关于布拉翰计划的研究表明，培养一位合格的救助性教师相对容易，至少就低年级教学来说是这样的。这无疑是个好消息。能够成为这类老师的志愿者一般都是大学生，或是经过10天教学培训的人。此外，他们的教学内容并不仅限于阅读及基础数学的教学。比哈尔邦的这一计划安排志愿者们走进教室，教那些在学习时能充分发挥自己阅读能力的孩子，布拉翰将其称为“阅读式学习”，也就是更基础的“学会阅读”的续篇，其效果十分显著。特许学校主要聘用充满活力的年轻老师，他们对中小学孩子的学习帮助很大。

而且，通过对课程及学生进行分组，让孩子们以适合自己的进度学习，确保落后的学生专注于基本知识，这样做可以实现巨大的收益。追踪学生学习进度的目的也在于此。在肯尼亚，前面提到的一项研究将一个班的学生分成两组，并对两种不同的实验模式进行比较。在第一种模式中，孩子们被随机分到一个教室里，而在另一种模式中，他们则被以知识水平的高低进行分组。此时，教师们可以更好地了解他们的需要，每一知识水平的孩子都会取得进步。而且，这种效果是持久的：到三年级期末时，在一年级和二年级时被追踪的学生，其学习成绩一直领先于未被追踪的学生。或者，我们还可以找到其他一些因材施教的方法。其中一种可能性就是，将年级之间的界限变得更具灵活性。如果一个孩子根据年龄应该上五年级，但他需要完成二年级的某些课程，那么他就可以先上二年级而不会觉得难为情。

一般来说，要改变一个人不切实际的期望，我们还需要做很多事情。马达加斯加的一项计划告诉家长们，让家庭背景与他们相似的孩子多上一年学，其家庭的平均收入就会提升，孩子的成绩也会受到很大的

积极影响。有些家长发现自己低估了教育的好处，教育为其带来的收益可达到原来的两倍。在多米尼加共和国的一项早期研究中，高中生也取得了类似的成果。由于教师向家长传递信息是完全免费的，目前在所有经过评估的干预方法中，这是已知的提高考试分数的最廉价的方式。

尽量设定一些更为直接的目标，对于教师及学生来说都未尝不是个好办法。这样一来，每个人都不会太过专注于难以定性的多年以后的成果。肯尼亚的一项计划提供购买力平价20美元的年度奖学金，获得者是在一次考试中得分排名前15%的女孩。该计划不仅使女孩们更努力地学习，还促使教师更努力地工作（帮助女孩）。这意味着，男孩们即使没有奖学金，也会更努力地学习。在美国，对实现长期目标（如得高分）的孩子给予奖励并没有效果，但对他们增加阅读量给予奖励却被证实非常有效。

在当今世界，好老师很难找到，信息技术发展得越来越快，使用成本也越来越低，因此，更多地采取这种方式似乎是合情合理的。然而，教育部门对于在教学中使用技术的观点并不十分积极。但这种经验主要是基于富裕国家的，它们的计算机教学在很大程度上还有另一个选择，即找一位受过良好教育、充满活力的教师取而代之。正如我们看到的那样，这在贫穷国家并不容易做到。实际上，这种方式在发展中国家的应用效果虽然不明显，但仍透出了其积极的一面。2000年年初，在印度巴罗达的一所公立学校，我们与布拉翰联手对该校的一项计算机辅助学习计划进行了评估。这项计划很简单，几组三年级和四年级学生按要求在计算机上玩游戏。游戏的主要内容就是解决逐渐难算的数学题，如果学生成功地算出每道题，他们就有机会射击外太空的垃圾（这一游戏很有挑战性）。尽管学生们一周只能玩两个小时的游戏，但这一计划对于提高其数学成绩起了不小的作用，效果相当于多年来各领域尝试过的最成功的教学干预法。总的来看，事实确实如此——最优秀的孩子做得更好了，成绩最差的孩子也取得了进步。这明显展现出了计算机作为一种学习工具的好处：每个孩子都能根据这一计划调整自身的学习节奏。

降低家长们的期望、注重核心能力的开发、使用技术辅助或在必要时利用教师代替的教学方式，与某些教育专家的观点是相悖的。他们的反应或许可以理解——我们似乎是在建议一种双重教育体系。这一体系一方面是为富人的孩子设置的，他们无疑会在昂贵的私立学校里接受最高标准的教育；另一方面是为余下的孩子设置的。对此的反对意见并非毫无根据，但遗憾的是，这种差别已经存在。不同之处就在于，目前的

体系似乎根本没为大部分孩子提供任何机会。如果课程得到彻底的简化，教师的职责被严格限定为让每个人都掌握一些知识，孩子们也可以根据自己的进度学习，在必要的时候重复学习，那么大多数孩子都能在上学的几年间学到点儿东西。此外，有天赋的孩子还有可能会在这一过程中发现自己的才能。不过，要想与那些上精英学校的孩子取得同样的成绩，他们的确还需要付出一定的努力。但如果他们学会相信自己，他们就可能抓住一次机会，当这一体系愿意帮助他们实现其目标时尤为如此。要想建立一个能够向每个孩子提供机会的学校体系，首要的一步或许就是，认识到学校的服务对象是其现有的学生，而不是他们可能想要的学生。

第五章

帕克·苏达诺的大家庭

桑贾伊·甘地是印度总理英迪拉·甘地的小儿子，也是她的法定继承人。

不幸的是，桑贾伊1981年死于一场坠机事故。他认为，人口控制是印度发展计划的一个重要部分。在所谓的非常时期（1975年年中—1977年年初），人口控制成为桑贾伊多次公开露面所探讨的一个主题。在这一时期，民主政权瓦解，桑贾伊虽然没有任何官职，却公开地活跃于政治领域。“‘计划生育’政策必须得到‘最高的重视’，”他在一次简短的讲话中说道，“如果人口继续以现有速度增长，那么我们的一切工业、经济及农业发展都将毫无意义。”

印度的计划生育具有悠久的历史，该政策始于20世纪60年代中期。1971年，喀拉拉邦推出流动节育服务，这种“节育阵营”法成为桑贾伊·甘地制订非常时期计划的基石。尽管在他之前的大多数政客都认识到，人口控制是一个重要的问题，但桑贾伊·甘地无论是在热情度上，还是能力（及意愿）上，都将这一问题提升到了前所未有的高度，为实行他所选择的政策扫清了很多障碍。1976年4月，印度内阁通过了一项正式的国家人口政策声明，要求采取大量措施鼓励计划生育，其中非常显著的一个措施就是，对于同意做节育的人给予丰厚的经济奖励，如多付一个月的工资或优先进入福利分房名单。更可怕的是，政府居然授权每个城邦制定强制节育法（对象为子女超过两个的人）。尽管只有一个城邦提议制定这项法律（但未通过），但各个城邦都因此受到了一定的外界压力，纷纷列出节育名额并努力加以实现。除了三个城邦之外，其他所有城邦都“自愿”选择了比中央政府设定的更高的目标，即在1976—1977年之间，力争实现860万次节育。

一旦提出来，这一目标便不能被忽视。北方邦政府给其主要手下发电报称，“通知每个人，如果不能实现月度目标，他们不仅会被停发工资，还会被停职，受到最严厉的惩罚。立即通知整个机构，继续通过无线电每日向我及部长秘书报告执行进度”。直至乡村级别的每位政府职员（包括铁路稽查员及学校教师）都要了解当地的目标。教师会对学生家长进行走访，并告诉他们，如果他们不同意做节育，他们的孩子以后就

有可能不被学校录取。有些人乘火车不买票——这是当时穷人的普遍做法——除非他们选择节育，否则将会受到严厉的惩罚。毋庸置疑，这种压力有时还会蔓延至其他领域。尤他瓦是首都德里附近的一个穆斯林村落，一天晚上，该村所有男村民都被警察召集到一起，警察假装送他们到警察局接受罚款，实际上是送他们去做节育。

这一政策似乎已经实现了其短期目标，不过这种激励政策可能会导致实际节育数量的误报。1976—1977年间，报告称825万人做了节育，而其中650万人都显示是在1976年7~12月做的。到1976年年底，21%的印度夫妇都做了节育。不过，该计划不可避免地侵犯了公民的自由，激起了广泛的民愤。1977年，印度最终举行了选举，辩论的一个主题就是关于节育政策的讨论，其口号最具纪念意义——Indira hatao, indira bachao（大意是“节制性欲，远离印度”）。人们普遍认为，英迪拉·甘地之所以会在1977年的大选中失败，部分原因就在于这一计划使其失了民心。因此，新政府立即推翻了这一政策。

这一举措包含着一种历史学家所喜欢的讽刺意义，即从长远角度来看，桑贾伊·甘地反而促进了印度人口的快速增长，这一点不难理解。由于非常时期的大肆宣扬，计划生育政策在人们的心中留下了阴影，并且长期存在——有些城邦（如拉贾斯坦邦）仍然本着自愿的原则推广节育政策，但除了当地的卫生机构，似乎没有人对此感兴趣。然而，对于国家动机的普遍怀疑，似乎也成了非常时期最顽固的“残留物”。例如，人们仍然常常听说，贫民窟及村里的人拒绝注射小儿麻痹症滴剂，因为他们认为这是给孩子做节育的一种秘密手段。

这一特别情况及中国所推行的独生子女政策，都是加强人口控制措施方面最有名的例子，其实大多数发展中国家都有某种形式的人口政策。1994年《科学》杂志上刊登的一篇文章称，人口理事会（The Population Council）的约翰·邦加茨预计，到1990年，第三世界85%的人口所生活的国家中，其政府都会明确表示人口过多，需要通过实行计划生育政策予以控制。

今天，整个世界都在担心人口增长问题，这方面的确存在着很多原因。杰弗里·萨克斯在其《共同财富》（*Common Wealth*）一书中谈到了这些原因，其中最明显的一个因素就是人口增长对环境的潜在影响。人口增长会增加二氧化碳的排放量，并导致全球变暖。在世界上的某些地区，饮用水逐渐减少，部分原因也在于人口的增长。同时，人口增长还意味着对粮食的需求加大，因此需要更多的水用于灌溉（70%的淡水可

用于灌溉)。据世界卫生组织估计，全球1/5的人口生活在淡水稀缺的地区。这是极其严峻的问题，但那些想多要几个孩子的家庭却并不把这当回事，或许这就是政府出台某种人口政策的原因。问题在于，要想制定一种合理的人口政策，我们需要搞清楚为什么有些人会生那么多孩子：他们自己不能控制生育吗（如采取避孕措施），还是他们不想节育？他们做出这种选择的理由是什么？

人口多的家庭错在哪里？

发达国家的人口增长速度较慢。例如，埃塞俄比亚妇女的总生育率[1]为每个妇女生6.12个孩子，其贫穷程度是美国的51倍，而美国的总生育率仅为2.05。

这种有力的联系使很多人（包括那些学者及政策制定者）相信，托马斯·马尔萨斯18世纪所提出的那个古老观点是正确的。他认为，国家拥有多少资源基本上是固定的（他擅长以土地为例），因此人口增长一定会使国家变得更穷。根据这一逻辑，黑死病在1348—1377年间导致了英国一半人口的死亡就成就了随后的高薪时期。近期，也就是艾滋病泛滥非洲的时期，伦敦经济学院的经济学家阿尔文·扬重申了这一观点。他在一篇题为《死者的礼物》（*The Gift of the Dying*）的文章中称，非洲未来的几代人将受益于因这种传染病而导致的生育率降低。这一生育率的降低既有直接原因，即人们不愿进行未受保护的性生活，也有间接原因，即劳动力的减少使更多女性选择工作，而不是生孩子。扬估算，在未来几十年，南非人口的减少足以抵消很多艾滋孤儿缺乏适当教育所带来的影响。由于艾滋病毒的直接影响，南非的富裕程度将增加5.6%。他通过观察进行了总结，这无疑是为了他那些过分挑剔的读者，“人们不能无休止地哀叹发展中国家的高人口增长率的灾难，又总结说人口不增长同样是一场经济灾难”。

扬的文章引发了一场激烈的争论。争论的焦点就在于，艾滋病毒是否真的导致了生育率的降低。细致的后续研究否定了这一观点。然而，人们大多愿意接受扬的另一观点——降低生育率可以使每个人变得更富有。

不过，这一观点并非如听上去那么明确。毕竟，与马尔萨斯最初提出其论题时相比，今天地球上的人口已增长了很多倍，而且我们大多数

人也比马尔萨斯时代的人更富有。马尔萨斯的理论中并没有涉及技术进步这一因素，但它确实帮助人们发掘了很多潜在资源。在人口增加的情况下，更多的人会寻求新的想法，因而技术突破或许更容易实现。的确，在人类史上的大多数时期，人口更多的地区或国家往往发展得比其他地区快。

因此，仅靠理论不太可能解决问题。当今生育率较高的国家更穷这个事实并不完全因为生育率高。真正的原因可能是，生育率高恰恰是由贫穷引起的，或是有第三个原因导致了高生育率及贫穷。经济迅速增长的时期常常伴随着生育率的急剧下降（如20世纪60年代的朝鲜和巴西），即使这一“事实”并不是绝对的。难道很多家庭在经济快速增长时就开始少生孩子，还是由于他们没时间照顾那么多孩子？或者生育率的降低让他们节省了一部分资源用于其他投资？

同样，如果想弄清这一问题，我们就要转换视角，先将大问题放在一边，专注于穷人的生活与选择。首先，我们看看家庭内部的情况：大家庭更穷的原因是其人口太多？他们对于子女教育及健康的投资能力较低？

桑贾伊·甘地的一个著名口号就是，“一个小家庭才是一个快乐的家庭”。通常，这句口号后面还附上了一张卡通图片，上面画着一对笑呵呵的夫妇带着两个胖嘟嘟的小孩。在20世纪70年代末期的印度，这是极为常见的。诺贝尔经济学奖得主加里·贝克对此有一个极具影响力的论断。贝克称，每个家庭都面临着一种所谓的“质与量的取舍”，也就是说，一旦有了更多的孩子，每个孩子的“质”就会降低，因为父母为每个孩子投入的食物及教育资源就会更少。当父母相信（无论是对是错）为最有“天赋”的那个孩子投入更多是值得的时候，情况尤为如此。我们已经谈到，这正是S形曲线所反映的情况。这样一来，很多孩子最终会失去决定其命运的机会。如果生在大家庭的孩子接受适当的教育、营养及医疗的概率较小（经济学家称之为“人力资本投入”），如果贫穷家庭更有可能成为大家庭（比如说他们无力承担节育费用），这就产生了一种跨代传递贫穷的机制，即贫穷父母会生育更多的贫穷子女。这种“贫穷陷阱”或许能为某种人口政策提供根据，即杰弗里·萨克斯在《共同财富》一书中提出的论点。但这是真的吗？生长在较大家庭的孩子具有明显的劣势？在对18个国家的调查数据中，我们发现，生于大家庭的孩子一般接受的教育较少，但不一定各地都一样——印尼农村、科特迪瓦及加纳就是例外。然而，即使是在这种情况下，也并不存在这样的假设，即由于一

些孩子的兄弟姐妹很多，所以他们注定要贫穷，并且受的教育较少。原因也可能是，有些贫穷家庭不仅孩子较多，对教育也并不十分重视。

要想验证贝克的理论并弄清这样一个问题，即家庭人口的增加是否会导致孩子人力资本投入的减少，研究人员尝试研究一些实例。在这些实例中，人口的增加在某种程度上已失去了控制。研究结果令人惊讶：在这些案例中，他们并没有发现任何证据可以证明，生在较小家庭的孩子接受了更多的教育。

鉴于全球大多数穷人不使用增育的方法，家庭之所以会意外地生下更多孩子，还有一种情况就是生了双胞胎。例如，一个家庭计划生育两个孩子，但产妇在第二次生产时生下了一对双胞胎，这样第一个孩子就比预期多了一个弟弟或妹妹。性别构成是另一个原因。很多家庭常常想要一个男孩和一个女孩。这就意味着，与已经有了一双儿女的家庭相比，如果一对夫妇两次生育的孩子属于同一性别，那么他们就可能会计划再要一个孩子。如果第一胎是个女孩，她有了一个妹妹，那么与有一个弟弟的女孩相比，前者更可能会有两个或更多弟弟妹妹，因为在子女性别选择技术发明之前，生男生女是没法预测的。以色列一项专门调查家庭大小变化原因的研究表明，大家庭对于子女的教育并无不利影响，即使对于以色列的阿拉伯穷人来说也是如此，这不免有些令人出乎意料。

南希·钱对中国独生子女政策的效果进行了调查，她发现了一个更具争议性的结果：在某些地区，这一政策较为宽松，允许第一个孩子为女孩的家庭再生一胎。南希发现，由于实行了这一政策，那些多了一个兄弟姐妹的女孩与独生子女相比，接受了更多的教育，这显然有违贝克的理论。

另一项证据来自孟加拉国的蒙塔拉伯。这一地区实施了一项全世界最具影响力的计划，内容与自愿计划生育有关。1977年，141个实验村中有一半村子被选中接受一项集中计划生育服务计划，即计划生育及母婴保健计划（FPMCH）。每隔两周，一位训练有素的护士会前往已婚育龄妇女的家中，提供计划生育上门服务，但前提是这些妇女愿意接待她。此外，护士还会提供产前保健及疫苗接种服务。这一计划大大减少了出生人口数，或许这并不令人惊讶。到1996年，与未实行这一计划的地区相比，实施这一计划的地区30~55岁的妇女平均少生了1.2个孩子。这一计划还导致婴儿死亡率减少了1/4。由于该计划的直接干预，儿童的健康状况有所改善，因此儿童存活率的提高便与生育率无太大的

关联了。不过，尽管生育率有所下降，但由于儿童健康的投资加大，到1996年时，无论是男孩还是女孩，其身高、体重、入学率或上学年限都没有发生明显变化。同样，质-量关系似乎没能发挥作用。

当然，这三项研究或许并不能成为定论，我们还需要展开更多的研究。但就目前来说，我们对于有关证据的解读不同于萨克斯《共同财富》中的论点，即尚无有力证据表明，更大的家庭对孩子不利。就这点而论，我们很难证实，全套的计划生育措施可以避免儿童生长在大家庭。

然而，大家庭对孩子无不利影响，这似乎也有些违背常理：如果同样的资源要由更多人来分享，最终有些人就会得到更少。如果孩子没受委屈，究竟是谁吃亏了呢？一个可能的答案就是，母亲。

哥伦比亚的Profamilia生育计划项目表明，这个问题的确令人担心。该项目由年轻的产科医生费尔南多·塔马约于1965年创立，是几十年来哥伦比亚的主要避孕措施提供单位，也是全世界历史最悠久的计划生育项目之一。到1986年，53%的哥伦比亚育龄妇女使用的避孕工具，主要是通过Profamilia获得的。在青春期就通过该计划了解计划生育的女性，其上学的时光更长，而且在正式部门工作的概率更大。

与此类似，受益于蒙塔拉伯计划的孟加拉妇女在身高和体重上均优于对照组，她们赚的钱也更多。避孕措施使妇女对自身育期有了更大控制权——她们所能决定的不仅是生几个孩子，还有什么时候生。而且，有明确的证据显示，过早怀孕对于母体健康非常不利。此外，过早怀孕或结婚常常会导致辍学。然而，将计划生育定位为保护母亲的社会愿望衍生了很多问题：如果妇女不介意在错误的时间怀孕，这一切又怎么会发生呢？更为普遍的是，家庭怎样做出节育的决定？妇女在这类决定上有多大控制权？

穷人在生育决定上有控制权吗？

穷人或许无力控制自己的生育，一个原因就是，他们可能接触不到一些现代的避孕措施。根据联合国千年发展目标进展的官方报告，通过满足现代避孕“未满足的需求”，能将每年的意外怀孕次数从7 500万次减少至2 200万次，每年可减少27%的产妇死亡率。与更加富有及受过教育的妇女相比，贫穷及未受过教育的妇女使用避孕措施的概率更小。此

外，近10年来，贫穷妇女对于现代避孕措施的使用率并没有提高。

然而，使用率低并不一定意味着缺乏获取渠道。在计划生育领域，我们也看到了活跃于教育领域的那种供需之战。而且，或许并不令人惊讶的是，供应达人与需求达人常常是同一组人。供应达人（如杰弗里·萨克斯）强调获取避孕措施的重要性，他们指出，使用现代避孕措施的人生育率要低得多；需求达人反驳说，这一关联只能反映出这样一个事实，即想降低生育率的人大多能找到正确的避孕法，无须外界的帮助，因而仅仅拓宽获取避孕措施的渠道并无多大用处。

为了确认哪种说法更接近于事实，唐娜·吉本斯、马克·皮特及马克·罗森茨魏希不辞辛苦，找出了印尼几千个地区在1976、1980及1986年的计划生育诊所数量，并将这方面的数据与乡村级生育调查数据进行对比。结果他们发现，诊所较多的地区生育率较低。然而，他们还发现，随着时间的推移，生育率的降低与诊所数量的增加并无关联。他们进而认为，计划生育设施会在人们需要的地方提供，但这些设施对于生育率的变化并没有直接影响。在这一局中，需求达人得1分；供应达人得0分。

蒙塔拉伯计划一直是供应达人的代表作。他们声称，提供避孕措施可以发挥作用，至少这是一个仍须讨论的证据。我们看到，1996年，实验区的30~55岁妇女比对照区妇女平均少生1.2个孩子。但蒙塔拉伯计划所做的不仅仅是提供避孕措施，其中一个主要环节就是，一位女性保健工作者每隔两周为足不出户的妇女提供上门服务，打破了对某些地区避孕问题讨论的禁忌。（因此，这一计划的花销很大——当时世界银行的一位经济学家兰特·普里切特估计，与典型的亚洲计划生育项目相比，蒙塔拉伯计划为每位育龄妇女每年提供的花费要比原来花费多出35倍。）因此，该计划直接改变了理想的家庭子女数量，而不是给他们提供某些可以控制生育的工具，这似乎是合理的。此外，自1991年起，该计划实施区域的生育率不再下降，与未实施计划地区之间的差距也开始缩小。1998年，也就是我们记录数据的最后一年，计划实施地区的生育率为3.0%，对照区为3.6%，而孟加拉国其他地区则为3.3%。蒙塔拉伯计划或许只是增强了节育的趋势，该国其他地区也发生了类似的现象。因此，双方在这一局最多也就打了个平手。

关于哥伦比亚Profamilia计划的研究也认为，该计划对于总生育率几乎没有任何影响。Profamilia计划使妇女一生仅仅少生约0.05个孩子，低于20世纪60年代以来总生育率降低的10%。在这一局中，需求达

人得2分；供应达人得0分。

因此，这一数据似乎公平地将胜利送到需求达人的手中：避孕渠道或许可以向人们提供比现有选择更方便的节育方式，让他们感到满意，但这似乎并不能降低生育率。

性、校服与大款

然而，扩大避孕渠道的好处在于，帮助青少年推迟怀孕期。Profamilia计划在哥伦比亚做到了这一点，它帮助妇女找到了更好的工作。遗憾的是，在很多国家，青少年被禁止获取计划生育服务，除非他们的父母提供正式许可。青少年的避孕需求最有可能得不到满足，主要是因为，很多国家不承认青少年性行为的合法性，或者认为青少年控制能力不强，不能正确使用避孕措施。结果，在很多发展中国家，尤其是撒哈拉沙漠以南的非洲及拉丁美洲，青少年的怀孕率极高。世界卫生组织称，科特迪瓦、刚果及赞比亚的青少年怀孕率超过10%，而在墨西哥、巴拿马、玻利维亚及危地马拉，青春期女性的生育率在8.2%~9.2%之间（美国是发达国家中青少年怀孕率最高的国家之一，每100名青春女性的生育率为4.5%）。此外，在这一问题及性传播疾病（包括艾滋病毒）的问题上，我们所付出的那点努力似乎并没切中要害。

埃斯特在肯尼亚发现了一个明确的例子，证明了这种错失良机的后果。在帕斯卡利娜·迪帕和迈克尔·克雷默的协助下，她对一些女学生进行了追踪调查，这些女学生的年龄在12~14岁之间，没怀过孕。通过对她们进行一年、三年及五年的调查，她们的平均怀孕率分别为5%、14%及30%。青少年怀孕不仅本身令人不快，还标志着危险的性行为。在肯尼亚，这意味着怀孕者更容易染上艾滋病毒。肯尼亚解决这一问题的官方策略，也是民众团体、各类教堂及国际组织与政府协商的一种微妙权衡的行为，即强调禁欲是唯一安全的解决办法。其策略为：禁欲

（Abstain）、忠贞（Befaitful）、使用避孕套（Condom）……否则你就会死去（Die）（简称“ABCD”策略）。在学校，孩子们接受的教育是避免婚前性行为，对于避孕套则不会加以讨论。美国政府多年来一直鼓励这一做法，并将预防艾滋病的经费专门用于禁欲计划。

这一策略认为，青少年的责任心不强、不够理性，无法权衡性行为及使用避孕套的代价及好处。如果情况真的是这样，不接触性（或至少避免婚前性行为）则是保护他们的唯一方法。然而，埃斯特、帕斯卡利娜·迪帕和迈克尔·克雷默在肯尼亚开展的几个同期实验表明，事实恰恰相

反，在选择性行为对象及性行为条件上，青少年往往会表现得十分谨慎。

在第一项研究中，为了对“ABCD”策略进行评估，研究人员随机选择了170所学校，安排教师接受关于“ABCD”课程教学的培训。结果并未出乎意料，这一培训增加了学校关于艾滋病教育的时间，但所报告的关于艾滋病性行为及认识并没有变化。此外，通过在干预实施后对他们进行一年、三年及五年的跟踪调查，无论是在教师接受了培训的学校中，还是在教师未接受培训的学校中，青少年的怀孕率都是相同的，这表明，危险性行为的范围并没发生任何变化。

在相同学校开展的另外两个策略也发挥了同样的作用。第二个策略只告诉女孩们一些她们不知道的知识，即较年长的男人比较年轻的男人更容易感染艾滋病毒，15~19岁的女性感染艾滋病毒的概率是同龄男性的5倍。这似乎是由于年轻女性与感染率较高的年长男性发生性行为而引起的。“甜爹”计划只是告诉学生们，哪一类人群更容易感染艾滋病毒。其目的是减少女性与年长男人（即“甜爹”）的性行为，但有意思的是，该计划还旨在促进女性与同龄男性受保护的性行为。一年之后，在未接受该计划的学校里，女孩们的怀孕率为5.5%；在接受了该计划的学校里，女孩们的怀孕率为3.7%。这一比率的降低主要是由于，性伙伴为年长男性的女性的怀孕率降低了67%。

第三个计划只是通过提供校服，让女孩们更容易待在学校里。一年之后，在提供校服的学校里，女孩们的怀孕率从14%降至11%。更明确一点儿说，那些因免费校服而待在学校里的女孩们，每三人中就有两人推迟了其初次怀孕的时间。令人好奇的是，只有在那些教师未接受新式性教育课程的学校里，才集中体现了这一效果。在那些提供艾滋病教育及校服计划的学校里，女孩们的怀孕率与未实行任何计划学校中的女孩并没有什么差别。艾滋病毒教学课程并没有减少青少年的性行为，反而抵消了校服的积极作用。

将这些不同的结果整合起来，一个完整的图景便显现了出来。肯尼亚的女孩大都知道，未受保护的性行为会导致怀孕。但如果她们认为，一旦为有钱的“甜爹”生下一个孩子，那么他一定会负责任地照顾自己，因此怀孕或许也并不是什么坏事。实际上，对于买不起校服而不能留校的女孩来说，相对于那种未婚辍学女孩的一般结局——只是待在家里成为全家的负担，成家、生孩子或许是一个较有吸引力的选择。而较为年长的男性往往成为更具吸引力的伴侣（至少在女孩不知道他们更有可能

携带艾滋病毒的情况下），因为年轻一点儿的男性还没能力成家。女孩们因校服而留在学校里，并因此而避免了怀孕，从而降低了生育率。但由于性教育计划鼓励结婚而不鼓励婚前性行为，因此这一计划只对那些为自己找丈夫（在一定程度上是位“甜爹”）的女孩有效，并会抵消校服的作用。

有一点毋庸置疑：在很大程度上，穷人（即使是少女）对于自身生育、性欲及节欲方式（或许是些不太好的方式）的选择都极为谨慎。如果明知怀孕对于自己来说代价很大，却仍然这样选择，那么这就说明她们是主动的。

谁的选择？

然而，当我们思考生育这一选择时，立即会产生一个问题，即生育是谁的选择？生育决定是由一对夫妇做出的，但女性最终将付出生孩子的大部分身体代价。毫无疑问，她们对于生育的选择与男人迥然不同。在一些关于理想家庭规模的调查中，男性和女性需分别回答一些问题。与自己的妻子相比，这些男性常常表示大家庭更理想，并且始终对避孕措施的要求较低，因此女人在家里有多大决定权就显得尤为重要。例如，一个女人比她的丈夫年龄小很多，接受的教育也少很多（这都是早婚所造成的后果），她会发现自己很难和丈夫对抗。这种情况似乎有一定的必然性，但这也取决于她能否找到一份工作、她是否有离婚的自由及离婚后的生存选择。当然，这种可能性还取决于她与丈夫所处的受公共政策影响的法律、社会、政治及经济环境。例如，在秘鲁，如果妻子拥有财产权的话，她所在的家庭就会拒绝生育（相对于那些女人没有财产权的家庭），不过财产权要写在妻子与丈夫的共同名下才可以。一种可能的解释就是，在女人有财产权的情况下，她就会在家中获得更多话语权，因而在决定家庭成员数量上拥有更大的权威性。

夫妻之间的矛盾也表明，尽管避孕本身对于降低生育或许没多大作用，但避孕方法上的小小变化却可能产生不一样的效果。纳瓦·阿什拉夫和埃里克·菲尔德向赞比亚首都卢萨卡836位未婚女性提供了一种凭证，使她们可以与一位计划生育护士私人预约，免费享受一系列现代避孕措施。有些女性是自己来领凭证的，有些则是当着自己丈夫的面领取的。阿什拉夫和菲尔德发现，这两种情况的差别很大：与当着丈夫的面领证的妇女相比，单独领证的女性拜访计划生育护士的概率高出23%，要求获得一种隐蔽避孕形式（注射避孕法或避孕品植入）的概率高出38%，

在9~14个月后意外分娩的概率降低了57%。蒙塔拉伯计划比其他计划生育活动更频繁地改变生育选择，原因之一或许就是，通过对妇女进行家访（假定她们的丈夫不在家），女性保健工作者可以让她们在丈夫不知情时采取计划生育措施。相反，对于那些受限于足不出户的传统（一个女人被禁止单独出门）的女性来说，她们需要丈夫陪同自己去市中心接受服务，这种情况或许会使她们改变主意。

蒙塔拉伯计划效果显著（特别是在早期），一个可能的解释就是，该计划会加快社会变革。生育转型需要一定时间，原因之一在于，对于这个问题有发言权的不是夫妻，而是大众。生育在某种程度上是一种社会及宗教准则，违反这一准则就会受到惩罚（被排斥、嘲笑或宗教制裁）。因此，真正重要的是，社区如何定义这一行为。在实施蒙塔拉伯计划的地区，这种变化的速度比其他地区更快——社区保健工作人员一般都是受过良好教育、充满自信的女性，这不仅体现了一种新的准则，也为世界其他地区带来了改变准则的信息。

凯文·孟希对蒙塔拉伯计划中社会准则的角色进行了研究。他谈到，一位年轻女性这样描述自己与同龄人之间的讨论：“我们应该生几个孩子，哪种方法对于我们来说最合适……我们是否应采取计划生育措施……我们过去常常从用过（避孕方法）的人那里寻求答案，如果一对夫妇采取了这样的方法，这一消息就会迅速传播开来。”

孟希发现，在实施蒙塔拉伯计划的村庄，都会有一位社区保健工作人员。在过去6个月里，如果同一宗教信仰的村民使用避孕措施的频率较高，那么女性自身采取避孕措施的概率也会更大。虽然村里的印度教徒及穆斯林都能接触到同一位保健人员，而且获取避孕措施的方式也是一样的，但当穆斯林看到其他穆斯林采取避孕措施时，他们便会照做，印度教徒也是如此。而印度教徒采用避孕措施却对他们的穆斯林邻居毫无影响，反之亦然。孟希认为，这一模式无疑意味着，女性会在社区内逐渐了解可接受的行为是怎样的。

在传统社会中，讨论社会准则的变换是一件非常复杂的事。例如，要提出某些问题并不容易（避孕会违反宗教教义吗？会不会让某人永久丧失生育能力？应到哪里获取避孕措施？），因为提问本身就反映出一个人的倾向。结果，人们常常从最不安全的渠道获取信息。在巴西这个天主教国家，计划生育并不为国家所提倡。然而，电视剧非常受欢迎，特别是环球频道黄金时间播出的肥皂剧。从20世纪70年代到90年代，收看环球频道的范围迅速扩大，肥皂剧的收视率也有所上升。20世纪80年

代，肥皂剧进入热播时期，而剧中的人物无论是从阶级还是社会态度上看，都与普通巴西人相异：尽管普通巴西女性在1970年差不多都有6个孩子，但肥皂剧中大多数50岁以下的女性都没有孩子，其余的也只有一个孩子。一旦肥皂剧在一个地区出现之后，那里的新生儿人数便会急剧下降；此外，该地区有孩子的女性会根据肥皂剧中的主角，给自己的孩子起名字。肥皂剧呈现了一种迥异于巴西人所习惯的那种美好的生活方式，并产生了一些独具历史意义的结果。这并非完全出于偶然——在巴西刻板的社会中，对于很多有创新及进步思想的艺术家的来说，肥皂剧最终成为他们的选择出路。

关于“穷人能控制其家庭决定吗？”这一问题，我们似乎可以从两个层面来解读。从最明显的层面来看，他们能控制——他们的生育决定是一种选择的产物，而且即使缺少避孕措施，似乎也不会构成一个太大的障碍。同时，他们无法立即控制的某些因素也影响了他们做出这种选择：女性或许会受到不得不生更多孩子的压力，这种压力来自她们的丈夫、婆婆或社会准则。于是，一个不同于桑贾伊·甘地所采用的政策，也不同于当今善意的国际组织所制定的政策的结论产生了：增加避孕措施获取渠道并不足以解决问题。尽管有了巴西电视台的案例，但改变社会准则或许并没有那么简单，因为社会准则或许也是社会经济利益的体现。难道穷人要生很多孩子仅仅因为这是一种不错的经济投资？

养儿防老

对于很多父母来说，孩子就是他们的经济未来：一种保障政策、一款存储产品，也是某种福利彩票，这些东西被统统装进了一个大方便袋。

帕克·苏达诺是印尼西卡达斯贫民窟的一个收废品的人，他有9个孩子和一大堆孙子孙女。苏达诺将自己最小的孩子送到中学读书，他认为这是一次值得一投的赌注。我们问他，有这么多孩子他是否快乐，他回答说“当然”。他解释道，他的9个孩子中有几个混得不错，可以给他养老送终。不过，孩子越多，他们出问题的危险也就越高。实际上，帕克·苏达诺的一个孩子患有严重的抑郁症，在三年前就失踪了。苏达诺为此感到很难过，但至少还有8个孩子让他感到欣慰。

富裕国家的很多父母并不需要思考这些，因为他们有其他安度晚年

的方式——他们 有社会 保险、共有基金及退休计划，还有公共或个人医疗保险。在接下来的几个章节中，我们将会详细地讨论，为什么像帕克·苏达诺这样的人无法享受这些服务。现在，我们评论的仅仅是，对于全球大多数穷人来说，子女（还有兄弟姐妹、表兄弟姐妹等）给父母养老的观念是极为平常的事。例如，2008年时，中国半数以上的老人和他们的儿女住在一起，而70%有七八个子女的老人与自己的孩子同住（这是在计划生育政策实施之前）。年迈的父母还会定期收到来自儿女（特别是儿子）的经济援助。

如果孩子 在某种程度上是一种长期保障方式，那么我们就可以预见到，当生育率有所下降时，财政储蓄就会增加。中国政府对家庭规模实行限制政策使我们看到了这种现象最为突出的实例。新中国成立后，中国政府鼓励生育；1972年，中国政府开始提倡计划生育；1978年，中国政府实行独生子女政策。在计划生育政策实施之后，阿比吉特及两位出生于中国的合作者——南希·钱（在独生子女时代出生的独生子）和孟欣（出生在独生子女政策实行前，有三个兄弟姐妹）对储蓄率进行了调查。与1972年之前生第一个孩子的家庭相比，1972年之后生第一个孩子的家庭平均少要了一个孩子，后者的储蓄率则比前者约高出10%。调查结果表明，在过去30年里，中国储蓄率的增长幅度达33%（家庭储蓄率从1978年的5%增长到1994年的34%）。这种现象在很大程度上可以解释为，因实施了计划生育政策而导致了生育率的下降；对于那些第一个孩子是女孩的家庭来说，效果尤为明显，这符合养儿防老的观点。

这一实验虽然有些极端，但影响深远，因为这次家庭规模的缩小范围广，具有突发性及非自愿性。不过，类似的情况在孟加拉国的蒙塔拉伯地区也曾发生过。到1996年，与未普及避孕措施的村庄相比，在普及避孕措施的村庄中，每家每户的各类资产都得到了大幅增加（包括首饰、土地、牲畜及房屋的装修）。一般来说，与对照区相比，实验区每户家庭增加了价值55 000塔卡的资产（购买力平价为3 600美元，是孟加拉国人均国民生产总值的2倍）。生育率与儿女交给父母多少赡养费之间，也存在一定的关联：实验区的父母平均每年从子女那里少收2 146塔卡。

家庭规模与储蓄之间的有力联系，或许有助于说明这样一点，即孩子越少并不意味着他们越健康或受教育程度越高——如果孩子少的父母意识到他们将来只能得到较低的现金回报，那么他们就需要提前储蓄更多的钱，这会减少他们投资给孩子的钱。的确，如果给孩子投资会比其

他金融资产投资（毕竟养个孩子并不那么费钱）产生更高的回报，那么从长远角度来看，孩子越少，家庭或许会越穷。

同样的逻辑告诉我们，如果父母对女儿会像儿子一样有用不抱希望——比如说，他们需要为女儿结婚准备嫁妆，或者因为女人一旦嫁人，经济就会受制于丈夫——父母对女儿的生活投资会更少。因此家庭不仅会选择要几个孩子最合适，还会选择其性别构成。我们一般认为，生男生女是我们无法决定的，但其实这是错误的：性别选择性堕胎目前十分普遍，而且还非常廉价，父母们可以选择是否要堕掉一个女胎。德里主要道路的分路标上，打着（非法）性别选择服务的广告标签：“现在花500卢比，今后节省5万卢比”（嫁妆）。而且，即使在性别选择性堕胎成为一种选择之前，在一大堆儿童病得不到妥善处理的环境中，人们总是有意无意地采取漠不关心的态度，这也是摆脱不想要的孩子的一种有效方式。

即使他们的孩子存活了下来，如果父母们偏爱男孩，那么他们或许会一直要孩子，直到生出足够数量的男孩为止。这就意味着，女孩一般都生长在较大的家庭，而且很多女孩都生在那种很想要男孩的家庭。在印度，女婴的母乳喂养期要比男婴短，也就是说，她们开始喝水的时间较早，可能会更快染上通过水传播的致命疾病，如痢疾等。这是将母乳喂养当成一种避孕措施所产生的意想不到的效果。在生下一个女孩之后，父母更可能会早点儿停止母乳喂养，从而增加妻子再次怀孕的可能性。

无论歧视女婴的方式是怎样的，全球女孩的数量过少这一人类生物学始料不及的事实仍然存在。20世纪80年代，在《纽约书评》（*New York Review of Books*）的一篇经典文章中，阿马蒂亚·森计算到，全世界“女性缺口”数量达1亿。这还是在性别选择性堕胎面世之前——自那以后情况越来越糟。在中国的某些地区，当今的男女比例为124：100。1991—2001年间（印度最新人口调查时期），印度7岁以下男孩与同龄女孩的比例从105.8：100上升至107.8：100。旁遮普邦、哈里亚纳邦和古吉拉特邦是印度最富裕的三个城邦，而这里歧视女性的现象也最为严重。2001年，这三个地区的男孩女孩比例分别为126.1：100、122：100和113.8：100。即使根据这些地区自身的报告（其中肯定有“水分”），堕胎的次数也特别多：在有两个女儿的家庭，6.6%的怀孕会以人工流产而告终，7.2%属于“自然”流产。

然而，在女孩更有价值的婚姻市场或劳务市场上，这就不会构成一

个问题。在印度，女孩一般不会嫁给本村的人家。通常，大多数女孩都会嫁到距离村子不远不近的地方。结果，当这一婚姻“集中”地区的经济有所增长、更容易找到一个富裕家庭把女儿嫁掉时，我们可以看看发生了什么情况。安德鲁·福斯特和马克·罗森茨维格对此进行了研究并发现，当一个女孩的婚姻前景更明朗时，男女孩的死亡比例便会下降；相反，村里经济的增长导致男孩的投资价值更大时（因为他们都待在家里），男女孩之间死亡率的差距就会扩大。

针对男孩女孩的相对价值，一个家庭会怎样对待女孩，或许最突出的表现来自中国，因为中国是男女孩比例失衡最严重的国家之一。在毛泽东时代，国家计划农业生产目标针对的是主要农作物。在早期改革时代（1978—1980年），家家户户可以种植经济作物，包括茶叶和水果。在种茶方面，女人显然比男人效率更高，因为茶叶往往需要用灵巧的手指来采摘。相反，男人在种植水果方面比女人更有能力，因为他们更擅长担负重物。南希·钱指出，当我们对改革前后出生的孩子进行对比时，茶叶种植区域（一般为多雨的丘陵地带）的女孩数量有所增加，但在更适宜种植水果的地区，女孩的数量则有所减少。在并不适宜种植茶叶或水果的地区，农业收入在无任何性别区分的情况下全面增长，孩子们的性别构成并未发生任何变化。

这一切所体现的是，传统家庭的运行中暗含着积极与消极的暴力现象。直到最近，这一现象才开始引起大多数经济学家的注意——他们总是不愿打开那个藏有真相的“黑匣子”。然而，大多数社会都理解父母们的善意，他们想确保自己的孩子吃饱饭、有学上、懂社交，受到更全面的照顾，但也正是这些父母扼杀了自己小女儿的生命，对此，我们又能在多大程度上相信他们有能力做到这一切？

家庭

在推广自己的那些理论模式时，经济学家们常常忽视这样一个事实，即一个家庭与独身一人并不一样。我们将家庭看成是一个“单位”，认为家庭所做的决定来自一个人，一家之主会代表妻子和孩子做出一些决定，如家里该买些什么、谁去上学、上多久的学、谁来继承遗产等。他或许是无私的，但显然是全能的。然而，任何有过家庭的人都知道，这并不是真正的家庭运转模式。这种简化的模式具有误导性，忽视家庭内部复杂的动态变化会产生重要的政策性后果。例如，我们已经看到，

给予女性正式的名下财产权对于其生育选择十分重要，这并不会改变她关于生几个孩子的想法，而会使她的想法变得更有分量。

这种最简单的模式忽视了家庭运转方式的重要方面，对这一点的认识使20世纪八九十年代的人们重新审视了这一问题：家庭决定被看作是家庭成员之间（或者至少是夫妻双方）谈判的产物。夫妻双方讨论着该买什么、到哪儿去度假、谁应该干几个小时的活儿、生几个孩子，但他们的讨论方式会尽可能地照顾到双方的利益。换句话说，即使他们在怎样花钱方面有分歧，如果一方在不伤害另一方幸福的前提下可以更快快乐，那么他们就会妥协并达成一致。这种家庭观念常常被称为“有效家庭”模式。这种模式让我们认识到，家庭有一定特殊的地方——毕竟，家庭成员并非是因为昨天才见面就被永久地拴在一起。因此，他们可以就其所有的决定进行讨论（这是符合他们的利益的），确保他们作为一个整体能够做得更好。例如，如果一家人开了一个小公司（农场或是小生意），他们应始终努力赚更多的钱，以使其他家庭成员获益。

克里斯托弗·尤拉在布基纳法索农村对这一推测进行了验证，那里的每一位家庭成员（丈夫和他的妻子，或几个妻子）都不在同一块地里干活儿。在一个高效的家庭里，所有的投入（家庭劳力、化肥等）都应以使家庭整体收入最大化的方式，分配到各个不同位置的田地。相关数据也准确地反映出了这一观点。然而，与男性负责耕种的田地相比，由女性负责耕种的田地一般只能分到较少的化肥、男性及儿童劳动力。结果，这些家庭的产量一般都较低。在一块地里用一点儿化肥就能大大增产，但将用量增加到这一原始水平之上并没有多大用处。最有效的是，在每块地里都用一点儿化肥，而不是将所有化肥都用在一块地里。然而，布基纳法索家庭的大部分化肥都用在了丈夫耕种的地里：通过将部分化肥及少量劳动力分到妻子的地里，家庭便可以增产6%而不需额外投入。有些家庭实际上是在浪费钱，因为他们无法就如何有效地使用现有资源达成一致。

这其中的原因似乎也很明确：即使同属一个家庭，丈夫地里的产量似乎也决定了他的消费能力，妻子的情况也是一样。在科特迪瓦，男女有种植不同作物的传统。男人种植咖啡和可可粉，女人种植香蕉、蔬菜及其他粮食作物。不同的作物受天气的影响也不同，降雨量大对于男人的作物来说或许是个好年头，而对于女人的作物来说则是灾年。在与尤拉共同开展的一项研究中，埃斯特发现，在男人的好年头里，男人在烟酒及个人奢侈品（如服装的传统饰品）上的消费更大；在女人的好年头

里，虽然更多的钱也花在了女人喜爱的小东西上，但她们也会为家里买更多的食物。这些发现令人好奇的地方在于，夫妻似乎都不会给对方买“保险”。他们知道彼此将长期生活在一起，丈夫可以在自己的好年头里给妻子买点儿礼物，并在自己的坏年头里得到妻子的礼物。在科特迪瓦，这种非正式的“保险”在同族的家庭之间很常见，但他们为什么不在家庭内部实行呢？

在那里，我们发现，每个家庭都不一样。在这类家庭中，还有第三个“成员”——不起眼的山药。它既有营养又便于储存，是该地区的一种主食。山药一般是男人种植的作物，但法国人类学者克劳德·梅拉苏表示，山药并非是男人可以随意卖掉或吃掉的一种作物。它是一个家庭用于糊口的粮食，只有在需要支付孩子学费或药费时才能卖掉，不能用来买新衣服或香烟。而且，当山药收成较好时，一家人的确会消费更多的山药，这或许并不奇怪，但在购买粮食及教育上的花费也会增加。山药可以确保家里的每个人都吃饱饭、有学上。

因此，家庭的特点并不在于家庭成员间的契合度有多大，恰恰相反，他们会遵循社会承认的简单规则，如“你不应卖掉孩子的山药去买耐克牌衣服”，这种规则可以保证他们的基本利益，无须为此进行没完没了的谈判。从这一角度来看，其他一些发现也更有道理。我们看到，当女人在地里的耕作赚了更多的钱，一家人都会吃到更多的粮食。这或许源自梅拉苏所描述的另一个规则：真正负责养家糊口的是女人，丈夫会给她一定量的家用，她的任务就是想出怎样充分利用这些钱。

因此，家庭成员被一条纽带绑到了一起，但这一纽带并不是高效分享资源及责任的能力，而是一种不完整的、粗糙的且常常很松散的“契约”，其中规定了每位家庭成员对于其他成员的责任。这种“契约”或许需要得到社会的强化，因为孩子无法平等地与父母谈判，妻子也无法与丈夫公平地谈判，但社会的发展得益于家庭所有成员对于资源的公平分享。这种契约的不完整性或许反映出了强化较为复杂的事物的艰难性。谁也无法保证父母会喂饱自己的孩子，对于那些不负责任的父母，社会或许只能对其采取制裁或谴责措施。

靠社会准则对规则进行强化所带来的一个问题就是，社会准则会慢慢地改变，因此那些规则就会面临完全与现实脱钩的危险，有时甚至会带来悲惨的结果。2008年，我们在印尼一个家庭中见到了一对中年夫妇，他们的家是一座绿白相间的竹楼，旁边还有一间更大的水泥房，那是他们女儿女婿的家，女儿在中东做女佣。这对夫妇显然很穷：丈夫总

是在咳嗽，头疼也很严重，因此很难去找工作。不过，他看不起医生。夫妇俩的小儿子从中学辍学，因为家里无力承担他去市里的公共汽车费。还有一个4岁大的孩子，她看上去很健康、营养充足，穿得也很漂亮，脚上穿着一双闪闪发亮的鞋子。这是夫妇俩的外孙女，女儿不在时由他们负责照顾孩子。女儿会寄回孩子的生活费，但没有给夫妇俩赡养费。他们似乎是某种传统准则的受害者——结婚后的女儿不负责赡养她的父母，虽然这明显是不公平的，但祖父母仍然认为有责任照顾他们的外孙女。

尽管家庭中存在很多明显的限制，但社会也并没有提供抚养孩子的其他有效模式。而且，虽然终有一天，社会养老金计划及医疗保险会解放当今贫穷国家的老人，使他们不再依靠自己的孩子养老，但这并不一定会使他们（或他们的孩子）更快乐。政策的恰当地位并不是完成取代家庭的作用，我们有时还应避免政策的滥用。这对如何发挥家庭的功能是极为重要的。

例如，目前人们普遍认为，一些公共支持计划向妇女提供资金，如墨西哥的PROGRESA计划，这些计划或许有利于将资源分配给儿童。南非在种族隔离结束后，实行了一种慷慨的公共养老金制度，主要针对那些无个人养老金的65岁以上的男人和60岁以上的女人。在这些老人当中，很多都与他们的儿女及孙子孙女住在一起，家里的钱是公用的。然而，只有在祖母与孙女住在一起时，孙女才会受益——那些女孩一般都发育得很好。但获得养老金的祖父则不会起到这样的作用。还有，只有当女孩的外祖母获得这笔养老金时，这种效果才会显现。

笔者倾向于认为，男人比女人要自私得多。然而，这或许恰恰体现了那些准则与社会期望，也就是我们认为在家庭决定上扮演重要角色的因素。或许，人们期望女人能将自己获得的意外钱财用来贴补家用，而并不期望男人这样做。如果情况真的是这样，那么不仅谁挣钱很重要，怎样挣钱也很重要：女人或许还未察觉，她们自己付出劳动所赚的钱“属于”其家庭或孩子。有些矛盾的是，或许恰恰是由于女性在家庭中的传统角色，公共政策才会倾向于她们。

现在，我们回到穷人是否想建立大家庭的问题上来。帕克·苏达诺想要9个孩子，他的大家庭并非由于缺乏自控力或避孕措施而形成的，也不是社会强加于他的一种准则（不过他曾做出的决定或许是基于这样的准则，而他的妻子并没有告诉我们她自己的想法）。同时，他相信，抚养9个孩子使他陷入贫穷。因此，他并非真的想要这么多孩子。他之所

以需要9个孩子，是因为他不知道到底哪个孩子将来有能力给他养老。在一个理想的世界中，他宁愿少要几个孩子，好好地将他们抚养长大，而且他将来也不一定要依赖孩子们。

尽管美国很多老年人都愿意多花一点儿时间，同自己的孩子、孙子孙女在一起（如果电视剧中所演的值得相信的话），但他们也有自己的生活选择——这要归功于社会保险及医疗制度——这种选择对于他们的自尊心及自我认同感很重要。这也意味着，他们不需要生很多孩子，从而确保将来有人照顾他们。他们想要几个孩子就可以要几个，如果孩子们都不愿或不能照顾他们，公共福利制度则可以完成这一任务。

因此，最有效的人口政策或许就是，让人们觉得没必要生很多孩子（特别是儿子）。有效的社会保障体系（例如医疗保险或养老金）或金融业的发展使人们能够受益于退休金，这会导致生育率的大幅度下降，或许还会减少歧视女性的现象。在本书的第二部分，我们将探讨怎样做到这一点。

[1] 总生育率，也叫总和生育率，指该国家或地区的妇女在育龄期间，每个妇女平均的生育子女数，不代表妇女们一生的生育子女数。国际上一般以妇女15~44岁或15~49岁为育龄期。
——编者注

第二部分

慈善机构

第六章

赤脚的对冲基金经理

对于穷人来说，冒险不可避免，他们常常自己做着小生意，或是经营农场，或是做零工，基本上得不到任何就业保障。在这样的生活中，一场不好的突变会产生灾难性的后果。

2008年夏，在印尼万隆省的城市贫民区，伊布·蒂娜和她的残疾母亲、两个兄弟及4个孩子（3~19岁）住在西卡达斯的一间小房子里。三个小一点儿的孩子偶尔还会去上学，但最大的那个孩子已经辍学了。蒂娜的两个兄弟都未成家，一个是按日挣工资的建筑工人，另一个是出租车司机，他们挣的钱供一家人的花销，但似乎永远也不够交学费、不够给孩子买吃的穿的，也不够照顾生病的母亲。

然而，这并不是蒂娜生活的全部。她年轻时在一家服装厂上班，婚后便帮着丈夫打理服装生意，他们手下曾有4个员工，生意也做得不错。但他们信任的一个生意上的熟人给了他们一张2 000万印度尼西亚盾（购买力平价3 750美元）的空头支票，从此他们的麻烦就来了。他们报了警，而警察却向他们索要250万印度尼西亚盾的好处费，说是给了钱才同意着手调查。付了钱之后，警察的确逮捕了诈骗者，由于这个人承诺偿还欠款，因此只入狱一周便获释了。在偿还了蒂娜400万印度尼西亚盾之后（警察后来又要走了200万），诈骗者承诺将慢慢偿还余下的欠款，但此后他便杳无音信。蒂娜和丈夫交了450万的好处费，却只追回了400万的欠款。

在接下来的三四年里，夫妇俩努力工作，试图东山再起，最终通过政府的一个借贷计划，从PUKK贷款了1 500万印度尼西亚盾（购买力平价2 800美元）。他们用贷款做起了服装生意，第一批大订单是短裤。于是，他们从服装厂购置了短裤，将短裤熨平并包装好，但这时订购商取消了订单，结果上千条短裤没人要，他们陷入了手足无措的境地。

一连串灾难给他们的婚姻造成了巨大压力，在第二次祸事之后不久，他们便离婚了。蒂娜带着4个孩子搬到了娘家，还带去了一大堆短裤。我们见到她时，她仍在努力平复自己内心的创伤，她说自己真的没

有精力再做生意了。蒂娜认为，等她觉得好一点儿，她会利用母亲房子的一部分，开一家小的杂货店，或许专卖一些穆斯林节日穿的短裤。

更糟糕的是，蒂娜的大女儿需要特殊的照顾。4年前，大女儿曾遭到绑架，绑架她的是住在她家旁边一个无家可归的人。这个人几天后便放了她，但大女儿因此留下了心理阴影，从此便待在家里，既不去工作也不去上学。

蒂娜是否太倒霉了？从某种程度上看的确如此。她认为，女儿遭到绑架是一次意外事件（不过这还与她们家离铁路很近有关，那里常常住着很多无家可归的人），但她同样坚信，她生意上的厄运其实就是那些小企业主生活的写照。

贫穷的风险

一个国际金融领域的朋友总说，穷人就像对冲基金经理一样——他们的生活充满了风险，而唯一的不同点就在于二者的收入水平。实际上，他对于这个问题的估计过于保守了：与几乎所有的小业主及农场主不同，对冲基金经理不需要承担自己全部的损失。此外，穷人常常要为他们自己的生意筹集所有资金，这些资金要么来源于家里的积蓄，要么是从别处挪借的，而这种情况是大多数对冲基金经理无须面对的。

很多穷人都经营着自己的小生意或农场。在我们针对18个国家的调查数据中，平均50%的城镇穷人从事着非农业工作，而从事农场生意的乡村穷人在25%~98%之间（南非是一个例外，黑人人口有史以来一直被排挤在农业之外）。此外，很多这样的家庭也做非农业生意。而且，大部分由穷人耕种的土地都缺乏灌溉，这使耕种收入在很大程度上取决于天气。一场旱灾或是雨下得迟一点儿，都会导致未经灌溉的土地农作物歉收，半年的收入也成了泡影。

并非只有业主或农场主才需要承担收入风险。对于穷人来说，按天计算工资的零工也会带来一定的风险：在农村地区极度贫穷的人之中，半数以上是这样的零工。在城镇地区，零工的比例约为40%。如果这种零工够幸运的话，他们可以在建筑工地或农场找到能持续几周或数月的工作，但通常只能找到几天或几周的工作。零工永远都不知道，手头的活儿干完之后还能不能找到别的活儿。如果生意上出了问题，这份工作立即就会消失，比如我们在第二章中提到的帕克·索林，他没过多久就失

业了，其原因在于化肥价格和油价的上涨，以及农民劳动力人数的减少。因此，与固定工人相比，零工的工作日更少，很多零工一年也干不了几天活儿。印度古吉拉特邦的一项调查发现，零工平均每年工作254天（上班族为354天，个体户为338天），1/3最底层的零工只工作137天。

农业领域的大灾难，如1974年孟加拉国的旱灾（工资相对于购买力下降了50%，而且据估算，多达100万人死于这场灾难），还有非洲的粮食危机（如尼日尔2005—2006年的旱灾），引起了媒体的高度关注，但即使是在正常年份，农业收入每年也会发生很大的变化。在孟加拉国任何一个正常年头，农业工资可以高出或低于其平均工资水平的18%。而且，国家越穷，这种变数就越大。例如，印度农业工资的变化幅度是美国的21倍。这并不奇怪：美国农民都有保险，他们可以获得补贴，并受益于规范的社会保险计划；即使在收成不好的年头，他们也不需要解雇自己的工人或降低工人的工资。

变化莫测的因素还不只这些，农产品价格的波动也很大。2005—2008年，粮食价格出现了前所未有的增长。在全球金融危机时期，这一价格彻底瓦解，过去两年来只是涨到了危机前的水平。高粮食价格原则上会受到生产者（农村穷人）的欢迎，却会伤害到消费者（城镇穷人）。然而，2008年夏，粮食及化肥的价格都破了纪录。与我们在印尼和印度交谈过的人都觉得，他们快撑不住了：农民们认为，成本涨得超过了价格；工人们抱怨说，他们找不到工作，因为农民们都在省钱；同时，城镇居民几乎买不起粮食了。问题并不仅在于价格水平，而是这种不确定性。例如，农民要花很多钱买化肥，但他们无法确定，农作物丰收时的价格是否还能保持较高水平。对于穷人来说，风险并不仅限于收入或食品，我们在前一章谈到的健康问题也是风险的一个主要来源。此外，还有政治暴动、犯罪（如伊布·蒂娜女儿的案例）及腐败的问题。

穷人的日常生活中充满了风险。矛盾的是，有些事件在富裕国家被认为是灾难性的，但这些事件似乎很少在这些国家发生。2009年2月，世界银行总裁罗伯特·佐利克警告全球首脑们：“全球经济危机将成为很多发展中国家的人类危机，除非他们采取有针对性的措施，保护社区中的弱势群体。尽管世界上的大部分地区都在专注于拯救银行及激励方案，我们不应忘记发展中国家的那些穷人，如果这些国家的经济发生变动，那些穷人受到的影响会大得多。”世界银行发言人在谈到这一主题时还说道，随着全球需求的下降，穷人将失去他们的农产品市场、在建筑

工地的零活儿，以及他们在工厂里的工作。由于缺乏外部援助，并伴随着税收减少的压力，穷国政府将会削减对学校、健康设施及援助计划的预算。

2009年1月，我们和索米妮·森古普塔——当时《纽约时报》驻印度的记者——来到印度孟加拉邦玛尔达农村地区。她想写一篇关于全球危机怎样影响穷人的报道。森古普塔生长在加利福尼亚，但能说一口流利的孟加拉语。别人告诉她，德里很多建筑工地的大量工人都来自玛尔达。而且，森古普塔了解到，德里的建筑业发展得很慢。因此，我们来到了一个又一个村庄，问一些年轻人他们的迁移经历是怎样的。

每个人都认识迁移过来的人。很多人是为了回家过穆哈兰姆月^[1]，印度很多的穆斯林都过这个节。每个人都很乐意和我们谈起他们的移居经历。很多母亲告诉我们，印度南部或北部的一些遥远的城市是什么样的，如卢迪亚纳、哥印拜陀和巴罗达，他们的儿子和侄子目前就在那儿生活和工作。当然，我们也听到了一些悲惨的经历——一个女人谈起，她儿子因患一种神秘的疾病而死在了德里——但她的口吻却很乐观。森古普塔问：“市里能找到工作吗？”“是的，市里有很多工作机会。”“你听说过裁员吗？”“没有，孟买没有发生裁员，一切都很好”……我们还来到了火车站，想看看是否有人因丢掉了工作而返乡。在那里，我们见到了三个正赶回孟买的年轻人。其中一个人从没来过孟买，其余两个人都是老手，他们向那个没来过孟买的人保证，他一定能在这儿找到工作。直到最后，森古普塔也没写出穷人如何受到全球经济萎缩影响的文章。

关键并不在于，孟买的建筑工作在危机时期没有减少——有些工作的确减少了——对于大多数年轻人来说，目前最重要的现实问题是机会。他们仍然可以找到工作，工资是在村里干活儿的两倍多。相对于他们的痛苦经历——每天都担心找不到工作——流动建筑工人的生活似乎还是很有吸引力的。

当然，全球经济危机的确增加了穷人的风险，但对于他们每天需面对的全部风险来说，这并不算什么。即使没有令世界银行担心的全球危机，情况也会是这样。1998年亚洲经济危机期间，印度尼西亚盾贬值75%，粮食价格上涨250%，国民生产总值下跌12%。然而，种植大米的农民（一般是最贫穷的人群之一）实际购买力却提高了。只有政府雇员及工资相对固定的人，才陷入了糟糕的境地。1997—1998年，泰国爆发金融危机，经济下滑10%。即便如此，在接受调查的约1 000人中，2/3的人表示，他们的工资下降主要是因为一场旱灾。只有26%的

人说主要原因是失业，但几乎可以肯定的是，失业并不是完全由这场危机造成的。在很大程度上，对于穷人来说，事情似乎并不比往年更遭，因为他们的境况一直都很糟。他们正在面对一些非常熟悉的问题。在穷人看来，每一年都过得像身处一场巨大的金融危机一样。

穷人不仅过着风险更大的生活，而且同样一场灾难，可能会对他们造成更大的伤害。首先，对于手里本来没有几个钱的人来说，削减消费是极为痛苦的。如果一个不太穷的家庭需要削减消费，家庭成员或许就要少打电话，少买点肉，或是将孩子送到更便宜点儿的寄宿学校。显然，这都会令人感到痛苦。但对于穷人来说，大大削减收入可能就意味着一些必要开销的削减：去年，我们在乌代布尔农村地区对一些极度贫穷的家庭进行了调查，其中45%的成年人常常吃不饱饭。这是穷人最憎恨的一件事：与那些能吃饱饭的被访者相比，吃不饱饭的被访者表示，他们过得很不快乐。

其次，当今天收入与未来收入之间的关系呈S形时，与目前的不愉快相比，一场灾难对于穷人的影响或许会更糟。在图6-1中，我们画出了印尼女商人伊布·蒂娜今天收入与未来收入的关系。

我们在第一章中看到，对于几乎没有投资能力的人来说，如果投资回报相对较小，那么就可能会产生一个“贫穷陷阱”。而对于投资能力较高的人来说，投资回报也会更高。伊布·蒂娜显然就属于这种情况。在这个案例中，明天收入与今天收入的关系呈S形，因为她的生意要具备赢利所需的基本规模（在第九章，我们会看到，这是穷人做生意的一个主要特征，因此她的情况很常见）。在灾难之前，她和丈夫手下有4个员工，有足够的钱购买原材料，雇用员工制作服装，这是一个非常赚钱的模式。在这之后，他们能做的只是买进成品短裤并进行包装，这种生意相对来说不怎么赚钱，或者根本就不赚钱。在支票被退回之前，伊布·蒂娜和她的丈夫处于“贫穷陷阱”之外。如果跟随他们的轨迹，我们会看到，他们正沿着最终实现高收入的轨道前进。然而，那场灾难卷走了他们全部的资产，并使他们掉进了“贫穷陷阱”。后来，他们赚的钱越来越少，变得越来越穷：当我们见到伊布·蒂娜时，她已经沦落到需要靠她兄弟的接济生活的地步。因此，这一“S”形世界的一场灾难会产生永久性后果。如果今天收入与明天收入的关系呈“S”形，这个家庭便会脱离通往中产阶级之路，转而踏上永久贫穷之路。

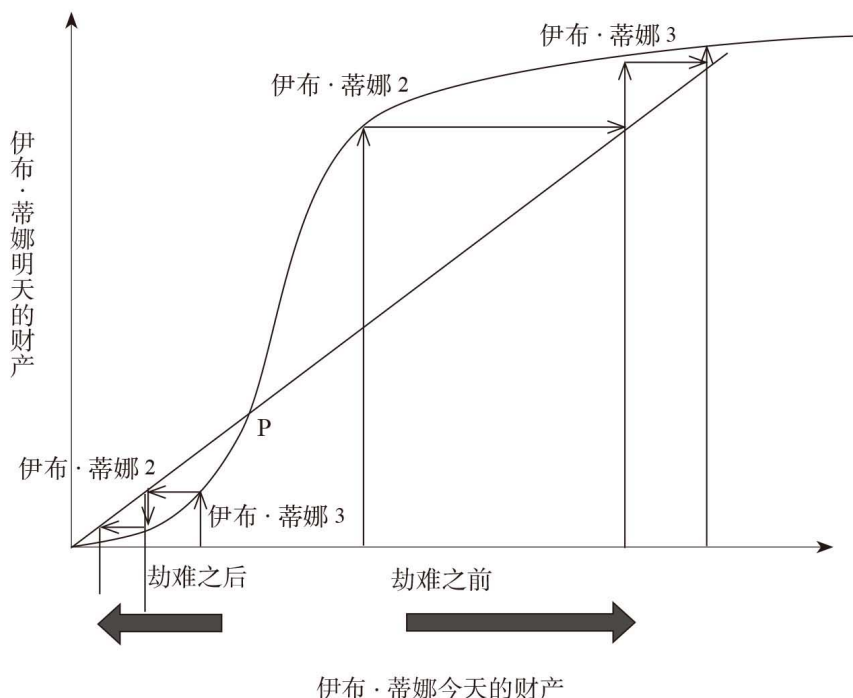


图6-1 一次冲击对于伊布·蒂娜财产的影响

这种情况常常会受到一种心理过程的强化。失去希望，感到没有出路，这会大大降低人们渡过难关所需的自控力。我们在第二章看到，帕克·索林就属于这种情况，他曾在农场工作，但现在只是偶尔钓钓鱼。伊布·蒂娜也是一样。他们似乎都不具备振作起来、从头再来的心理素质。我们在乌代布尔见到了一个人，他在回答一个标准的调查问题时说，他曾经感到“担忧、紧张和不安”，这甚至影响了他一个多月的日常活动，如睡觉、工作和吃饭。我们问他为什么会这样，他说因为他的骆驼死了，从那以后他就一直哭泣，并总感到紧张。我们接着问他，是否曾想办法治疗这种抑郁症（比如找朋友、医疗保健人员或传统医生谈心），他似乎很不耐烦地说：“我失去了我的骆驼，当然会伤心了，没什么大惊小怪的。”

这种影响或许还来自其他一些心理因素：面对风险（不仅包括收入风险，还有死亡或疾病的风险）会使我们为此担忧，而担忧会给我们带来压力，产生抑郁情绪。在穷人当中，抑郁的症状更为普遍。我们在感到压力时更难集中注意力，这可能会降低我们的效率。尤其值得注意的是，贫穷与身体所分泌的皮质醇水平密切相关，因为皮质醇水平标志着

压力的大小。相反，当家庭成员接受某种援助时，他们的皮质醇水平就会有所下降。例如，与母亲未接受墨西哥现金转移计划的孩子相比，受益于该计划的孩子的皮质醇水平要低得多。这一点很重要，因为皮质醇会直接损害人的认知及决策能力。由压力释放的皮质醇会影响大脑的部分区域，如前额皮质、类扁桃体、海马区，这些都是认知功能的重要区域；特别是前额皮质，该区域对于抑制冲击响应很重要。因此，将实验对象置于实验室的压力环境之下、面对不同的经济选择时，他们不太可能会做出理智的决定。

障碍

穷人怎样应付这些风险呢？在面临工资或收入下降时，穷人的一个自然反应就是，增加工作量。然而，这有时是一种自欺欺人的做法。如果在时局不好时（例如一场旱灾或成本价格上涨），所有的穷人都想增加自己的工作量，他们会相互竞争，导致工资水平进一步下降。如果他们不能在村外找到一份工作，这种情况会变得更严重。因此，在印度那些较为封闭的村庄里，劳力们更难走出去寻找工作，同一类旱灾会对这里产生更为消极的影响。在这些地区，在解决工资降低的问题上，增加工作量并不一定是一种有效的方式。

如果灾后增加工作量并非一个好选择，那么最好的办法常常是，通过业务多元化来缩小风险范围，就像对冲基金经理一样。很明显，穷人为此投入了大量的智慧。唯一的不同之处在于，穷人选择了多样化的活动，而不是金融工具。一个关于穷人的显著事实就是，一个家庭似乎会涉足多种职业：在对孟加拉邦27个村庄展开的一项调查中，即使那些声称以耕作为生的家庭，也只是花了40%的时间从事耕作。调查中的一般家庭都有三个成员在工作，涉及7种职业。尽管大多数农村家庭都从事农业方面的工作，但这往往不是他们唯一的谋生方式。这可能是一种降低风险的方式——如果一项活动赔了钱，其他活动还能让他们维持生计。不过，我们将看到，这其中或许还有其他一些原因。

在一个村庄的不同位置有很多块地，这也会使风险在一定程度上有所分散。当村里的一个区域遭受病虫害时，其他区域则可能安然无恙；如果不下雨，在更容易吸收地下水的地里，庄稼存活的概率更大。而且，最令人惊讶的是，同一村庄的不同区域可能会有不同的小气候，这是由暴露程度、坡度、高度及湿度所决定的。

临时性迁居也可以从这一层面来加以解释。一家人全都迁居城里较为少见。通常情况下，选择迁居的家庭成员大多为印度或墨西哥的男人或十几岁男孩，还有中国、菲律宾及泰国的女孩，其他人则留在家里。这可以确保一个家庭的财富并未全都押在去城里工作的人身上，还可以保持这个家庭在村里的人际关系。我们将看到，这种人际关系常常是非常有用的。

穷人降低风险的另一种方式是，保守地经营他们的农场或生意。例如，他们或许知道有一种新型农作物的产量更高，却不去耕种这种作物。固守传统方法的一个好处就是，农民不需要去买新的种子，他们可以再种植上个季节省下来的种子——新种子常常要花费很多钱。在一切顺利的情况下，农民们能赚到几倍于投资新种子的钱，但作物歉收情况还是有可能出现的（比如不下雨），到那时，农民就会赔掉用来买新种子的额外投资。

家庭还会利用一些富有创意的方式来分散风险。印度的农户利用婚姻作为一种分散大家庭“风险组合”的方式。一个女人婚后搬到婆家所在的村庄，娘家与婆家之间就建立了一条纽带，在遇到麻烦时，两个家族便可以寻求对方的帮助。农户一般会将自己的女儿嫁到不远不近的村庄，既方便与亲家建立关系，气候格局又不会完全相同。这样一来，如果一个村庄受灾，另一个村庄没受灾，他们就能向对方伸出援手。另一种保险的方式或许就是，生很多个孩子。别忘了，帕克·苏达诺有9个孩子，就是为了保证至少有一个能为他养老。

穷人应对风险的所有方法一般都很昂贵。在农业领域就有很好的证明：在印度，有些贫穷农民住在年均降雨量不太正常的区域，他们利用农业投入来获取利润的方式较为保守，且效率较低。如果这些农民住在年均降雨量可预测的地区，那么他们的利润率就会上涨35%。此外，受这种风险影响的只有穷人；对于较为富有的农民来说，农作物利润率与雨水变量之间并无关联，这或许是因为，他们承担得起作物歉收的损失，因此他们愿意承担这份风险。

贫穷农民常常采用的另一种策略是，做某人的佃农。也就是说，地主支付部分耕作成本并收取部分成果。这种方式以激励为代价降低农民风险：由于知道地主将拿走地里所种任何作物的一部分，农民努力工作的热情就会减少。印度的一项研究表明，与享有自己地里作物所有权的农民相比，佃农所付出的耕种热情将减少20%。结果，这样的土地耕种得较为粗糙，利用率也较低。

很多穷人都身兼数职，但这同样是缺乏效率的。如果不够专业的话，他们很难成为任何一个领域的专家。在城市里，有些女人会涉足三种不同的职业，而有些男人却无法专注于一项工作，因为他们想每隔几周就回到村里。这些人会放弃学习其主业方面的技能及增加经验的机会，进而错失专门从事其擅长领域的收益。

因此，一旦遭受某种冲击，穷人不仅会面临很大的风险，担心坏事的发生，他们充分认识自己潜力的能力也会受到负面影响。

互相帮助

另一个处理风险的方式是，村民们相互帮助，渡过难关。大多数穷人都住在村庄或社区中，他们有一个范围广泛的熟人网络：基于宗教或种族的大家庭及社区。尽管有些灾难会影响到关系网中的每个人，但有些困难则更为具体。如果目前处境好的人帮助了有难处的人，那么当前者有难处时一样可以得到对方的帮助，这样每个人都会过得更好：助人为乐并不仅限于慈善机构。

在克里斯托弗·尤拉所做的一项调查中，这种非正式保障的成效与局限得到了体现。尤拉在尼日利亚乡村地区住了整整一年，他让村民们记录下互相馈赠的每件礼物或每笔非正式借款，以及还款的具体条件。每个月，他都会问村民们是否发生过什么坏事。他发现，无论在任何时候，每个普通家庭都与平均2.5个其他家庭存在借贷关系。此外，贷款条件会根据借贷双方的情况进行调整。当借款人遭遇一次灾难时，他会偿还得少一些（通常少于原始借款量），但如果贷款人遇到难事时，借款人实际上会偿还比借款更多的钱。对于减少每个人所面对的风险，这种密集的相互借贷网络发挥着巨大的作用。然而，这种非正式互助也存在一定的局限性。即使关系网中所有人的总收入没有改变，但在有些家庭遭遇一次灾难时，他们仍然需要缩减开支。

一个较大的研究机构对这一非正式保险现象进行了调查，通过对科特迪瓦、泰国等一些国家的调查，他们发现了一个共同点：尽管传统的互动网络的确有助于分摊灾难的影响，但这种网络所提供的保障并不是完美的。如果风险有了很好的保障，一个家庭的消费水平就应根据其平均收入能力而定，始终保持一个大致水平：在一个家庭处境不错时，它会帮助别的家庭；而在其境况不好时，别的家庭也会帮助它。然而，我们常常看到的情况并非如此。

特别是健康危机，穷人在这方面极度缺乏保障。在印尼，如果一个家庭成员得了重病，那么这个家庭的消费水平就会下降20%。一项在菲律宾展开的研究表明，在涉及非致命重病的情况下，村庄内部的互助程度非常糟糕。当一个家庭收成不好或家里有人失业时，村里的其他家庭会向其伸出援手。遭遇困境的家庭会收到礼物、无息贷款及其他形式的援助。然而，当个人患上某种疾病时，情况显然就大不相同了，人们普遍认为他的家庭应对此负责。

这种医疗保障的缺乏非常令人惊讶，因为各个家庭的确在其他方面相互帮助。在前面的章节中，我们谈到了伊布·艾姆塔特，她是在爪哇岛一个小村庄见到的女人，她的丈夫患有眼疾，孩子不得不辍学，因为她负担不起治疗孩子哮喘病的医疗费。伊布·艾姆塔特向当地放债人借了10万印度尼西亚盾（购买力平价18.75美元），用于支付丈夫眼疾的医疗费。当我们见到她时，她已经欠款100万印度尼西亚盾了（加上逐渐增多的贷款利息）。她非常担心，因为放债人威胁说，如果她还不起钱，就要拿走家里所有的东西。然而，我们在采访过程中发现，她的一个女儿刚刚给了她一台电视机。女儿自己刚刚花80万印度尼西亚盾（购买力平价150美元）买了一台新电视机，于是决定将那台旧的（仍然很好用）送给母亲。我们有些惊讶：如果女儿留着那台旧电视机，给父母一些钱还款，这不是更合理吗？我们问艾姆塔特：“难道没有一个孩子能帮忙还款吗？”她摇了摇头，回答说孩子们也有自己的困难，他们也要照顾自己的家——她的意思是说，她不愿孩子们以馈赠的形式帮助她。她似乎认为，没有人帮她解决医疗费是很正常的。

为什么人们不向彼此提供更多帮助呢？为什么某些风险未得到很好的规避呢？

对此，我们似乎有充分的理由，或许我们不愿向朋友或邻居提供无条件的帮助。一方面，我们或许会担心，保证向某人提供帮助可能会使人们产生一种惰性心理——这就是所谓的道德风险。或者，人们可能会在没有必要时提出需求。或者，相互帮助的许诺并未真正实现：我帮助了你，但轮到你帮助我时，你却总是在忙别的。

我们为何会不愿帮助别人？这方面的解释似乎有很多。但我们尚不清楚，这是否可以解释不去帮助那些病重的人，因为患病并非一种选择。大多数经济学家认为，非正式保险来自这样一种情况，我们之所以帮助别人，是因为我们日后可能也需要别人的帮助。然而，情况并非完全如此。例如，或许我们会在紧急关头向邻居伸出援手，但当时我们可

能并没想过自己也会遇到这种问题。这可能仅仅是出于看到邻居挨饿而袖手旁观是不道德的。贝奇·哈特曼和吉姆·博伊斯合著了一本关于孟加拉国农村生活的书，书中的背景是20世纪70年代中期。书中描述了互为邻里的两个家庭，一个信仰印度教，一个是穆斯林，两家的关系并不是很亲密。印度教家庭失去了主要劳动力，因此一家人都在挨饿。出于绝望，这个家庭的女人常常越过栅栏，到邻居家的院子里偷点儿能吃的树叶。而那个穆斯林家庭知道这一切，但决定睁一只眼闭一只眼。穆斯林家庭的男人说：“我知道她的人品并不坏，如果我陷入了她那样的处境，我可能也会偷东西的。当我发现少了点儿东西时，我会努力做到不生气。我总想：拿走东西的人一定比我更饿。”

人们会在彼此遇到难处时互相帮忙，这是出于一种道德责任感，并不是他们盼望着将来能得到回报。这一事实有助于说明，为什么非正式的关系网不具备处理健康问题的能力。即使是一个非常贫穷的家庭，如果家里还有饭吃而邻居却在挨饿，他们也会给邻居一口吃的。然而，帮助别人支付医疗费用这类情况已经超出了互助行为的界限：鉴于医疗费用极为昂贵，很多家庭将不得不因此倾家荡产。因此，将健康问题列在助人为乐的基本道德责任之外，还是说得通的。因为要想解决这个问题，需要一种更高的社会契合度。

互助保险是一种助人为乐的道德责任，这种观点说明了为什么在尼日利亚的一些村庄，村民们助人为乐都是从个人出发，而不是大家都去帮助一个对象，虽然以后面这种方式分摊风险会更有效。这或许还有助于解释，为什么伊布·艾姆塔特的女儿给了母亲一台电视机，却没有帮她支付医疗费。她不想为父母的健康承担全部责任，也不指望其他兄弟姐妹能慷慨解囊。因此，她选择在力所能及的范围内，为她的父母做一点事情。

穷人的保险公司在哪里？

鉴于非正式互助网络的保障有代价高昂的风险及局限性，我们肯定会想，为什么穷人没有更多的渠道获取正式保险，也就是由一家保险公司提供的保险？然而，任何形式的正式保险在穷人当中都很少见。医疗险、坏天气险，还有牲畜死亡险，这些都是富裕国家农民生活中的标准保险产品，而在发展中国家则多多少少是欠缺的。

既然小额信贷是人人皆知的，对于高尚又有创意的资本家来说，穷人的保险似乎是一个明确的机会目标（《福布斯》专栏称之为“穿不透的自然市场”）。穷人面临着大量的风险，如果保险费用合理的话，他们应该愿意为自己的生活、健康、牲畜或庄稼投一份保。几十亿穷人都在等待着投保，即使每项政策只有微薄的利润，这也是一桩大买卖。同时，这也会为全球穷人带来很大的帮助。这一切似乎只缺少某个组织这一市场的人。因此，一些国际组织（例如世界银行）及大型基金会（例如比尔和梅琳达·盖茨基金会）投资了数亿美元，鼓励穷人参与投保。

当然，这种保险的提供显然存在很多难处。这是一些基本问题，并不仅限于穷人，但在贫穷国家较为突出，因为它们很难对保险公司进行有效管理，也很难对被保险人实行监督。我们已经提到过道德风险：一旦人们知道自己无须承担全部后果，他们就可能会改变其行为（不那么认真耕种、在医疗方面花更多的钱等）。以医疗保险为例，我们已经看到，即使没有医疗保险，穷人也总会去拜访不同类别的医疗从业人员。如果能够免费看病的话，他们会怎样呢？医生是否还有理由让病人做一些不必要的化验、为其开一些不必要的药品——特别是在他们有自己的实验室的情况下（美国和印度的很多医生都有自己的实验室），然后到药店去拿提成？一切似乎都表明：病人想看到行动，因此他们更喜欢会开药方的医生，而医生开的药越多，挣得就越多。在卫生保健服务管理不善的国家，任何人都能以“医生”的身份开家药店，为门诊病人提供基于报销制度的医疗保险，这似乎是他们走向破产的第一步。

另一个问题是“逆向选择”。如果保险是非强制性的，那些知道自己将来可能会出问题的人，参保的概率或许更大。这也无所谓，只要保险公司清楚这一点即可，因为这可以折算成额外的费用。然而，如果保险公司并不能确定人们是否因目前需要而参保，他们所能做的只有提高每个人的投保费。不过，更高的费用会使事情变得更糟，因为这会赶走那些觉得自己将来可能不需要保险的人。这样一来，问题就变得更严重了。因此，在美国，人们很难以合理价格参加医疗保险，因为他们无法说服自己的老板为员工投保。所以，价格合理的医疗保险计划一般都是强制性的——如果每个人都必须参保，保险公司就不会承担高风险。

第三个问题是明目张胆的欺诈行为：怎样防止医院给保险公司提供大量虚假索赔证明，或收取病人不必要的医疗费？而且，如果一位农民为自己的一头水牛投了保，怎样才能防止他谎称自己的水牛死了？印度工业信贷投资基金会的纳奇凯特·摩尔和宾杜·安纳斯来自印度的同一金融

部门，该部门主要致力于为穷人提供更好的金融服务。他们略带自嘲地对我们讲，很多年前，他们第一次灾难性的尝试是提供牛险：首先，一大堆投保人都声称自己的牛丢了。于是，他们决定，要想索赔死去的动物，主人必须提供死牛的耳朵。结果繁荣了牛耳市场：任何死去的牛无论投保与否，耳朵都会被割掉并卖给那些投保牛险的人。这样一来，他们既可以得到索赔，又保留着自己的牛。2009年夏，在我们参加的一次会议上，印度IT巨头印孚瑟斯公司创立者、前首席执行官南丹·尼勒卡尼对其独特身份认证的计划进行了说明，因为政府一直要求他为每个印度人提供一种“独特身份证”。他向听众们保证，只需10个指纹及一张虹膜照片，就足以准确地对每个人加以认证。摩尔听得很认真，当尼勒卡尼停顿时，摩尔突然说：“太遗憾了，牛没有手指。”

某些险种比较容易投保，例如天气。如果附近气象台测量的降雨量在特定水平之下，农民就应估算一下保险公司支付给他的钱款数量（根据他所支付的保险费）。由于没有人能控制天气，而且人们无法判断该为此做些什么（不同于医疗的情况，人们必须决定需要哪种化验或治疗），因而不存在道德风险或欺骗行为。

在医保范围之内，为灾难性健康问题投保（重大疾病、事故），似乎比为门诊病人支付费用更容易。没有人无缘无故地想做手术或化疗，而且治疗与否很容易得到验证。虽然过度诊治的危险仍然存在，但保险公司可以就支付哪项治疗费用设限。但这仍然存在一个大问题，即保险公司并不想只有病人来投保。

避免逆向选择的技巧就是，找到出于健康之外的原因集中来投保的目标人群——一家大公司的员工、小额信贷客户、公费医疗者……尝试着让他们参保。

正因为如此，很多小额信贷机构（MFI）想到了提供医疗保险的方法。他们有大量的借款人资源，可以向这些人销售保险产品。而且，由于重大疾病问题，有时原本信誉良好的小额信贷客户也会变成违约者，小额信贷机构投保也将因此承担一定的风险。此外，向客户收取保险费会很容易，因为贷款负责人每周都会与他们见面——实际上，他们可以将保险费折算到贷款中。

2007年时，SKS小额信贷公司是印度最大的一家小额信贷机构。该机构引入了一种名为“Swayam Shakti”的试点医疗保险计划，涉及生育险、住院治疗险及意外事故险。为了避免一些群体进行逆向选择，SKS强制为他们投保该计划。为了解决潜在的欺骗问题，投保收益范围被设

限，该计划鼓励客户们前往那些与SKS有长期关系的医院。为了使其更加人性化，去这些医院的客户们获得了一种“无现金工具”：只要他们的治疗涉及一种投保疾病，他们就无须支付费用——SKS会直接向医院支付。

当SKS开始引入这一保险产品时，该公司尝试着强制客户投保。但由于客户提出了抗议，SKS决定只在首次延期时进行强制性投保。结果，有些客户决定不再延期贷款了，于是SKS逐渐失去了提供该保险地区的客户。几个月之后，SKS贷款延期率从60%左右降至50%左右。另一家小额信贷机构的首席执行官问起我们与SKS的合作时，我们回答说正在评估强制性医疗险对小额信贷客户的影响，这位首席执行官听后笑着说：“哦，这我了解！SKS在哪里推出这种强制产品，我们在哪里的客户就会增多。人们都离开SKS加入了我们的机构！”约1/4的客户想继续从SKS借款，但他们又不想参保，于是利用了这样一个漏洞：他们在一年期保险快要到期之前预付贷款。这样一来，当他们延期贷款时，他们仍然巧妙地处于投保期之内，因此不必支付更多的保险费。针对客户的这一手段，SKS决定将这一保险产品变成自愿性的。然而，只有少数客户自愿投保，导致逆向选择及道德风险再次出现。用于每位投保客户的费用迅速增长，由于处于亏损状态，代表SKS提供保险的印度工业信贷伦巴德保险公司决定，要求SKS停止接受新的投保客户。其他一些试图推出类似计划的组织也遇到了同样的问题，即客户抗议强制性投保。

小额健康保险并不是唯一遇到麻烦的险种。包括我们麻省理工学院同事罗伯特·汤森在内的一组研究人员，试图对一种简单天气险的影响进行评估。与我们前面描述过的险种类似，当降雨量少于特定水平时，保险公司会支付一定数量的理赔金给客户。这种产品在印度有两个销售区——古吉拉特邦和安得拉邦——都是干旱少雨的地区。在这两个地区，该产品通过一家知名的小额信贷组织进行销售。该组织尝试了各种各样的方法，为农民提供并赠送保险服务。总的来看，签约率依然很低：最多只有20%的农民购买了某种保险，而且只有在这家小额信贷机构的工作人员上门销售时，才能达到这一签约水平。此外，即使买了保险的人也没买多少：如果不下雨的话，大多数农民所买的保险只能弥补其2%~3%的损失。

为什么穷人不想买保险？

投保需求低的第一个可能性就是，政府破坏了这一市场。这就是我们所熟知的需求达人的观点：当市场无法发挥作用时，政府或国际机构的供应过大可能就会受到指责。具体而言，当灾难降临时，那些善良的灵魂会伸出援手，因此人们实际上并不需要保险。

在发生大暴雨的年头，印度一些地区争相想被定为“旱灾区”，因为这样就可以得到政府援助。在政府的建筑工地上，人们可以找到工作、分到食物等。但有一点我们应明确，这不过是穷人需要的一小部分。一方面，政府只在大灾发生时才会进行干预，而不会去管一头牛死了或某人被车撞了这类事。而且，在大多数情况下，救灾物资分发到穷人手中也不够及时。

另一种可能性是，穷人对保险的概念并不是很了解。的确，保险与穷人接触过的大多数交易并不一样。保险是你预先支付一定费用，为将来生活购买的一种保障，但希望自己永远都不会用到。我们在与SKS客户交谈时遇到了很多人，即使他们在过去一年里没有遭遇过祸事，当他们的医疗保险费不能报销时，他们仍然感到很沮丧。我们当然可以将保险的概念解释得更清楚，但我们很难想象，这些人能够巧妙地发现SKS系统中的漏洞，却搞不清楚保险的基本原理。为了销售天气险，汤森想弄清楚人们是否了解保险的运行方式，于是对此做了一个实验。在拜访每一位农民时，销售人员会大声地向他们简要介绍一种假想的保险产品（温度险），然后向潜在客户提出几个假想的问题，主要是关于这种保险怎样生效的。被访者答对问题的比率为75%。目前，我们尚不清楚，普通美国人或法国人是否能做得更好。因此，毫无疑问，将天气险解释得更清楚，对于农民购买保险的意愿并无影响。

农民能够理解保险的核心概念，以及保险是怎样运行的，他们只是对买保险不感兴趣而已。然而，他们还是会考虑买点儿小东西。在没有任何销售努力的情况下，一次简单的家访会将购买天气险的人数提高四成。在菲律宾，有些家庭被随机挑选出来，完成一份基本调查，其中包含很多关于健康的问题，相对于未填写基本调查的对照家庭，他们最终更有可能购买医疗险。据推测，回答健康方面的问题提醒了他们可能会发生的情况。

即使没有这些小点拨，鉴于发生问题的概率也很高，穷人为什么仍对保险的好处置若罔闻呢？

我们认为，主要问题在于，由于我们在前面提到过的一些问题，市场所提供的险种只覆盖了灾难性的情况，这就带来了大量的问题。

可信度始终是保险产品所面临的一个重要问题，因为保险合同要求一个家庭预付一些钱，而他们将来能否得到补偿则是由保险公司决定的，所以这个家庭一定要完全信任该保险公司。以天气险为例，产品销售小组有时会与来自贝司克斯的人一起——贝司克斯是农民们非常熟悉的一个组织——有时则单独开展工作。他们发现，与贝司克斯的人一起时，签约率会受到很大影响，这表明信任是一个问题。

遗憾的是，这种可信度的缺乏或许是一种地方病，它取决于产品的性质，以及保险公司应对任何欺诈可能的方式。2009年冬，我们访问了SKS的一些客户，这些客户已决定不再续订医疗险。一位女士说，她去医院看胃病，但后来SKS拒绝给她报销，因此她决定不再续订该保险了。由于该险种只覆盖灾难性问题，胃病虽然很可怕，却并不在报销范围之内。我们不知道她是否了解这种区分——毕竟，她去了医院并在那接受了治疗。她还谈到一位购买了另一种保险的女士，这位女士的丈夫死于一种严重的疾病，但她在丈夫去世前还是花了大笔的医疗费。丈夫去世后，她向保险公司提出了理赔要求，但保险公司拒绝支付，理由是她的丈夫从没住过院。很多女士都被这件事吓坏了，于是她们都决定不再支付保险费。从纯粹法律的角度来看，保险公司显然有权拒绝理赔。但另一方面，还有什么事会比这更具灾难性呢？

天气险也存在着很多类似的问题。庄稼可能会枯死，农民可能会挨饿，但如果气象站所测量的降雨量在标准之上，那么该地区就没有人能得到理赔金。然而，还有很多局部气候：在地区平均降雨量在旱灾线之上的年头，很多农民必须承受与灾难几乎相同的损失，这种情况常常发生。在腐败现象很普遍的情况下，让受难的农民接受气象台的定论并不容易。

第二个问题是时间的不一致，这方面我们已在前文谈过。在决定是否买保险时，我们需要现在付出行动（支付保险费），但回报却发生在未来。这是人类不太擅长的一种推理类型。当保险只覆盖灾难性问题时，这个问题就变得更难处理了：回报会发生在未来——一个特别不愉快的、谁也不愿去想的未来。不去花太多时间预测这些事件，或许是一种自我保护，而且这或许也能说明，人们为什么在答完问卷不得不思考这个问题时，才更有可能会去买保险。

出于这些原因，小额保险或许不会成为下一个拥有10亿客户的市场机制：对于市场愿意提供的某些保险产品，大多数人都不太喜欢，这似乎还有一些深层次的原因。而另一方面，穷人显然要为此承担难以接受

的风险。

因此，政府需要扮演一个明确的角色，这并不意味着政府必须取代私人保险市场。但要让一个真正的市场出现，政府必须挺身而出。私人公司可以继续销售其正在销售的险种（有严格限制的灾难险、基于指数的天气险等）。但就目前来说，政府应为穷人支付部分保险费。已有证据表明，这是行得通的：在加纳，当农民享受很大一部分天气险补贴时，几乎所有农民都会购买这种保险。因为对灾难的恐惧会使穷人采取昂贵的缓解对策，保险补贴费用可以由农民的额外收入自行抵消。与未接受廉价保险的农民相比，接受这一保险的农民更有可能为自己的庄稼施肥，因而会获得更好的收成，他们吃不饱饭的可能性也变小了。随着时间的推移，人们会逐渐看到保险的好处，感受到这一市场的繁荣，那么保险补贴或许就可以取消了。即使没有这种可能性，只要穷人无须成为自己生活中的对冲基金经理，并因此而实现巨大的潜在利益，这似乎也是一个利用公共资金促进共同富裕的好方式。

[1] 穆哈兰姆月，意为“圣月”，是伊斯兰历的第一个月，相当于其他历法中的元旦。本月不许打斗。——编者注

第七章

贷款给穷人：不那么简单的经济学

在大多数发展中国家的城市中，我们常常可以看到无数水果及蔬菜摊贩站在街角。每个摊贩（常常是女人）都有一个铺着一层帆布的小推车，上面摆着西红柿、洋葱或是她们碰巧正在卖的任何东西。摊贩们早晨从批发商那里进货（常常是以赊账的方式），然后卖一天的货，晚上将欠款偿还给批发商。有时，他们用来装菜、卖菜的推车也是按天租用的。

在很多富裕的国家，这也是商人做生意的方式：他们获得营运资本贷款，用于生产或购买货物，然后用他们的收入支付贷款。很明显，与富人相比，穷人需要偿还的贷款数额要多。在印度陈耐市，如果水果贩早上从批发商那里进了1 000卢比（购买力平价51美元）的蔬菜，那么她晚上平均需偿还批发商1 046.9卢比。支付的利息为每天4.69%。要想搞清个中原因，我们可以先来计算一下：如果你今天借了100卢比（购买力平价5.1美元），那么你明天就要偿还104.69卢比，如果你延迟一天还款，那么后天你就要偿还109.6卢比。如果借款30天，你就欠了近400卢比；而如果借款长达一年，应还款就高达1 842 459 409卢比（购买力平价9 350万美元）。因此，一份5美元的贷款，如果贷款期长达一年，这一债务将接近1亿美元。

这一高额利率呼吁着小额信贷机构立即行动起来。例如，帕德马贾·蕾迪是斯潘达纳公司的首席执行官，该公司是印度最大的小额信贷机构之一。她告诉我们，她创立该公司的灵感来源于一场谈话，谈话对象是安得拉邦贡土尔市一个拾破烂的人。蕾迪意识到，如果拾破烂的人拥有能买一辆推车的钱，那么，她就无须支付日租金了。省下来的钱，她在几周内就能买到很多推车。不过，那个拾破烂的人并没有能买得起一辆推车的钱。蕾迪问自己：“为什么没人借给他买一辆推车的钱呢？蕾迪说，拾破烂的人给出的解释是，银行不会借钱给他这样的人。他可以从放债人那里借钱，但借款的利息非常高，根本行不通。最终，蕾迪决定借钱给这个拾破烂的人。他如约还清了欠款，很快发达了起来。不久，蕾迪家门口前来借款的人排起了长队。于是，蕾迪决定辞职并创立斯潘

达纳公司。13年后的2010年7月，斯潘达纳公司已拥有420万贷款客户，涉及贷款额高达420亿卢比。

穆罕默德·尤努斯被誉为“现代小额信贷之父”，他的观点与蕾迪大致相同：银行不愿与穷人接触。很多意图谋利的放债人和生意人都想抓住这个机会，向借款人收取高额利息。在这种背景下，小额信贷成为一个非常简单的概念。任何人只要不以搜刮穷人为目的，都可以进入这一市场。他们只向穷人收取一点点足以维持运营的利息，或者稍稍赚取一点儿，但不会很多。由于复利的作用，利息稍微下调就能改变客户的生活。以水果商贩为例，假如他们借到了1 000卢比（购买力平价51美元），即使贷款利息很高（比如每月10%），他们也可以用现金买进蔬菜，而不是赊账进货。一个月的时间，他们就能少付给批发商4 000卢比（购买力平价203美元）的利息，这笔钱足以偿还小额信贷机构的贷款。至少从理论上来说，他们只需几个月就能将生意做大，并摆脱贫穷。

然而，这一简单的情况也会产生问题。陈耐市有很多水果批发商，为什么这些小额信贷机构（或是一位有创意的放债人）不稍稍降低利息呢？这样，它就能一直占领整个市场，并保持一定量的盈余。为什么水果商贩要等待穆罕默德·尤努斯或帕德马贾·蕾迪这样的人呢？

从这个意义上讲，提倡小额信贷的人有些过于保守：在出现垄断的地方，他们要做的不仅仅是引入竞争。另一方面，对于小额信贷消除贫穷的潜能，他们或许有些过于乐观。虽然在各类小额信贷机构的网站上，我们可以看到很多水果小贩变成水果巨头的奇闻，但陈耐市仍然有很多贫穷的水果商贩。即使他们所在城镇中有很多小额信贷机构，他们当中的很多人也不会向这些机构借钱。难道他们放弃了摆脱贫穷的机会？还是小额信贷并非像我们听说的那样神奇？

贷款给穷人

穷人很少向正规贷款机构借钱，比如商业银行或合作社。我们在印度乌代布尔农村地区的调查中，约2/3的穷人都借过钱。其中，23%是向亲戚借的，18%是向放债人借的，37%是向店主借的，只有6.4%是通过某种正规渠道借的。银行信贷的低比率也发生在了海得拉巴市区，那里有些家庭的生活水平低于每天2美元，他们的借款渠道主要是放债人

(52%)、朋友或邻居(24%)、家人(13%)，只有5%的借款来自商业银行。在我们所调查的18个国家当中，不到5%的农村穷人会从银行贷款，城镇穷人会这样做的也不到10%。

从非正规渠道借钱所支付的利息一般都很昂贵。在对乌代布尔地区的调查中，对于那些每日生活水平低于99美分的人来说，他们平均每月要为来自非正规渠道的借款支付3.84%的利息（相当于57%的年利率）。即使是美国的信用卡透支（因其代价昂贵而臭名昭著），相比之下也变得微不足道了。发行美国标准信用卡的银行，其年利率约为20%。那些日消费在99美分到2美元之间的人可以少付一点儿：每月3.13%。这种利率差距的产生有两个原因。第一，贫穷程度越低的人，对非正规贷款渠道的依赖性就越小，对正式贷款渠道的依赖性就越大，因为正规的渠道更廉价。第二，与不太贫穷的人相比，穷人向非正规渠道支付的利息一般会更高。贷款人所拥有的土地每多出一公顷，他每月要向非正规渠道支付的利息就会下降0.4%。

利率会因国家及地域的不同而不同，但底线常常是相同的：正常情况下，年利率在40%~200%（或更高）之间，而穷人需支付的利率比富人更高。令人惊讶的是，即便如此，很多人依然在以这一利率水平贷款。上百万人愿意接受的这一贷款利率水平，一定是美国的救助者所乐于赚取的。那么，为什么投资者不拿着一袋子钱去找他们呢？

并非没人尝试过。从20世纪60年代到80年代末，很多发展中国家都有政府主办的信贷计划，通常附带利率补贴，是专门针对乡村穷人的。例如，自1977年起，印度每在一个城市设立一家银行分行，该银行就需在没有银行的农村地区额外设立4家分行。此外，银行根据政府指示，要将其40%的贷款提供给一些“重要领域”：小公司、农业合作社等。罗宾·伯吉斯和罗西尼·潘德表示，在因这一政策而额外开设分行的地区，那里的人却变得越来越贫穷。

问题在于，这些强制性的信贷计划并非十分有效，违约率出奇地高（20世纪80年代高达40%）。贷款常常受到政治的驱动，而非出于经济需求（在某些地区，大量贷款都是大选之前向农民提供的，因为人们预计这些地区的选举竞争会非常激烈）。而且，这些钱最终都会落到当地实力派的手中。伯吉斯和潘德的研究认为，要想通过设立银行分行为穷人增加1卢比的收入，就需要花掉1卢比以上的费用。此外，进一步研究表明，从长远角度来看，设立更多分行的地区其实会变得更穷。1992年，在印度自由化的改革浪潮中，政府对于在农村开设分行的要求有所

下降。而在大多数其他发展中国家，我们也可以看到一种类似的趋势，即政府取消了对公共贷款计划的支持。

或许，社会银行实验是一次失败，因为政府不应插手贷款补贴的事务。政客们发现，将贷款用作馈赠非常具有吸引力，没有什么能比无须偿还的贷款更好的了。然而，为什么私人银行不愿意贷款给小企业主呢？这些人愿意每月支付4%的利息，是一家银行普通贷款的几倍，贷款给他们不是更合理吗？通过美国目前的一些网站，我们得知，富国的潜在贷方向穷国的企业家们提供贷款，这是否意味着他们已弄懂了其他人搞不清楚的问题？

或者，也有可能是，非正式放债人可以做到银行做不到的事情。答案究竟是什么呢？为什么贷款给更富有的人成本更少呢？

贷款给穷人——不那么简单的经济学

为什么有些人需要支付高利率？一个标准的解释就是，他们违约的概率更高。这是一道简单的算术题：如果仅仅为了维持运营，一位放债人平均每贷出100卢比，他就要拿回110卢比，即如果不发生违约的话，他可以收取10%的利息。但如果半数的借款人违约了，那么放债人就必须向另一半没违约的借款人至少收取220卢比，一共收取120%的利息。然而，不同于那些由政府支持的银行贷款计划，非正式贷款的违约率并不是很高。这种贷款的偿还时间通常会延迟一些，但完全不偿还还是很少见的。一项对巴基斯坦农村放债人的研究发现，放债人所遇到的一般违约率仅为2%。不过他们收取的平均利率高达78%。

问题在于，这种低违约率绝不是自发产生的，这需要贷方付出很大的努力。加强履行贷款合同并不容易，如果借款人挥霍借款，或是遇到了难处，手头没有现金，那么贷方就无钱可收了。在这种情况下，贷方几乎没什么办法收回贷款。因此，借款人即使在自己有钱时也可能会假装没钱，这对贷方来说则会更糟。如果这种情况不加以制止的话，即使借款人的项目获得了成功，贷方也永远拿不回借出的钱。

为了避免各种故意违约的行为，全世界的贷方保护自身的一个办法就是，收取预付定金。有时还会附加担保，也就是所谓的发起人出资，即倡议人出一部分资金。如果借款人违约，贷方可以通过没收附加担保金来实施惩罚。借款人受到的压力越大，其违约的概率就越小。但这也意味着，借款人所做的担保越大，贷方发放的贷款就会越多。因此，我

们看到了那条熟悉的规则（至少在无抵押的投机时期之前），即可将贷款数量与借款人的资金现状挂钩。正如法国人所说的那样，“人们只会借钱给富人”。

也就是说，更穷的借款人所能得到的贷款更少，但这并不能解释，为什么穷人要支付这么高的利息，为什么银行拒绝贷款给他们。这里还有另外一个问题，为了收回贷款，贷方需要了解很多关于借款人的信息。有些信息是贷方希望在决定贷款之前就了解的，如借款人是否值得信赖、来自哪里、所做生意的性质、收回贷款方面会不会有问题等。贷方或许还想时刻关注着借款人，时常到他家里去看看，确保贷款以承诺的方式使用，并在必要时推动生意向理想的方向发展。所有这一切都要花时间，时间就是金钱，而利率的提升便会抵消这一花费。

此外，很多此类花费并不是以贷款多少来衡量的。即使贷款额非常少，贷方也必须收集某些借款人的基本信息。结果，贷款额越少，作为贷款一部分的监督费用就会越高，而由于这部分费用要由收回的利息来抵消，利率就会变得更高。

更糟糕的是，这会产生一种经济学家所谓的“乘数效应”（Multiplier Effect）。当利率上涨时，借款人有更多理由想办法不偿还贷款。这就意味着，借款人需要受到更为细致的监督，而这又增加了贷款成本。利率会因此而进一步上涨，借款人需要更多的监督，如此循环反复。贷方所承担的风险越来越大，导致利率飞涨。或者，现实中常常发生的情况是，贷方或许决定，贷款给穷人并不可行：他们的贷款额太少，不值得一贷。

一旦我们了解这一点，很多事情便一目了然。贷款给穷人的主要限制在于，收集关于他们的信息会产生费用。因此，穷人大多会向熟悉他们的人借钱，比如邻居、老板、生意伙伴或当地的放债人，这恰恰就是当前正在发生的情况。虽然，这种对于合同执行的强调似乎有些奇怪，但穷人因此会向那些一旦违约就会真正伤害他们的人借款，因为这些贷方无须花那么多时间去监督（借款人不敢犯错），因而贷款会更便宜一些。20世纪60~70年代，在印度的加尔各答市，很多放债人都是喀布尔人——阿富汗的高个子男人，他们肩上挎着一个布袋子，挨家挨户地假装卖水果及坚果，其实大多是以此为掩护，推销他们的贷款业务。那么，为什么当地人不去开展这些业务呢？最有可能的答案就是，这些阿富汗人以凶悍无情而著称，这种说法来自孟加拉邦学生课本中的一则古老的故事，说的是喀布尔人心肠好，但很暴力，他们会杀掉企图欺骗他

们的人。由此我们可以解释，为什么美国暴徒对于很多人来说是“最后贷款人”。

在伦敦1999年8月22日的《星期日电讯报》上，可以看到一篇题为“付钱——否则我们就派阉人去见你”的故事，堪称一次对威胁力量的奇特描述。该报道描述了印度的一些收债者利用人们对阉人的传统偏见，让阉人去找那些长期欠款的人收债。因为人们相信，看到阉人的生殖部位会带来厄运，所以一些阉人会根据指示出现在违约者的家里，威胁他们如果不合作就给他们“展示一下”。

收集借款人的信息会产生高额的费用，这就是即使在每个村庄都有几个放债人的情况下，他们之间的竞争也并未使利率下跌的原因。假如贷方在监督放债人方面有所投资，那么贷方就会在借款人心中拥有良好的信誉，借款人很难再更换贷方。如果借款人到别处去贷款，新的贷方要重新付出同样的努力，这又要花上大笔费用，会使利率上涨到更高。此外，贷方会对新客户持怀疑态度：解除与以前贷方的关系很费钱，那么，他为什么还要那么做呢？这样做显然更费钱。在这种情况下，贷方会更为谨慎，而利率也会进一步提高。因此，尽管贷方可以选择，但借款人一般会与自己已经了解的贷方保持关系。而且，放债人会利用这一机会提高利率。

这还可以解释，银行为什么不贷款给穷人。银行职员并不承担必要的监督职责：他们既不住在村里，也不认识那里的人，而且他们的人员流动也很频繁。那些体面的银行是不会与喀布尔人竞争的，银行不会动辄就要打断某人的腿，或是派阉人去找违约者。花旗银行在印度的分行陷入了很大的麻烦，因为有人发现，它们让当地“小流氓”威胁未偿还汽车贷款的人。而且，即使诉诸法律也无济于事。1988年，印度法律委员会报告说，40%的资产清算（破产借款人）案件都会搁置8年以上。站在贷方的角度想想这意味着什么：即使他们肯定能打赢与违约公司的官司，他们也要等7年才能收回抵押款（在此期间，借款人有充足的机会转移资产）。当然，对于贷方来说，借款人的资产在贷款发生时就已贬值了。

纳奇凯特·摩尔当时为印度工业信贷投资银行的副总裁之一，他曾向我们描述，他知道一个让农民偿还农业贷款的绝妙好主意：在支出每笔贷款之前，他会要求农民们提供一张等量钱款的长期支票。这样做的好处在于，如果农民拒绝还款，银行就可以叫警察来取支票，因为不兑现支票是一种违法行为。这种方法起初还颇有成效，但后来便逐渐失效

了。因为警察意识到，他们需要追踪上百张空头支票，于是他们礼貌地告诉银行，这其实并非他们的职责所在。

即使银行成功收回了贷款，也会产生一定的反效果：银行并不喜欢同“农民自杀”的头条新闻扯上关系。要解决这一问题，特别是竞选在即时，政府喜欢勾销一些未偿还贷款。因此，银行干脆就避免贷款给穷人，让放债人来填补这一市场空白。然而，尽管放债人在收回贷款上有优势，但他们要为贷出款项支付比银行更多的钱。这是因为，即使银行支付的存储利息很低（或没有），穷人也愿意将积蓄存在银行，很少有人会将自己的积蓄押给放债人。而放债人所热衷的“乘数效应”及垄断力量，恰恰可以解释为什么穷人要承受如此高的利率。

因此，穆罕默德·尤努斯和帕德马贾·蕾迪的创造性不仅体现在以更合理的价格贷款给穷人，他们还发现了实现这一点的方式。

对于一个大计划的小见解

在20世纪70年代的孟加拉国，孟加拉康复援助委员会及格莱珉银行中出现了并不起眼的小额信贷业务，但这项业务现在已在世界范围内得到了普及。小额信贷触及1.5亿~2亿借款人（主要是女士），并且可以为更多的人所使用。有时，人们将小额信贷描述得就像是希腊神话中的一个角色（双头怪物）——兼具赢利使命与社会使命——而且据大家所说，其在两方面都取得了令人瞩目的成就。一方面，穆罕默德·尤努斯和格莱珉银行获得了诺贝尔和平奖，并赢得了公众的赞誉；另一方面，2007年春，墨西哥小额信贷公司——康帕多银行首次公开发行股票，创造了商业领域的一次（具有争议的）胜利。此次发行为该公司筹集了4.67亿美元，不过人们也注意到，该公司收取的费用为100%以上的利息（尤努斯对此公开表示不满，将该公司的首席执行官称为新的高利贷者，但其他小额信贷公司也紧随其后：2010年7月，印度最大的小额信贷公司SKS首次公开发行股票，筹集了3.54亿美元的资金）。

由此可以看出尤努斯不喜欢沾染高利贷的原因，但从某种意义上讲，小额信贷是一种基于社会目的的变相放债。正如传统的放债人一样，小额信贷机构依赖的是其紧密监督客户的能力，但其中会涉及借款人碰巧认识客户的情况。典型的小额信贷合同允许一组借款人贷款，他们为彼此的贷款负责，因此必须尽量确保其他人按时还款。有些组织希

望，一些借款人前来借款时彼此认识，它们甚至通过每周组织活动让彼此熟识。这些活动有助于客户更好地了解彼此，而且在一位组员暂时遇到困难时，其他人也更愿意伸出援手。

正如放债人一样，对于那些彻底违约的人，小额信贷机构会威胁再也不贷款给他们，而且会毫不犹豫地动用其在村里的关系网络，对拒不还款的借款人施压。与放债人不同，小额信贷机构的官方政策就是，永远不使用暴力威胁。羞辱的力量确实不小。我们在海得拉巴市见到一个借款人，她正努力偿还几家小额信贷机构的贷款。她说自己从未拒绝偿还任何欠款，即使她要向自己的孩子借钱还债，或是一天不吃饭：她讨厌信贷职员跑到她家门口，在街坊邻居的面前让她难堪。

小额信贷机构与传统放债人的明显区别在于，前者行事极为谨慎。传统放债人会让他们借款人选择借款方式及还款方式——有的每周偿还一次，有的不限定还款时期。有些先还利息，钱凑够后再还本金。相反，小额信贷机构的客户一般每周都要偿还一定量的钱，从贷款发出一周之后算起。至少就第一笔贷款来说，每个人收到的钱常常都是等量的。此外，借款人必须要在每周会议上还款，会议召开时间对于每个小组来说都是固定的。这就使得追踪还款情况变得很容易：贷款负责人只需数数手中的钱，看看够不够一个小组该交的钱即可。如果够数的话（情况常常是这样的），他的任务就完成了，可以到下一个小组收钱了。因此，一位贷款负责人每天可收回100~200人的欠款，而传统放债人只能在不知何时才能收回钱的情况下坐等。此外，由于交易非常简单，贷款负责人不需要受过良好的教育或培训，因此成本会有所下降。而且，贷款负责人工资的发放依据是过于夸张的奖励合同，他们需要寻找新的客户并保证每个人都能偿还借款。

所有这些方法都有助于降低贷款的管理费用，我们在前面讨论过，这部分费用因“乘数效应”而增长，导致贷款给穷人变得十分昂贵。这是南亚大多数小额信贷机构的赢利模式，他们贷款给穷人的年利率约为25%，而当地放债人收取的利息一般是这一比率的2~4倍。世界上其他一些地区的利率则更高（一个可能的解释就是，贷款负责人的工资更高了），有时年利率甚至超过100%。而对于穷人来说，这一选择还是比其他选择廉价得多。例如，在巴西的城市里，小额信贷机构提供的月利率约为4%（每年60%），而最容易的还款方式是通过信用卡还款，月利率在12%~20%之间（每年289%~800%）。然而，违约行为极为少见，至少在不发生政治风波的情况下是如此。2009年，“风险投资组

合”（可能会违约的贷款，但并非全部）在南亚低于4%，而在拉丁美洲及非洲国家则不超过7%。因此，小额信贷及其1.5亿~2亿位客户，已经作为最显著的扶贫政策之一得以立足。然而，小额信贷的效果到底怎么样呢？

小额信贷有效果吗？

答案显然取决于你所谓的“效果”是怎样的。对小额信贷较为热情的支持者认为，这意味着改变人们的生活。扶贫协商小组是一个隶属于世界银行的组织，其使命在于推广小额信贷。该组织在其网站“常见问题”板块中报道，“越来越多的证据显示，贫穷家庭可用的金融服务——小额信贷——有助于实现千年发展目标”（例如，普及初级教育、减少儿童死亡率及加强女性健康等）。其核心理念是，使女性手中掌握经济权，女人比男人更关注这些方面。

遗憾的是，与扶贫协商小组的主张相反的是，直到最近，关于这一问题的解决方案仍然很少。扶贫协商小组所谓的解决方案其实只是案例，通常是由小额信贷机构自身策划出来的。对于小额信贷的很多支持者来说，这似乎已经足够了。在硅谷，我们见到了一位杰出的风险资本家及投资家，他也是小额信贷的支持者（他很早就支持SKS）。他告诉我们，为了了解真相，他已经看到了够多的“坊间数据”，但这种数据对于怀疑者们来说根本没用。其他地区的很多政府部门也对此表示担心，小额信贷或许会成为“新型高利贷”。2010年10月，即SKS首次成功发行股票仅两个月之后，安得拉邦政府因57位农民自杀而责怪SKS，据说是由于贷款负责人强制性的收款行为，使这些农民受到了难以承受的压力。SKS及斯潘达纳公司的少数贷款负责人被捕，政府因此通过了一项法律，试图阻止他们每周收回贷款的做法。此外，政府还要求还款时要有一位当选官员在场。这表明，借款人不需要着急还款了。到12月初，主要小额信贷机构（SKS、斯潘达纳公司等）的所有贷款负责人仍在坐等，他们的损失在不断上升。SKS的首席执行官维克拉姆·阿库拉证实，自杀的57位农民并没有违约，因此他们的死不可能由SKS贷款负责人引起的，但这对于解决问题几乎毫无作用。

小额信贷机构缺乏自我辩护的有力证明，一个原因就是，它们一直不愿搜集有力证据来证实其影响力。当我们来到小额信贷机构时（始于2002年左右），我们提议与他们合作开展一次评估，而他们对此的通常

反应是：“我们为什么要像卖水果的小贩一样做评估呢？”他们的意思是，只要客户提出更多要求，小额信贷对于他们来说就是有好处的。而且，由于小额信贷机构的运营资金充足，并不依赖于慷慨大方的捐款人，因此评估其优点所在是毫无必要的。这听上去似乎有些虚伪。大多数小额信贷机构都需要慷慨大方的捐款人，需要员工拥有高涨的工作热情。他们的工作主要基于这样一种信念，即小额信贷比其他方式更能帮助穷人。有时，这些机构也会享受到政策补贴。在印度，小额信贷具有“优先部门”的资质，它们为银行提供了有力的金融激励方案，以优惠利率给它们贷款，这可以说是一种间接的高额补贴。

此外，在做长期决定（例如贷款）时，人们不一定是完全理性的——美国媒体报道过很多这样的故事，人们由于过度使用信用卡而陷入了麻烦。或许，情况并非很多管理人员所认为的那样，人们并不需要贷方的保护。安德拉邦政府认为，借款人在贷款时并不知道自己会遇到什么问题，也不知道自己有可能还不了款。

部分原因在于这种立场，还有部分原因是，小额信贷机构的很多领导其实想知道，他们是否真的在帮助穷人。因此，几家小额信贷机构开始对自身的计划进行评估。我们也参与了斯潘达纳公司在海得拉巴市的计划评估。斯潘达纳公司被认为是业内最赢利的机构之一，也一直是政府在安德拉邦的主要行动对象之一。帕德马贾·蕾迪为斯潘达纳公司的创始人及首席执行官，她是一个精力充沛而又充满智慧的女人。蕾迪出生于贡土尔市一个富有的农民家庭，她哥哥是村里第一个上完中学的人，后来成为一位非常成功的医生。哥哥劝说父母让蕾迪上大学读MBA（工商管理硕士），而蕾迪却想帮助穷人，于是她开始在一家非政府组织工作。我们在前面讲过，她后来遇见了那个拾破烂的人，开始从事小额信贷业务。当她所在的那家非政府组织拒绝做这项业务时，她创立了斯潘达纳公司。尽管蕾迪在小额信贷业务上付出很多努力，并取得了巨大的成功，但她在描述小额信贷的潜在益处时非常低调。对于蕾迪来说，小额信贷的获取渠道非常重要，因为它通过一种以前不可能发生的形式，为穷人勾画出了一个未来，而这只是实现他们美好生活的第一步。无论他们是否购买机器、工具，或是给家里买台电视机，关键的不同之处在于，穷人会在必要时储蓄、争取机会并更加努力地工作，他们不再混日子，而是朝着他们自己想要的一种生活迈进。

或许，由于蕾迪一直非常谨慎，从不去做过分的承诺，因此她同意与我们合作评估斯潘达纳公司的计划。该评估是基于斯潘达纳公司在海

得拉巴市某些地区的业务拓展展开的。在104个社区之中，我们随机选择了52个社区让斯潘达纳公司进驻，其余的社区作为一个对照组。

我们对两组社区家庭进行了比较，在斯潘达纳公司开始贷款的15~18个月左右，小额信贷开始发挥明显的作用。斯潘达纳公司社区的人们更可能会经营自己的生意，购买大量的耐用品，如自行车、冰箱或电视。至于那些没有经营生意的家庭，他们在这些社区的消费更多，而经营生意的家庭实际上消费更少，因为他们要节衣缩食，从而充分利用新的机会。目前尚未有明确证据显示，出现了有些评论员所担心的盲目消费。实际上，我们看到的情况恰恰相反；在有些家庭认为有点儿“浪费”的支出（如茶叶、零食）上，他们花的钱更少了。或许这就像蕾迪所预计的那样，他们对自己的目标有了更好的了解。

另一方面，没有迹象表明他们的生活发生了一种彻底的转变。女人并没有觉得自己拥有了更多的权力，至少从一定程度上来说是如此。例如，在整个家庭的消费上，她们手中并没有更多的控制权。在关于教育、健康及孩子上私立学校的问题上，我们也没看到任何变化。即使小额信贷产生了一定的影响，如人们开始做起了新的生意，这种影响力也不是很大。在15个月间，开始做新生意的家庭从5%左右上升至7%以上——这一比率不算低，但也不算上一场革命。

作为经济学家，我们对这些结果感到很高兴：小额信贷的主要目标似乎已经实现了。对此，我们需要展开更多研究，以证明其合理性。而且我们有必要了解这一趋势未来的发展态势。但至今为止，一切都发展顺利。在我们看来，小额信贷已经赢得了自身的一席之地，成为抗击贫穷的关键手段之一。

有意思的是，媒体显然不是这么认为的，他们引入了一些负面的发现，证明小额信贷并非像人们所理解的那样。而且，尽管一些小额信贷机构接受了这样的结果（主要是蕾迪，她说这正是她所预料的情况，并投资展开第二轮关于长期影响的研究），一些国际大型小额信贷机构决定发起反攻。

就在一项研究公之于众后不久，全球最大的6家小额信贷机构——“六巨头”（尤尼特斯公司、美国行动国际公司、国际社区援助基金会、格莱珉基金会、国际机遇及妇女世界银行）——派出代表到华盛顿特区参加一次会议。我们也受到了邀请，同行的还有同事伊巴·达哈里瓦，我们认为，会上一一定会对研究结果进行一些讨论。然而，这6家公司只是想了解，其他一些随机的影响力调查何时出结果，以便他们组建

一个特别小组，做好应对问题的准备（他们显然已经相信，所有的研究都是负面的）。几周之后，特别小组首次提交了关于损失控制的报告。小额信贷机构回应了来自两项研究（一项是我们的研究，另一项是迪恩·卡尔兰和乔纳森·辛曼的研究）的证据，还有6则借款人的成功故事。此后，《西雅图时报》刊登了尤尼特斯公司首席执行官布里吉特·赫尔姆斯的专栏文章。该文章简洁地指出，“这些研究给人留下了不准确的印象，即扩大基本金融服务获取渠道没有任何好处”。这读起来有些令人惊讶，因为我们的证据与此恰恰相反，小额信贷是一种有用的金融产品。然而，这显然不够。很多主要的小额信贷机构几十年来一直夸大其词，它们显然已相信这种负面的力量，而不是依靠股票和重组，并承认小额信贷只是抗击贫穷可能的方法之一。

幸运的是，这似乎并不是该行业其他机构的选择。2010年秋，在纽约举行的一次会议提出了类似的结果，所有与会人士一致同意，小额信贷正如我们所了解的那样有其优点和缺点。下面我们将看看，小额信贷机构可以为其客户提供哪些更多的服务。

小额信贷的局限性

为什么小额信贷机构以前没有提供更多的服务？既然很多家庭可以通过支付利率来获取资金，为什么他们没有用这笔资金做新的生意呢？部分原因在于，即使能够借到钱（这一情况的成因是第九章关于企业家的中心议题之一），很多穷人也不愿或不能开始做生意。更令人不解的是，即使三家或更多的小额信贷机构为海得拉巴市的贫民提供贷款，只有约1/4的家庭会向其借款，而半数的家庭会以更高的利率向放债人借款，他们几乎不会因小额信贷的出现而改变主意。我们不能完全解释小额信贷为什么不受欢迎，或许与之有关系的正是小额信贷的严格规定及其施加于客户的时间成本。

标准小额信贷模式的严格及规范意味着，一方面，由于组员需要对彼此负责，因此那些不喜欢掺和别人生意的女士便不愿参加；另一方面，组员或许不愿组里吸收那些他们不熟悉的人，因此他们会歧视新人。组员要承担共同责任这一规定会排除那些想要冒险的人：作为一个组员，你总会想让其他组员尽量安全地操作。

贷款支出一周后开始每周还款，这对于那些急需用钱的人来说并不

现实，因为他们不确定自己什么时候能够开始还款。小额信贷机构的确认识到了这一点，有时他们将紧急的医疗支出排除在外，但这只是人们需要紧急贷款的众多原因之一。例如，你的儿子突然得到一次学习机会，这对他的事业有很大帮助，但学习费用是100万卢比（购买力平价179美元），需要下周日付款。或许，你会向当地放债人借钱来支付学费，然后开始寻找另一份工作，这样就可以还清贷款。然而，小额信贷不会为你提供这种灵活的选择。

同样的要求还会阻碍人们选择一些赚钱慢的项目，因为他们每周都需要有足够的流动资金按期还款。罗西尼·潘德和埃里克·菲尔德劝说印度的一家小额信贷机构——位于加尔各答市的村庄福利协会，允许一组随机选择的客户在得到贷款两个月之后开始还款，而不是一周之后。当对稍后还款的客户与遵循标准还款期限的客户进行对比时，他们发现，前者更可能会做更大更冒险的生意，比如买一台缝纫机，而不是仅仅倒卖莎丽服。这意味着，他们将来或许能赚到更多的钱。然而，尽管客户满意度出现了明显的上升，这家小额信贷机构依旧决定重新采用传统模式，因为新贷款小组的违约率（虽然非常低）比原计划高出8%。

总而言之，小额信贷机构对于零违约率的关注确定了它们对其潜在借款人的严格要求。小额信贷精神与真正的企业家精神之间显然存在着一种紧张的关系。因为，企业家精神常常意味着冒险，而且无疑还有偶尔的亏损。例如，在备受争论的美国模式中，破产情况时有发生（或者至少曾经是这样），这并不会留下污点（恰恰与欧洲模式相反），这与企业家文化的活力有着很大关系。相反，小额信贷的规则不容忍任何失败。

小额信贷机构坚持零违约率是否正确？从社会及商业角度来看，这些机构能否做得更好？如制定一些为违约留有一丝余地的规则。小额信贷机构的大多数领导都坚信，情况并非如此，对违约放松限制会产生灾难性的后果。不过，他们或许是对的。毕竟，他们的经营环境使其几乎没有任何其他选择，如果客户拒不还款，就意味着他们将像银行一样，不得不依赖烦琐的诉讼程序来催款。从很多层面来看，他们的成功源于将还款设定为一种固定的社会契约，由整个社区来确保还款，而小额信贷机构会继续提供贷款服务。这种逐渐建立起来的信任或许可以解释，为什么很多小额信贷机构放弃了承担共同责任的正式要求。的确，一项研究表明，只要客户们定期会面，无论他们是否承担共同责任，他们在还款方面无任何差别（另一项研究发现，如果客户不是每周会面，而是

每月会面，那么该小组的社会关系就会建立得较慢，其违约率最终也会上升）。

然而，基于共同责任的社会平衡及不断发展的关系似乎并不稳定。如果我还款的理由有二，一是所有人都还了款，二是我将来还会得到新的贷款，那么与我是否还款紧密相连的是，我对别人正在做什么以及这一组织的将来是怎样看的。的确，如果我相信每个人都会违约，那么我会认为该机构就要破产，并因此不再从那里贷款。结果，当信念有所改变时，情况很快就会有改变了。

这就是斯潘达纳公司发生的情况，该公司位于安得拉邦的克里斯那地区，这里是印度小额信贷运动的中心地带。该地区的一些官僚及政客们热衷于推广自己的小额信贷品牌，并且决定摆脱竞争。突然，在2005年的某一天，一家当地报纸（在某种意义上是伪报纸）登满了关于蕾迪的故事。有些故事说她逃到了美国，另一些故事说她杀死了自己的丈夫。其中的隐含意义是，斯潘达纳公司已经没有未来了，因此偿还该公司的贷款已经没有任何意义。我们看到的一张“报纸”称，蕾迪自己甚至建议他们违约，因为她已经赚够了钱，并且打算退出了。

这种彻底毁掉一家机构的方式，确实是改变人们信念的一种高超手段：让人们相信一家小额信贷机构没有未来，这是确保其真正没有未来的最简单的方法——因为这样一来，使每个人的收益最大化的做法就是违约。蕾迪几乎要发疯了（虽然她对于自己逃到美国躲债的想法感到可笑——毕竟，借款人手里有她的钱，而不是恰恰相反），但她决定发起反击。她开车跑遍了国内，出现在每个小城镇及大村庄的会议上。她说：“我还在这里，没有去任何地方。”

这一特殊的危机因此而扭转，但几个月之后，即在2006年3月爆发的一则新“丑闻”中，该公司的弱势再次被揭露。这一次，斯潘达纳公司及Share公司（其竞争者之一）被控与大量农民自杀有关。根据媒体一系列新的报道，贷款负责人逼迫客户过度借款，然后对其施加不公正的还款压力。这两家小额信贷机构明确否认了这一指控，但在问题得到解决之前，克里斯那地区行政长官判决，任何人向斯潘达纳公司或Share公司还款皆是“非法”的。几天之内，克里斯那地区几乎所有的客户都停止了还款。在危机期间，斯潘达纳公司在克里斯那地区的未偿还本金约为5.9亿卢比（购买力平价为3 450万美元），占斯潘达纳公司2006年在印度15%的总贷款额。

各家小额信贷机构的领导纷纷上诉，这一判决结果很快被废除了，

但损失却已然铸成。人们还款是因为别人都在还款，而一旦人们停止还款，便很难再重新开始。一年之后，70%的未偿还本金仍未到账。自那时起，斯潘达纳公司的贷款负责人便开始前往每一个受影响的村庄，向他们的客户提供新贷款，但前提是，他们要偿还以前的欠款（无额外利息）。这些提议在某些村庄的确有效，他们目前只需追回一半的未偿还本金，但让别人也照做的压力显然很大。在有些村庄，每个人都会还款。而在另一些村庄，每个人都拒绝还款，甚至包括那些只需几次还款就能得到新贷款的人。即使那些只需一次还款就能得到新贷款的人只还款约150卢比就能得到8 000卢比，他们可以用来还款或是拿在手里，然后再次违约，也还有1/4贷款未偿还。在这些违约者所在的小组中，一般都没有人还款。

尽管没有明确的政治干预，克里斯那还款危机仍在重演。2008—2009年，卡纳塔克邦和奥里萨邦分别爆发了KAS（另一家大型小额信贷机构）破产的事件。由于KAS失去了流动资金的获取渠道，无法发放新的贷款，所以每个人都停止了还款。2010年秋天安德拉邦危机几乎是2006年危机的重演，其所涉及的范围更广。政客们再一次将农民自杀当作攻击小额信贷机构的一种根据，而且在政府介入之后还款便完全停止。这将几家最大的小额信贷机构（SKS、斯潘达纳公司及Share公司）推到了濒临破产的边缘。这表明，小额信贷机构注重信念的掌控或许是正确的，因此他们有理由更加注重还款规则。即使是为了鼓励人们承担必要的风险而允许违约，也可能导致社会契约的瓦解，而这份契约正是使他们保持高还款率并享受较低利率的保障。

对还款规则的必要关注表明，对于想要扩大企业规模的企业家来说，小额信贷并非集资的最佳方式。就硅谷或其他地方的成功企业家来说，他们之中有很多人都会遭遇失败。我们看到，对于将大笔资金给予可能会失败的人，小额信贷模式的设计并不适用。这种危机并非出于偶然，也并非是由小额信贷的某种缺陷造成的。这是某些规则实施的必要附属品，这些规则允许小额信贷以低利率贷款给大量穷人。

此外，小额信贷甚至不是一种发现企业家的有效方式，包括那些将进一步创建大企业的企业家。小额信贷鼓励其客户进行安全交易，因此并不能发现敢于冒险的生意人。当然，凡事都有例外——每一家小额信贷机构都会在其网站上夸耀，描述那些小商店怎样发展成了连锁店，但这样的实例太少了。在第一个三年周期，斯潘达纳公司发放的平均贷款仅从7 000卢比（购买力平价320美元）增加至1万卢比（购买力平价

460美元)，而且几乎没有超过15 000卢比（购买力平价686美元）的贷款。在运营了30多年之后，格莱珉银行的贷款仍然很少。

较大公司怎样集资？

小额信贷不适用于那些借贷金额较大的人，然而，这或许也并不是绝对的。我们看到，相对于更富有的人来说，贫穷的借款人所受到的贷款限制可能更严格。或许这是一种自然的渐进过程——从一家小额信贷机构贷款作为起步，将生意做大，然后转向银行。

遗憾的是，情况似乎并非如此，经营状况稳定的公司更容易获得贷款。这类公司常常要冒这样一种风险，即对于传统放债人及小额信贷机构来说，它们的规模太大了；而对于银行来说，它们的规模又太小了。苗磊是中国杭州一位很有前途的商人，他接受过工程师的培训。2010年夏，他开始做起在当地各家公司安装计算机系统的生意。当时的的问题是，他首先需要购买硬件和软件，而他只有在安装完系统之后才能拿到钱。在这种情况下，没有人会贷款给他。有一次，他有机会竞标一份利润空间很大的合同，但他手头上的现金显然不够。然而，这一次的诱惑力非常大，他不顾一切地参加了竞标。他还记得自己在公司中标后的那些日子，为了筹钱而四处奔走，但似乎没有任何效果。一旦发生合同违约，他的事业就将终结。在绝望中，他决定玩一次更大的赌博。当时有一家国有企业的合同在竞标，苗磊知道，如果他中了标，他就会得到一笔预付款，用这笔钱他就可以完成第一份合同。然后，他或许可以用第一份合同赚的钱完成第二份合同。他决定全力以赴地竞标——他甚至愿意为了中标而花点儿钱。他还记得那个晚上，他正在等待中标结果。那天，他很早就让员工下班了，一连几个小时，他一直在空荡荡的办公室里走来走去。最后，他中标了，一切都如愿以偿。资金注入，随之而来的是提供贷款的银行家（一旦他的收入超过2 000万元，银行家就会找上门来）。当我们见到苗磊时，他正经营着4家公司。

苗磊拥有很好的学历背景，还具备一种合理的经商模式，但为了生存，他不得不铤而走险。那拉彦·摩尔西和南丹·奈尔肯尼等人尽管拥有印度著名技术学院的学历，却得不到一份贷款来创建印孚瑟斯公司，因为银行家提出，银行看不到贷款所需的抵押资产清单。今天，印孚瑟斯公司是全球最大的软件公司之一。我们可以想象，仍然有很多这样的人，他们无法实现自己的梦想，因为他们不能在适当的时间得到适当的资

金。

即使有些生意可以开始、维持下去并发展到一定规模，但在获取资金方面，它们似乎也要不可避免地受到限制。印度南部城镇蒂鲁布尔是印度最大的T恤产地（印度70%的针织服装都产自这里）。在该地区经营的这些公司在世界范围内享有盛誉，全世界的买主都会到这里下笔大订单。因此，该城镇吸引了全印度那些最有才华的纺织企业家，还有很多当地的企业家，即富裕农民家庭的子孙。毫无疑问，外来者都是这一行业的专家，他们所经营的公司比当地企业家创建的公司效率更高。无论是任何资金水平，这些公司的产出量及出口量都更多。不过，更令人吃惊的是，当地企业家创建公司的启动资金是那些外来者创建公司的三倍多。当地富有的企业家们不会借钱给那些外来者——这一行业的专家，即使没有任何经验，他们也会创建自己的公司。他们为什么会这样做呢？或者，为什么银行没有介入、帮助那些外来者开创更大的生意？答案是，即使是这样的大公司（一位外来者名下的公司平均有290万卢比的股本，购买力平价34.7万美元），也会遇到我们前面说过的那些问题。当地企业家们创建了自己的公司是因为他们信任自己的社区，而且他们并不确定外来者是否会还款。

发展中国家认识到了这一问题，并尝试利用规定使银行贷款给较大的企业。印度有一个“优先部门”规定，银行要向优先部门提供该部门贷款总额的40%，这些部门包括农业部门、小额信贷机构、中小型企业，也包括一些大公司（最大的公司比印度95%的公司还要大）。而且，公司显然能够高效投资部分资金。1998年，优先部门有所扩大，囊括了一些较大的公司，这些公司通过进入优先部门领域，用额外的贷款进行投资，赚了一大笔钱。贷款每增长10%，还款之后的赢利就会增加9%。这是一个很高的回报率。然而，今天的趋势是消除这种强制贷款，部分原因在于，银行抱怨，贷款给这些公司代价很高、风险很大。

有些人试图找出有潜力的新生意，然后提供投资。中国商人苗磊就是如此，或许这来源于他自己的经验。他从有潜力的新兴公司买入普通股，但我们并未看到中小企业类似的小额信贷变革；尚未有人搞清楚，怎样在大范围内有效地实现这一点。商业环境的改变（如法庭功能的改进）或许能对此有所助益。在印度，法庭诉讼程序的加快促进了还款行动的进行，也带来了更多的贷款及更低的利率。然而，问题却并没有因此而得到彻底解决。引入还债法庭增加了给予大公司的贷款，减少了给予小公司的贷款。这似乎是因为，银行官员发现，贷款给大公司赢利更

高，因为银行能够确保自身收回贷款。

最终，我们将这一问题归因于银行的结构。因为从本质上来说，银行是大型机构，很难鼓励自己的员工对公司进行监督、对项目进行跟踪，并做出赢利性投资。例如，如果银行决定因违约而惩罚贷款负责人（从某种程度上来说，银行必须这样做），贷款负责人便会寻找绝对安全的项目，而无名小公司的项目当然不在其列。未来的苗磊或那拉彦·摩尔西或许就得不到贷款。

小额信贷运动表明，尽管困难重重，贷款给穷人还是可能的。尽管有人会争辩，小额信贷机构的贷款在多大程度上改变了穷人的生活，但小额信贷机构已经发展成了其目前的规模，这一事实本身就是一个显著的成就。很少有项目会覆盖这么多的穷人。然而，该计划的结构是成功贷款给穷人的根本，我们也不指望其成为较大企业创建及筹资的踏脚石。对于发展中国家的金融业来说，下一个大挑战就是找到贷款给中等企业的方式。

第八章

节省一砖一瓦

几乎在任何一个发展中国家，从市中心驱车前往较为贫穷的乡村地区，令人印象最深的应该就是那些未建成的房屋。有的房子四面有墙但没有屋顶，有的房子有房顶却没有窗户，未建成的房屋可能只有一两面墙，房梁伸出了屋顶，墙上有画过的痕迹却不完整。在那里，我们看不到水泥搅拌机或泥瓦匠，大多数这样的房子只建了几个月。然而，在摩洛哥丹吉尔市一些较新的社区里，比较显眼的都是一些建好的、刚刚被粉刷过的房屋。

如果你问房主为什么保留未建成的房屋，他们的回答通常很简单：这是一种省钱方式。这种情况听上去很熟悉。当阿比吉特的祖父多赚了一点儿钱时，他就会多建一间房子。一次建一间房子，他家住的房子就是这样建成的。比较穷的人建不起一整间房子。阿比吉特家过去有过一个司机，他偶尔会请一天假，买些水泥、沙土和砖，然后盖房子。他的房子已经建了很多年了，一次只垒100块砖。

乍看上去，未建成的房子似乎并不是最具吸引力的省钱方式。人们不能生活在没有屋顶的房子里；只建了一半的房子下雨天会坍塌；如果在房屋建成之前急需用钱，那么房子就要在这种状态下出售，未建成房子的价值比最初买砖的成本或许还要低。出于这些原因，节省现金（如存到银行）似乎更实用些。等钱积攒到了一定的数目，他们就会至少建一整间带屋顶的房子，一次到位。

如果穷人仍然一砖一瓦地节省，那么原因一定是，他们没有省钱的更好方式。银行是还没找到一种吸纳穷人储蓄的方式，还是将会发生一场“小额储蓄革命”？或者是我们还未想到的一种原因，导致未建成的房屋成为一种具有吸引力的投资？我们是否应为人们超凡的耐心而感到震撼——他们每天的生活费常常低于99美分，而为了建成自己的房屋，他们很多年都享受不到一点点生活乐趣。或者我们应惊讶于这样一个事实，即如果一砖一瓦地建房是拥有一所房屋的唯一方式，那么他们为什么不存更多的钱，将房屋建得更快一些呢？

为什么穷人不能存更多的钱？

鉴于穷人几乎没有获取贷款的渠道，也没有有效的风险应对措施，他们不是应该尽量储蓄更多的钱吗？储蓄可以使他们在遭遇灾年或疾病时有所保障，还可以使他们做点儿自己的生意。

在这一点上，一个常见的反应就是，“穷人怎么存钱？他们没有钱啊？”但这仅仅是一个表面意义：穷人应该存钱，因为他们同所有人一样，都有一个现在和一个将来。他们今天只有一点儿钱，除非他们晚上能捡个装满现金的钱包，否则明天可能仍然只有一点儿钱。的确，他们应比富人有更多存钱的理由。如果他们存了一定的钱，将来就能躲过一场灾难。例如，通过这样一种金融缓冲，印度乌代布尔地区的贫穷家庭在钱花光时就不至于减餐，他们曾说减餐会使他们感到十分不快。同样，在肯尼亚，如果一个市场小贩患上了疟疾，那么他的家庭为了给他买药，就要拿出一部分运营资金，但小贩病好后却很难继续做生意，因为他几乎无货可卖。如果他们以前存了一些买药的钱，不就能避免这一切了吗？

维多利亚时代的人认为，这本来就是穷人的状态——耐心不够、不会未雨绸缪。因此，他们相信，避免穷人陷入懒惰生活的唯一方式就是，如果他们偏离正轨，就以极度贫苦的生活来吓唬他们。所以，他们有噩梦般的救济院（穷人住的地方），还有查尔斯·狄更斯笔下的欠债者监狱。有观点认为，穷人是一个完全不同的群体，天生就目光短浅，所以才会贫穷。这种观点一直以各种不同的形式延续多年。今天，在小额信贷机构的批评者当中，我们也看到了这一相同的观点，他们指责小额信贷机构助长了穷人的浪费之风。诺贝尔奖得主、“现代经济学之父”加里·贝克尔在1997年的一家报纸上称，拥有财富可以激励人们投入时间，变得更有耐心。其言外之意就是，贫穷会永久性地腐蚀人的耐心。

最近，小额信贷热衷者和其他一些人发起了一项运动，即认识每一个贫穷男人及女人内心的资本主义萌芽。这项运动使我们放弃了对于穷人的这种观点，即穷人并非无忧无虑的，也不是完全无能的。

我们在第六章关于风险及保险的部分提到，穷人实际上始终在担心未来（特别是潜在的灾难），他们会巧妙利用所有廉价的或昂贵的预防措施，降低他们会遇到的风险。穷人在管理自己的经济时，也会表现出同样的聪明才智。他们很少在正式的储蓄机构开户。在我们针对18个国家的调查数据中，在中等发达国家（例如印尼），7%的农村穷人及8%

的城市穷人都有正式储蓄账户。在巴西、巴拿马及秘鲁，这一比率低于1%。然而，这些国家的人们也会存钱。斯图尔特·卢瑟福是“安全储蓄”（SafeSave）的创始人，这是孟加拉国一家专门帮助穷人储蓄的小额信贷机构。卢瑟福在两本书中讲述了他们是怎样做到这一点的。即《穷人和他们的钱》（*The Poor and Their Money*）和《穷人文件夹》（*Portfolios of the Poor*）。作为这两本书的背景，孟加拉国、印度及南非250个贫穷家庭向调查研究人员描述了其每一笔经济交易，研究人员会连续一年对这些家庭进行走访，每两周一次。他们的一个主要发现就是，穷人找到了很多巧妙的储蓄方法。他们同其他储蓄者们结成“储蓄俱乐部”，其中每一位成员都要确保其他人能够实现他们的储蓄目标。自助小组在印度的某些地区非常流行，在很多其他国家也很常见。它利用全体成员积攒的储蓄，向其组员提供贷款。在非洲，最流行的方式是轮转基金——在说英语的非洲国家，更普遍地被称为“旋转木马”，而在讲法语的国家则被称为“唐提式保险”。轮转基金的成员会定期见面，每次见面时，所有人都将相同数量的钱存入一个公用钱罐。基于轮换的方式，每一次会有一个成员拿走整个钱罐。其他的储蓄安排包括，雇用收款员取走他们的存款并将其存入银行，将储蓄存给当地放债人并留下“看钱人”（免费或收取一点点儿费用、负责照看一小笔钱的熟人）。还有我们看到的，慢节奏地建造一所房屋。美国也有类似的机构，大多是在新移民的社区里。

珍妮弗·奥马是肯尼亚西部布玛拉小镇的一个市场小贩，她充分展示了其聪明才智。奥马贩卖玉米、高粱和豆子。在我们整个谈话期间，她熟练地挑选豆子，将白豆子放到一边，红豆子放到另一边。我们见到她时，她同时加入的轮转基金不少于6家，这些机构只是规模及见面频率有所不同。在其中一家，她每月存入1 000肯尼亚先令（购买力平价17.5美元），而在另一家，她每隔两个月会存入580肯尼亚先令（其中500先令存入钱罐，50先令用于支付茶水、甜点——这是会议场合的必要支出，另外30先令用于福利基金）。在另一家，她的存款为每月500肯尼亚先令，再加上200先令的额外储蓄。然后，还有一个每周轮转基金（每周150先令），有每周见面三次（50先令）的，每天都见面的（20先令）。奥马说，每个轮转基金都有一个独立而具体的目标。到小一点儿的机构存钱是为了她的房租（在她建房之前），而到大一点儿的机构存钱则为了一些长远的计划（例如修缮房屋或交学费）。奥马认为，与传统的储蓄账户相比，轮转基金有很多好处：不收取费用，可以进行小额储蓄，而且在每周存相同数量的钱之后，她会更快地取走钱

罐。此外，轮转基金还是一个寻求建议的好地方。

然而，她的储蓄文件夹中并不止6家轮转基金。2009年5月初（在我们见到她之前两个月左右），她从一家轮转基金中取走一笔贷款，用于购买价值6 000肯尼亚先令（购买力平价105美元）的玉米。她还是村储蓄银行的成员，在那里她开了一个储蓄账户，不过目前账户里没多少钱。账户里的钱被她用于在村银行购买了价值12 000先令（购买力平价210美元）的股票。连同她手中已有的一些股票（每张股票允许借款人从村银行借款4先令），她可以借到7万先令（购买力平价1 222美元），为自己建一栋房子。她还存了一点儿私房钱，分别藏在家里的不同位置，用于应对一些小危机，如健康需要等。不过，她还指出，有时健康储蓄也会用于招待客人。最终，很多人都欠了她的钱，包括她客户的1 200先令，还有村银行共同责任组以前一个成员欠她的4 000先令。这个成员已经违约了，他还欠银行6万先令（购买力平价1 050美元），导致该组全体成员都要为他垫资，而他目前仍在慢慢地还钱。

作为一位嫁给了一个农民的市场小贩，珍妮弗·奥马每天的生活费可能低于2美元。然而，她有一组精确协调的金融工具，我们常常会看到这种经济才智。

然而，穷人的所有储蓄才智可能仅仅展示了这样一个现象，他们无法拥有更常规、更简单的选择。银行不喜欢操作小额账户，主要是因为这方面的行政成本过高。吸收存款机构受到严格的监管，理由很充分，政府担心逃债者会卷走人们的存款——但这意味着，相对于银行希望从这类小账户中所赚的钱，操作每一个账户都需要银行职员做一些文案工作，他们很快就会觉得枯燥乏味的。珍妮弗·奥马向我们解释道，在村银行开储蓄账户并不是小额存款的好方法，因为取款手续费太高了。取款低于500先令收取手续费30先令，取款在500至1 000先令之间收取50先令手续费，而更大数目的取款将收取100先令的手续费。由于这一高昂的管理费，即使可以在银行开户，大多数穷人或许也不想这样做。

由于缺少获取适当银行账户的渠道，穷人会采取复杂而又利息高昂的存款策略。这一事实或许还意味着，如果他们有了一个银行账户，他们就会尽量存更少的钱。为了弄清事情的真相，帕斯卡利娜·迪帕和乔纳森·罗宾逊找到当地一家银行，支付了开户费，他们代表的是随机选择的一些小业主（自行车出租司机、市场小贩、木匠等）。这家银行在各个主要市场都设有办公点，小业主们都在这一地区做生意。这种账户不支付任何利息，反而在每次取款时还会收取一定的手续费。

几乎没有人使用这种账户，但约2/3的女性至少存过一次钱。而且，与没得到这一账户的女性相比，有账户的女性会存更多的钱，并会为自己的生意投入更多，在生病时取出运营资金的概率也更小。6个月之后，她们每天为自己及家里所购买的食物平均增加了10%。

尽管穷人能找到一些巧妙的存钱方法，但这些结果表明，如果银行开户费用更低，他们的生活就会变得更充裕一些。实际上，肯尼亚每个账户的开户费用为450先令，而在任何至少用过一次的账户存款，则平均需要5 000先令。这就意味着，如果迪帕和罗宾逊没有为那些贫穷的客户支付开户费，他们就要为拥有一个账户而支付近10%的“税费”，这还不包括取款的手续费。在这方面，我们还需要加上穷人去银行的成本，因为银行一般都在距离他们住所很远的城镇中心。在储蓄账户对穷人放宽经济政策之前，银行操作小额存款的成本必须有所下降。

在印度及其他地区盛行的自助小组推行了一种减少成本的方式，并提出了这样一种想法，即如果组员共用存款并协调他们的存取款，账户中的存款总量就会变大，那么银行将会很愿意接手。此外，技术也会发挥一定作用。在肯尼亚，M-PESA手机支付系统允许用户们将有存款的账户连接到他们的手机，然后用手机向其他人的账户汇款，进行支付操作。例如，像珍妮弗·奥马这样的人，就可以在当地任何一家是M-PESA关系户的杂货店存入现金。奥马因此会得到M-PESA账户，给在缅甸拉穆的表弟发个信息，他的表弟就可以凭借这一信息到当地的一家M-PESA关系户取款。一旦表弟将款取出，奥马M-PESA账户中的钱就会相应减少。一旦M-PESA账户与银行连接，人们就可以通过当地的M-PESA关系户进行汇款、转账，无须长途跋涉前往银行办理。

当然，没有任何技术可以消除对于银行账户管理的需求。问题的一部分来自这样一个事实，根据现有规定，只有银行的高薪职员才有权处理客户的存款，这或许没有必要。相反，银行可以利用当地店主收取存款，只要店主发给存款人一张票据，存款人就可凭该票据到银行取款，这样存款人就可以受到保护。接下来，确保店主不会卷走存款人的钱就是银行的责任。如果银行愿意承担这一风险——很多银行都愿意——那么管理者还在乎什么呢？这一认识近年来经过了系统的过滤，很多国家都通过了新的法律，允许这种形式的存款（例如，在印度，这种形式被称为“银行代理法案”）。最终，这种存款方式可能会改变整个存款业务体系。

目前，比尔和梅琳达·盖茨基金会发起了一项国际运动，旨在拓宽穷

人获取储蓄账户的渠道。小额储蓄将成为下一场革命。然而，缺乏正式的储蓄账户渠道是唯一的问题吗？我们是否应专注于将储蓄变得简单而安全？迪帕和罗宾逊的研究结果表明，这并不是问题的全部。首先，一个令人不安的事实就是，大多数男人都不使用他们的（免费）账户，很多女人也不使用或很少使用这种账户。40%的女性没有在这个账户中存过钱，很多人只用了很短的时间。在肯尼亚的一项研究中，只有25%的夫妇在免费得到的三个账户（夫妇俩一人一个，还有一个共同账户）中存过钱。而对于那些免费得到一张银行卡的人，这一使用率上升至31%，因为用银行卡取钱更简单、更便宜。储蓄账户显然帮助了一些人，但缺少这种账户并非是阻碍穷人存钱的唯一因素。

在前面的章节中，我们已经看到，有些人有大量的存钱机会，但他们并未加以利用：如陈耐市的水果小贩，她们每天早晨以每天4.69%的利率借款约1 000卢比（购买力平价51美元）。假设这些小贩决定连续三天少喝两杯茶，那么她们每天能节省5卢比，这样就可以少借一些钱。第一天她们可以少借5卢比，也就是说，到第二天快要过去时，她们可以少还款5.23卢比（少借的5卢比加上0.23卢比的利息）；第二天继续少喝两杯茶，她们就可以少借款10.47卢比；以这一逻辑来看，到了第四天，她们已经节省下来15.71卢比，可以用这笔钱来购进水果而无须再借款。然后，她们可以照常喝茶，但继续将三天来省下的15.71卢比用作周转资金（也就是说借款更少）。这一数目将逐渐增加，9天之后，她们就可以完全还清欠款。她们每天都可以省下40卢比，这相当于半天的工资，一切都来自6杯茶的价值。

关键在于，这些小贩似乎就坐在随处可见的摇钱树旁边，她们为什么不再用力摇一摇呢？

存款心理学

了解人们思考未来的方式，有助于解决这些明显的矛盾。安德烈·施莱费尔或许最能说明一种理论（他创造并推广了“噪音交易者”一词，用来描述天真的股票交易者的行为，他们受到那些无情的股票老手的剥削），即很多人有时会做傻事。他最近刚刚从肯尼亚回来，与我们分享了他在那里观察到的现象：一组修女耕种的田地非常肥沃，而她们邻居所耕种的田地却不怎么好。修女们使用了化肥和杂交种子。施莱费尔问我们，为什么会这样呢？这难道标志着农民们不够耐心（修女的职业或

许使她们更有耐心，因为她们相信来世的好处）？

他的研究触及了我们心中长久以来的一个谜团。在几年来所开展的调查中，迈克尔·克雷默、乔纳森·罗宾逊和埃斯特发现，肯尼亚西部布西亚地区只有约40%的农民用过化肥，而只有25%的农民每年都用化肥。他们做过这一实验，即向随机一组农民提供免费化肥，让他们在自己的地里用一小部分，然后与那些没使用过化肥的地对比。结果表明，使用化肥的土地年均收益多出70%：每支付1美元购买化肥，普通农民就可以额外收获价值1.7美元的玉米。那么他们为什么不多用点儿化肥呢？或许农民们不知道怎样使用化肥。或者，他们低估了化肥所产生的回报。如果真的是这样，那么至少那些免费得到化肥及高回报的农民会非常热衷于在下一个耕种季节里使用化肥。实际上，克雷默、罗宾逊和埃斯特研究发现，在一个季节里免费得到化肥的农民，他们在下一个季节使用化肥的概率平均增加了10%。但这仍然意味着，大部分农民都不使用化肥。这并不是因为他们对化肥不感兴趣：大多数农民都表示自己相信化肥的效果，而且起初还说过他们肯定会使用化肥。

我们问一些农民为什么他们后来没有使用化肥，大多数人都回答说，在耕种季节到来时，他们手头没有足够的钱买化肥。令人惊讶的是，化肥可以少量购买，因此即使对于只有少量存款的农民来说，这似乎也是一个不难抓住的投资机会。这表明，问题在于，在丰收至耕种期间，农民们甚至很难存下一点点钱。为家里存钱很难，因为他们总会有要用钱的问题出现（有人生病、有人需要买衣服、有客人需要招待），人们很难对这些问题说“不”。

我们还遇到了一个名叫威克利夫·欧迪诺的农民，他找到了一个解决该问题的方法。在收割之后，他总是针对是否买化肥做出决定。如果收成足以支付学费及一家人的口粮，他就会立即卖掉余下的农作物，用这笔钱购买杂交种子；如果还有多余的钱，他就会用来买化肥。欧迪诺会将种子和化肥储存到下一个耕种季节。他向我们解释说，他总是提前购买化肥，因为他知道，钱放在家里根本存不住。他说，只要钱一放在家里，就总会有事情发生，钱就会被花掉。

我们问欧迪诺，如果他买了化肥而家里有人生病了，他是否会以亏本价卖掉化肥？他的回答是，他觉得没有必要卖掉化肥。相反，他会重新评估事态的紧急程度，如果实在需要花钱而手中没钱的话，他会杀一只鸡或是兼职做自行车出租司机（他在农闲时也会做这样的兼职）来赚钱。欧迪诺认为，努力找到一种可选的解决方案，而不是花掉家里的

钱，这样做更有效。

因此，为了帮助这样的人，克雷默、罗宾逊和埃斯特设计了存款与化肥行动计划（Savings and Fertilizer Initiative, SAFI）。在收割过后——当农民们手中有钱时——他们得到一次购买一张优惠券的机会，他们可以凭券在耕种季节使用化肥。ICS（该地区一个非政府组织）执行了这一计划。化肥以市场价格出售，但ICS人员上门向农民们出售优惠券，而且可以在农民需要用化肥时送货上门。该计划将使用化肥的农民人数至少提高了50%。确切地说，这一计划的效果超过了给化肥降价50%的效果。正如克雷默所预计的那样，只要在正确的时间提供上门服务，农民们就会很愿意购买化肥。

然而，这并不能解释农民为什么不自己提前买化肥。大部分购买优惠券的农民都要求立即送货，他们会将化肥储存起来以备后用。换句话说，正如欧迪诺所说，一旦他们有了化肥就不会再卖掉。但是，如果他们真的需要化肥，为什么不自己去买呢？我们得到的答案是，化肥店在收割季节之后并不一定总有货，只是在更晚的时候或播种前才有货。对于欧迪诺来说，这并不是一个问题，因为他在做兼职自行车出租司机时，可以常常到城里看看化肥是否有货，而且可以在任何一家有货的店里买到化肥。而对于住得离城里较远的人来说，他们却很难做到这一点。这一小小的不便降低了人们的储蓄及生产效率，而我们要做的就是消除这个小障碍。

存钱与自我控制

印度水果小贩及肯尼亚农民的经历表明，有些人即使能够获取良好的存钱机会，也存不住钱。这说明，存钱的障碍并非全都来自外部压力，部分原因还在于人类的心理因素。

我们在第三章关于预防性医疗的部分讨论过，人脑会以不同的方式对现在和未来进行处理。本质上，我们似乎可以预见自己将来的行动，但这常常与我们今天的行为方式不一致。这种“时间矛盾”的一种表现形式就是，我们在花钱的同时，也在计划着将来省钱。换句话说，我们希望，“明天的自己”比“今天的自己”更有耐心。

“时间矛盾”的另一个表现形式就是，买下我们今天想要的东西（酒、糖或脂肪类食品，小饰品等），但计划着明天将钱花在一些更合理的地方（学费、蚊帐、修缮屋顶等）。换句话说，我们想象着会在将

来购买的东西，并不总是我们今天已经买下的东西。从这一意义上讲，酒对于很多人来说具有很大的诱惑力，它会使我们立即产生反应，却不会给我们带来任何预想的快感。相反，电视机或许不是一种有诱惑力的产品，但很多穷人都为了买一台电视机，计划并存上几个月或几年的钱。

一组经济学家、心理学家及神经病学家共同研究确定，这种决策上的分裂有其生理基础。他们让参与者们选择各种各样的奖品，通过使用有时间期限的礼品卡，可以在不同的时间点获取不同的奖品。因此，每位参与者都要做出很多决定。例如，现在收到20美元或两周后收到30美元（现在与将来）；两周后收到20美元或4周后收到30美元（将来与稍远的将来）；4周后收到20美元或6周后收到30美元（稍远的将来与更远的将来）。关键在于，参与者在做决定时会受到核磁共振成像扫描，他们脑部区域的运动将得到呈现。他们发现，只有在对今天与将来的奖品做比较时，脑部的边缘系统（应对即刻奖品的思维）才会产生运动。对于其他决定，无论做出选择的时间是怎样的，侧面的前额皮层（大脑更具计算能力的部分）在应对所有问题时，都会产生类似的紧张程度。

大脑的这种工作会摧毁很多良好的意愿。的确，我们看到很多这样的例子，如从新年决定到未实现的体操馆会员身份。然而，很多人（如欧迪诺）似乎完全意识到了这种不一致性。为了解决这一问题，他们谈到了以化肥的方式将钱冻结。他们似乎还确信，他们所面临的一些“紧急事件”，其实是一种具有诱惑力的产品。

在海得拉巴市，我们明确地问那些贫民窟居民，有些产品是否是他们愿意舍弃的。他们很快想到了茶、零食及烟酒。的确，从他们的答案及我们搜集的数据来看，他们的预算有很大一部分都花在了这些东西上。

鉴于这种自我意识，穷人的很多存款方式似乎都是为了保障钱的安全（既要防别人也要防自己）。例如，如果你想实现一个目标（买一头奶牛、一台电冰箱或是让房子有屋顶），加入一家足够实现这一目标的轮转基金，是一个不错的选择，因为你一旦加入，就要每周或每月存入一定数量的钱，而当你拿到钱罐时，你就有足够的钱去买你一直想买的东西，马上去买，以防钱从你手中悄悄溜走。要确保你的存款针对的是一个具体目标，一砖一瓦地建房或许也是一种办法。

的确，如果缺乏自我控制是一个非常严重的问题，那么雇用某人来强迫我们存钱或许是值得的。矛盾的是，有些小额信贷机构的客户或许

会为了存钱而借钱。我们在海得拉巴贫民窟遇到的一个女人告诉我们，她从斯潘达纳公司借了1万卢比（购买力平价621美元），然后立即将贷款存入一个储蓄账户。因此，她要向斯潘达纳公司支付24%的年利率，而从她的储蓄账户赚取约4%的利息。我们问她为什么这样做，她解释说，她的女儿已经16岁了，两年之后就会嫁人，而那1万卢比是女儿的嫁妆。我们问她，为什么不将支付斯潘达纳公司的钱直接存入她的储蓄账户，她解释说这是不可能的，因为总会有事情发生。

很明显，人们不应为了存钱而每天支付20%或更多的利息。设计一些具有小额信贷合同特色的金融产品，可以帮助很多人。一组研究人员与一家银行共同对菲律宾穷人进行研究，并开发出了这样一种产品：一种与每位客户储蓄目标绑定的新型账户。这一目标可以是一定数量的存款（客户要承诺在实现目标之前不会取款），也可以是一个取款日期（客户要承诺在这一日期之前不动用账户中的钱），由客户自由选择。但是，一旦做出了选择，计划就会生效，银行就可以强制执行。这一账户的利率并不比普通账户高。在一组随机选择的客户中，每四人中约有一人同意开户。在开户者当中，2/3的人会选择取款日期目标，而余下的1/3则选择存款数量目标。一年之后，尽管每四人中只有一人开户，那些选择这一账户的人，其账户的余额比对照组（没有选择这一账户）平均多出81%。然而，实际效果可能比预想的要小，因为尽管当时有不取款的承诺，但并没有推动客户存钱的动力，所以很多已开户的账户都处于休眠状态。

然而，大多数人宁愿不选择这样的账户。他们显然是在担心，自己或许无法承诺在实现目标之前不取款。迪帕和罗宾逊在肯尼亚便遇到了相同的问题——很多人并未使用提供给他们的账户，有些人是因为取款手续费太高，不想将自己的钱锁死在账户中。这凸显了一个有意思的矛盾之处：有些方法可以解决自我控制的问题，但要利用这些方法，则常常需要一种原初的自我控制。在另一项关于波玛拉市场小贩的研究中，迪帕和罗宾逊对此进行了很好的说明。他们注意到，很多小业主（或其家人）在生病时会丢掉生意，还要花钱买药。所以，他们想帮助人们专门存一笔钱，用于应付这样的意外事件，或是购买预防性医疗产品（如消毒液或蚊帐）。他们联系了几家轮转基金的会员们，给了他们一个有锁的箱子，专门用来存入应急健康款。有些人（随机选择的）得到了打开箱子的钥匙，而另一些人则没有拿到钥匙：当人们因健康问题需要用钱时，这家非政府组织的职员会来为他们打开箱子。给人们一个保障健康的箱子有助于他们将更多的钱花在预防性医疗措施上，但给他们一个

带锁的保障健康的箱子，结果恰恰相反，这有些出乎迪帕和罗宾逊的意料：他们根本就不会将钱存入箱子，因为他们担心在需要时会拿不到钱。

因此，意识到问题并不一定意味着这些问题就能够得到解决。这可能仅仅意味着，我们能够预见自己会在哪些方面遭遇挫折。

贫穷与自我控制的逻辑

由于自我控制很难实现，自觉的决策者们会采取其他行动，减少自己将来受到诱惑的可能性。一个明确的策略就是，不存那么多的钱，因为我们知道，明天我们就会把钱花掉：可能我们今天就经不住诱惑，这种关于诱惑的逻辑对于穷人或富人都一样，但后果对于穷人来说或许更为严重。

诱惑是生理需求（性、糖、脂肪类食品、烟等）的表现。在这种情况下，富人更容易满足“受到诱惑的自己”。在决定是否存钱时，他们认为，任何为将来而存的钱都会用于实现长期目标。因此，如果糖和茶是一种诱惑物的原型，那么富人不太可能会有所困扰——他们并不是不会受到诱惑，而是无须担心多喝一杯茶就会花掉自己辛苦赚来的钱。

这种效果会通过这样的事实得到加强，即穷人真正期望拥有的很多东西（如一台电冰箱或一辆自行车，或是自己的孩子上一所更好的学校）都较为昂贵，而他们的手中只有一点点钱（穷人会听到这样的声音，“你永远都买不起那台电冰箱，还是喝杯茶吧……”）。结果形成了一个恶性循环：对于穷人来说，存钱的吸引力更小，因为在他们看来，目标太遥远了，而且他们知道一路上会遇到很多诱惑。不过，如果不存钱，他们会一直穷下去。

对于穷人来说，自我控制更难实现还有另一个原因：无论是穷人还是富人，关于存多少钱的决定都很难做出，这些决定需要考虑到未来（对于很多穷人来说，想象未来可能是不愉快的），还要列出大量可能发生的事件，需要与配偶或孩子商量。我们越富有，这些决定就越容易做出。为了每周或每月都能存下钱，穷人需要一次又一次地克服自我控制问题。然而，自我控制就像一块肌肉：我们用这块肌肉时就会感到劳累，因此穷人很难存下钱也就不足为奇了。此外，穷人还生活在巨大的压力之下，而由压力产生的皮质醇会使我们做出更冲动的决定。因此，

穷人只能以更少的资源完成更艰苦的任务。

我们可以预见到，富人会根据其目前的资本净值存下更多的钱，因为今天的存款是明天的资本净值的一部分，这就会产生今天的资本净值与明天的资本净值关系的S形曲线。穷人存的钱较少，因此他们的未来资源一般也较少。随着人们变得越来越富，他们就会存下越来越多的资源。这也就意味着，富人比穷人拥有更多的未来资源。最终，当人们足够富裕时，他们不再需要为实现将来的目标而存下那么多财富，这与中产阶层的情况不同（这或许是他们省下钱来买房的唯一方法）。

在现实世界中，我们确实可以看到今天的资本净值与明天的资本净值之间的S形曲线。图8-1体现了泰国家庭1999年所拥有的资源与其5年后所拥有的资源的关系。这是一条平缓的S形曲线。今天较富有的人（拥有更多资源），明天一般会更富有，这当然没什么可奇怪的。较为突出的一点是，这一关系曲线在资源处于很低水平时表现得很平坦，但在完全变平之前突然有所上扬。

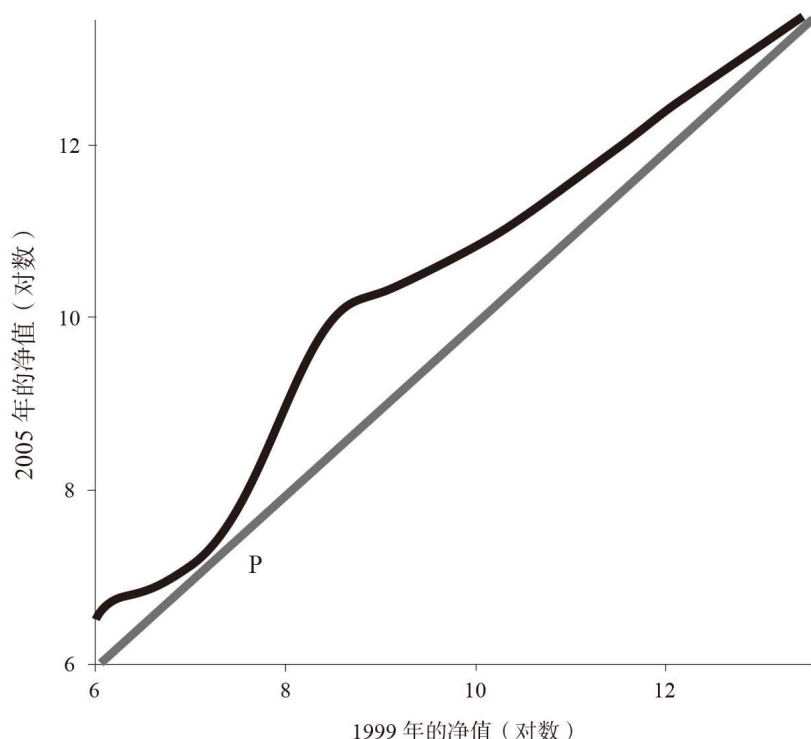


图8-1 泰国1999年与2005年财富对比

正如我们之前看到的那样，这一S形曲线会产生一个“贫穷陷阱”。那些从左边起步、财富曲线只到达45°角的人，他们的富裕程度不会超过这个点。他们的财富不会积累得更多——他们处于“贫穷陷阱”之中。然而，那些超过P点的右侧曲线正在存储更多的财富。穷人仍然处于贫穷状态，因为他们存的钱不够多。

逃出陷阱

存款行为关键取决于人们对未来的预期。对于那些认为自己有机会实现梦想的穷人来说，他们有充分的理由节衣缩食，将省下来的钱用作未来的投资。相反，那些认为自己没什么可失去的人，一般会做出反映这一绝望心态的决定。这不仅可以解释穷人与富人之间的差别，还可以说明穷人与穷人之间的不同。

水果小贩是一个很好的例子，迪安·卡尔兰完全还清了贷款。一段时期内，很多小贩都做到了没有负债；10周之后，菲律宾仍然有40%的小贩身无欠款。因此，这些水果小贩似乎有足够的耐心，可以在一段时期内摆脱欠款。然而，几乎所有小贩最终还是会欠款，通常是由一场灾难（疾病、紧急需求）导致的，而一旦这样的情况发生，他们并不能独立还清欠款。想要摆脱欠款与无法摆脱欠款之间的矛盾表明，自我控制很难发挥作用。

然而，乐观与希望却能够对此产生一定的影响。希望可以是很简单的，比如，你觉得自己一定能买下一直想买的那台电视机。在我们对斯潘达纳公司的小额信贷计划进行评估时，帕德马贾·蕾迪带我们到贡土尔市（该机构的创办地）贫民窟见她的客户——几个女人，她们给我们端上了茶水。我们听到她们在谈论，怎样通过削减茶叶、零食等花费改善她们的未来。

大多数小额信贷机构都不同意借款购买消费品——有些机构甚至会努力确保其贷款用于购买一些赚钱的资产。然而，蕾迪认为，只要她的客户用这笔钱实现了任何长期目标，就足够了。在蕾迪看来，要想摆脱贫穷，首要的步骤就是对长期目标进行思考，并习惯为此做出一些短期的牺牲。

在对斯潘达纳公司的小额信贷计划进行评估之前，我们问一些女性她们想在哪些方面省钱。其实，我们无须担心，蕾迪了解客户的所思所想。我们在第七章关于贷款的部分看到，获取小额信贷的最明显影响之

一就是，减少在一些物品上的消费（茶叶、零食、烟酒等）。对于那些因该计划获取小额信贷的家庭，每个家庭每月在这些物品上的总消费减少了约100卢比（购买力平价5美元），或者相当于普通家庭消费的85%。就一份1万卢比的贷款（20%利率）来说，这方面消费的减少可以支付每月还款的10%左右。后来，我们在摩洛哥的农村地区发现了类似的情况：有些客户削减了社会消费，并为自己存下了钱。

当然，就实现穷人的一些长期目标而言，小额信贷只是我们为他们想到的很多种方法之一。为他们的孩子提供更好的教育，或许也会产生同样的效果。而为他们提供一份稳定安全的工作，则是我们在下一章将会讨论的问题。我们或许可以为他们提供医疗或自然灾害的保险，这样他们就无须担心自己的成果会毁于一旦。或者为他们创建一种社会安全网络：如果人们的收入下降到一个特定范围，他们就可以得到一个最低收入支持，这样，他们就无须担心没钱存活下去了。这些方法可以为人们提供一种安全感，从而鼓励人们存钱，减少人们的压力，让他们对未来抱有希望，这两方面直接关系到决策能力。

更重要的是，一点儿希望、保障及安慰可以成为一种强大的激励措施。我们都很容易过上一种安稳的生活，制定一些我们有信心实现的目标（一张新沙发、50英寸的平板电视、第二辆汽车等），寻求一些机构（储蓄账户、养老金计划、住房贷款等）的帮助。然后，像维多利亚时代的人那样，依据动力与规则行事。但实际上，人们总会担心，他们会宠坏那些懒惰的穷人。而我们认为，在很大程度上，情况恰恰相反：当你想要的一切看上去都很遥远时，你很难感受到动力。将目标设置得更近一些，或许是穷人实现这些目标的有效方式。

第九章

不情愿的企业家们

很多年前，在飞机上坐我们旁边的一位商人曾对我们说，20世纪70年代中期，他从美国读完MBA回到印度，他的叔叔带他去体验一种真正的企业家精神。那是一个早晨，他和叔叔动身前往孟买股票交易所。然而，他们并没有进入交易所所在的那座现代化的大楼，他的叔叔让他观察坐在路边的4个女人，她们面向着交易所前方的那条路。这位商人和他的叔叔在那儿站了一会儿，观察着那4个女人。她们几乎什么也没做，但是当来往车辆不多时，她们偶尔起身从路上捡点儿什么，放入她们身边的塑料袋里，然后坐回原位。反复几次之后，他的叔叔问他是否知道他们在干什么，他坦然承认自己一头雾水。于是，他的叔叔解释说，每天黎明之前，这几个女人都会去海边收集湿海沙，然后在交通繁忙之前将海沙平铺在路面上，当车子碾过路面的海沙时，车轮散发的热气会烘干海沙，而她们所要做的就是，偶尔起身捡起表层干燥的海沙。几天之后，她们就会积攒很多干燥的海沙，并将它们带回贫民窟，用由废旧报纸做的小口袋装好，拿到市场上去卖。当地妇女用干沙擦洗盘子。他的叔叔认为，这就是真正的企业家精神：如果你所拥有的不多，那么就用你的聪明才智，做到从无到有。

贫民窟的女人为了谋生，会充分利用孟买的商业契机，这展现了穷人所具备的创新与企业家精神。在本书中，我们讲述了一些小企业主创新自强的故事。对于近期的小额信贷“社会交易”运动来说，这是一种有力的推动。因为，这一运动的前提就是，穷人天生就具备企业家的潜质。因此，只要为他们提供适当的环境及在起步时的一点儿推力，我们就能够消除贫穷。国际社区援助基金会是世界上最大的一家小额信贷机构，其首席执行官约翰·凯奇曾说过：“给贫穷社区一些机会，然后就放手。”

然而，或许还有这样一些令人惊讶的例子，如果你真的放手，穷人似乎并不会有所作为。自2007年起，我们一直与AL Amana（摩洛哥最大的一家小额信贷机构）共同评估小额信贷业务对农村社区的影响。这些社区以前从来没有接触过正式的金融渠道。约两年之后，很明显，AL

Amana并没有在农村实现预期的客户人数。尽管选择性有限，但对贷款感兴趣且具备条件的家庭仍然不到1/6。为了找到原因，我们同AL Amana的几位员工来到一个名为哈福莱特的村庄（那里没人贷过款），对那里的几个家庭进行了家访。我们见到了阿拉·本·希达，他有三个儿子和两个女儿，都已长大成人。希达还有4头牛、1头毛驴和8棵橄榄树。他的一个儿子参军了，另一个儿子负责照看牲畜，而第三个儿子却整天无所事事。我们问希达，是否愿意贷款多买几头牛，让他的第三个儿子负责照看。他解释说，家里的地太少了——如果买更多的牛，可能就没有地方放牧了。在离开之前，我们问他是否需要贷款买点儿什么，他回答说：“什么都不用买，我们拥有的东西已经足够了。我们可以把牛卖掉，还可以卖橄榄。这对于我们一家人来说，已经足够了。”

几天之后，我们见到了AL Amana的创始人兼首席执行官福阿德，他是一个充满热情、极具才智的人，以前是一名政治积极分子，曾因犯政治错误蹲过几年监狱，他一直致力于改善穷人的生活。我们一起探讨了小额信贷的低需求问题，还特别提到了希达的故事——他确信自己不需要更多的钱。福阿德为希达设计了一个明确可行的计划。他可以贷款建一座牛棚，然后再买4头小牛，这样他就不用再到田里放牧了，可以在牛棚里喂养它们。8个月之后，他就可以将牛卖掉，并得到一笔丰厚的利润。福阿德认为，如果有人将这一切告诉希达，他一定会被说动，并会决定贷一笔款。

福阿德的热情与希达的固执形成了鲜明的对比，这令我们颇为震惊。然而，希达并不甘于一直贫穷下去：他为自己的一个儿子感到骄傲，这个儿子一直在接受护士培训，是军队里的一名护理人员。他认为，自己的儿子一定有机会过上更美好的生活。那么，福阿德的想法是否正确，希达真的只需要得到一个商业指导计划就可以了么？还是说，希达大半生都从事的养牛生意给我们传达了一个重要的信息？

穆罕默德·尤努斯创立了世界著名的格莱珉银行，他常常将穷人称为“天生的企业家”。还有，已故的商业巨头普拉哈拉德也曾劝告商人们，应更加关注其所谓的“金字塔底”。这表明，在大企业和高等财政部门的参与下，具有企业家精神的穷人有助于扶贫政策的实施。公共行动的传统策略已得到个体行动的补充，这些行动常常是由企业界的一些领导人做出的，主要是为了帮助穷人挖掘其企业家的潜力。

小额信贷运动中的很多人都同意尤努斯的世界观，认为每个人都有成为成功企业家的潜质。有两个明确的原因甚至可以证明，穷人或许会

发现更好的机会。第一，他们从未得到过一次机会，所以他们的想法可能更新颖。第二，目前市场通常忽视了“金字塔底”。因此，他们称，创新可以改善穷人的生活，是一种可以轻松摘到的果实，而且能够想象出穷人未来的只有他们自己。

没有资本的企业家

的确，每一家正规的小额信贷机构都有自己的网站，上面有很多成功客户的故事，其成功都是因为他们抓住了一次致富的非凡机会。这些故事都是真实的，我们就曾见过这样一些客户。在安得拉邦的贡土尔市，我们见到了一位斯潘达纳公司的客户，她通过收集垃圾并分类，成功地开创了自己的事业。一开始，她只是一个收垃圾的，处于印度经济社会阶层的最底层。用来自斯潘达纳公司的第一笔贷款，她还清了从一个放债人那里借的钱（利率很高）。她知道，从她那里买垃圾的公司会对垃圾进行分类，然后再卖给回收公司——例如废旧灯泡、塑料制品、肥料有机物都含有残留的铁和钨。于是，为了多赚一些钱，她决定自己对垃圾进行分类。通过第二笔贷款及第一笔贷款赚的钱，她买了一辆手推车，这样她就可以收集更多的垃圾。由于要对垃圾进行分类，她让自己的丈夫也来帮忙。她的丈夫过去大多数的时间里都在喝酒，现在则开始给她帮忙。这样一来，他们赚到了更多的钱。在获得第三笔贷款之后，他们开始从别人那里收购垃圾。当我们见到她时，她已掌控了一张很大的垃圾收集网络。她不再是一个收垃圾的，而是一位垃圾收集活动的组织者。而且，她的丈夫这时也有了一份正式的工作；我们看到他时，他正拍打着一块金属，表情严肃，似乎有点儿闷闷不乐。

小额信贷机构会宣传他们最成功的借款人的故事，但这些企业家在没有接触小额信贷时就已经成功了。1982年，在中国浙江省的绍兴市，徐爱华是村里最优秀的中学生之一。她的父母都是农民，与所有人一样，手里几乎没有现钱。然而，徐爱华非常聪明，村里决定送她去当地的一家时装设计学院学习一年（不过，当时每个人都穿着中山装）。村里认为，日后，她定能在乡镇企业中担任领导，这些企业都是改革开放初期成立的。但是，当她接受完培训回到家时，当地的长者们犹豫了——毕竟她只是一个不满20岁的女孩子。因此，她无声无息地待在家里，一直处于失业状态。

徐爱华不愿意闲着，她决定自己做点儿什么，但她的父母太穷了，

根本帮不上忙。于是，她借来一个扩音器，在村里走街串巷，说她可以教小女孩做衣服，只收取15元学费（购买力平价13美元）。她招收了100名学生，拿着收来的学费，她买了一台二手缝纫机，还有当地国有工厂一些多余的布料，然后开始教学。在课程结束时，她留下了8名最优秀的学生，并开了一家服装店。女孩们每天早晨都背着自己的缝纫机（每个人都让自己的父母买了一台）来这里裁剪制衣。她们为当地工厂的工人制作工作服。一开始，她们都在徐爱华的家里工作，但随着生意的扩大，徐爱华培训并雇用了更多的人，她们就搬到了从村政府租来的一栋楼中。

到1991年，徐爱华积攒了大笔做生意赚来的钱，可以买60台自动缝纫机（价值54 000元，购买力平价27 600美元）。在8年里，她的固定资产总额增长了100多倍，每年增长80%。即使我们考虑到每年10%的通货膨胀率，（刨除通货膨胀率之后）每年超过70%的实际增长率也是令人震惊的。此时，她已经是一位成功的企业家了。不久，出口合同接踵而至。现在，她的销售客户是美国梅西百货公司、贝纳通公司、杰西潘尼公司及其他一些大型零售机构。2008年，她首次向房地产领域投资2 000万元（购买力平价440万美元）。因为据她所说，她有大量的闲置资金，而大多数人则没有。

当然，徐爱华并不是一个典型的例子。关于穷人创业精神的故事不在少数，穷人当中也不缺少企业家。在我们针对18个国家的调查数据中，城市地区50%极度贫穷的人都从事着非农业生意。即使在乡村极度贫穷的人当中，很多人也都从事着非农业生意（从乌代布尔的7%到厄瓜多尔的50%），还有很多人经营着自己的农场。在这些国家中，贫穷程度较低的企业家人数是大致相同的。我们将这一情况与经合组织的平均数据进行对比后发现，12%的在职人员称自己属于个体经营。就从事的职业来说，与发达国家的收入人群相比，贫穷国家的大多数收入人群似乎更具企业家精神——穷人在这方面并不比别人差，这一看法激发了哈佛商学院教授塔伦·卡纳创作了《亿万企业家》（*Billions of Entrepreneurs*）一书。

穷人企业主的人数令人印象深刻，一切似乎都对穷人成为企业家不利。他们所拥有的资金较少，几乎无法获取正式的保险、银行服务及其他廉价金融渠道。对于那些无法从朋友或家人那里借到足够钱的人，放债人是自由贷款的主要渠道，他们每月需要支付的利率为4%或更高。因此，穷人很难为经营一种合适的生意而做出必要的投资，他们更容易受

到来自这种生意的附加风险的影响。然而，他们仍像富人那样努力挤进商界，这一事实常被认为是其企业家精神的体现。

然而，即使在支付高昂的利率之后，穷人仍能够还清贷款（我们已经看到，他们几乎不会违约）。这一事实无疑意味着，他们每一卢比的投入一定能获取更高的回报。否则，他们就不会借钱了。这表明，他们所投资的领域具有高回报率。他们中的很多人一年能够还款50%，而即使你投资道琼斯也不一定能收回这么多钱，何况在当今这一时期，人们投资的长期平均收益每年也只有9%。

当然，并非所有人都借钱。或许，只有少数收益较高的企业家会这么做，而其他所有人的收益都很低。然而，在斯里兰卡开展的一个计划却证明事实恰恰与此相反。很多小企业主——零售店、修理店、蕾丝制作者等——受邀参加一次抽奖，中奖者可以得到一笔价值1万或2万卢比（购买力平价250美元或500美元）的商业赠款。

这笔赠款用全球标准来衡量并不算多，但对这些企业来说也不算少；对于很多人来说，250美元是他们起家的全部资金。中奖者可以很好地利用这笔钱。对于普通生意者来说，250美元的第一笔回报是每年60%以上。随后，墨西哥也在小企业当中开展了这一活动，其回报率更高，每月达到10%~15%。

孟加拉国一家大型小额信贷机构孟加拉农村发展委员会制订了一个计划，并在很多发展中国家实行。结果表明，只要得到恰当的帮助，即使最穷的人也能成功经营一些小生意，并通过这些小生意改变自己的生活。在这一计划中，孟加拉农村发展委员会挑选了一些最穷的人，这些人大多依靠施舍生活。小额贷款机构一般不会贷款给这样的客户，认为他们没有能力经营某种生意，也没有能力定期偿还贷款。为了帮助这些人起步，孟加拉农村发展委员会设计了这样一个活动，给他们一种资产（一对奶牛、几只山羊、一台缝纫机等），还有几个月的小额经济补助（用作运营资金，确保他们不会将资产卖掉），还为他们组织了一些活动：定期开会、开办扫盲班或鼓励他们每周存一点儿钱。该计划的影响因素目前正以随机对照实验的形式在6个国家展开，在该计划启动之前，我们对一些为此而挑选出来的家庭进行了走访，听说了很多有关危机与绝望的故事：丈夫是一个醉汉，常常打他的妻子；有人年纪轻轻就在事故中丧生，留下一家人无人照看；一个寡妇被她的孩子遗弃等。但两年之后，差别显而易见：与其他未参与该计划的极度贫穷家庭相比，参与家庭得到了更多的牲畜及其他资产。他们每月的总支出上涨了

10%，食品支出是增长最多的一部分。而且，他们不再抱怨吃不饱饭。令人印象尤为深刻的是，他们的人生观似乎也有所改变，在描述自己的健康、幸福及经济状态时更积极。他们可以存下更多的钱，对于资产管理也信心满满。

当然，两年之后，他们的消费水平只上涨了10%，这意味着他们仍然很穷。但最初的馈赠及支持似乎开启了一个良性循环：只要能够得到机会，即使遭受过重创的人，也能够对自己的生活负起责任，并摆脱极度贫穷。

穷人的生意

看到这么多人在面临困境时都成了企业家，我们很容易就能理解尤努斯和福阿德投资于穷人的热情。然而，这一现状下仍然隐藏着两个问题：第一，虽然很多穷人都在经营着生意，但他们经营的都是一些小生意；第二，在大多数情况下，这些小生意赚不了多少钱。

不赚钱的小生意

在我们针对18个国家的调查数据中，穷人经营的大部分生意几乎都不雇用员工，平均员工人数从摩洛哥农村的0人到墨西哥农村的0.57人。这些小生意的资产一般也非常有限。在海得拉巴市，只有20%的生意有自己的办公场所；几乎没有任何机器或交通工具，最常见的资产就是桌子、尺子和推车。

显然，如果这些人的生意做得又大又成功，那么他们就不会这么贫穷了。问题在于，尽管社会中不乏垃圾收集者以及徐爱华之类的例子，但穷人经营的大多数生意都难以发展到这种程度（有自己的员工及资产）。例如，在墨西哥，2002年时，每天生活费低于99美分的人15%有自己的生意，而三年之后，当这些家庭再次接受家访时，只有41%的生意仍在运营之中。在两个阶段接受调查的穷人企业当中，1/5的企业在2002年时没有雇用员工，到2005年时雇用了一位员工。然而，在2002年时雇用了一位员工的一些企业，到2005年时却没有员工了。同样，在印度尼西亚，只有2/3的穷人企业能够存活5年。而且，在这些存活下来的企业当中，雇用一位员工以上的企业在5年间并未增加。

穷人企业的另一个特点就是，他们一般很难挣到很多钱。我们对海

得拉巴市小生意的赢利及销售情况进行了估算：平均销售额为每月11 757卢比（购买力平价730美元），平均每月赢利（刨除租金）为1 859卢比（购买力平价115美元）。在我们关于海得拉巴市的调查数据中，15%的生意在过去一个月里都在赔钱。我们还对家庭成员付出的时间进行了评估，他们的报酬率低得只有每小时8卢比（即使他们一天干8小时，也只能拿到最低工资），平均收入甚至有些入不敷出。在泰国，这种规模的企业在扣除经营成本、不计算劳动时间的情况下，其平均年收益为5 000泰铢（购买力平价305美元）。7%的家族企业在过去一年里赔了钱，而这还没有刨除家庭劳动力的价值。

穷人经营的生意只能产生较低的利润，这也说明了为什么小额信贷似乎很难彻底改变他们的生活。如果穷人经营的生意都不赚钱，那么给他们提供一笔做生意的贷款根本不能改善他们的生存状况。

边际收益与平均收益

不过，我们不是刚刚才说过，投资于这些小生意的收益很高吗？

这里令人迷惑的是关于“收益”一词的两种用法。经济学家将收益分为以一美元计算的边际收益和一种生意的总体收益。以一美元计算的边际收益可以回答的是：“如果你多投资一美元或少投资一美元，那么你的总收入除去所有运营成本（不包括利息）后是怎样的？”边际收益将决定是否应减少投资（或增加投资）：如果少投资一美元可以使你少借一美元，你就可以少还4%的本金及利息，那么在边际收益少于4%的情况下，你就会愿意进行投资。因此，如果人们每月借款的利率为4%，这就意味着，他们的边际收益至少为4%。从前面的例子我们可以看到，穷人所经营的生意具有很高的边际收益。

另外，一种生意的总体收益是指除去所有运营花费（材料成本、付给员工的工资等）之后的总收入。通过考察总体收益，你可以决定是否应涉足这种生意。如果这一收益不足以抵消你在这上面花的时间及成本，而且你认为情况不会很快得到改善，那么你就应停工。

然而，一个矛盾之处就是，在边际收益很高的情况下，总体收益可能会很低。在图9-1中，曲线OP代表公司投资总量（以横轴OI衡量）与总体收益（以纵轴OR衡量）之间的关系，也就是经济学家所谓的“生产技术”（production technology）。相对于K的投入资金，曲线的最高点就代表总体收益。加入边际收益会使曲线高度产生变化，即从K变为K

+1。由此我们得知，当公司的投资增加时，总体收益也会增加。

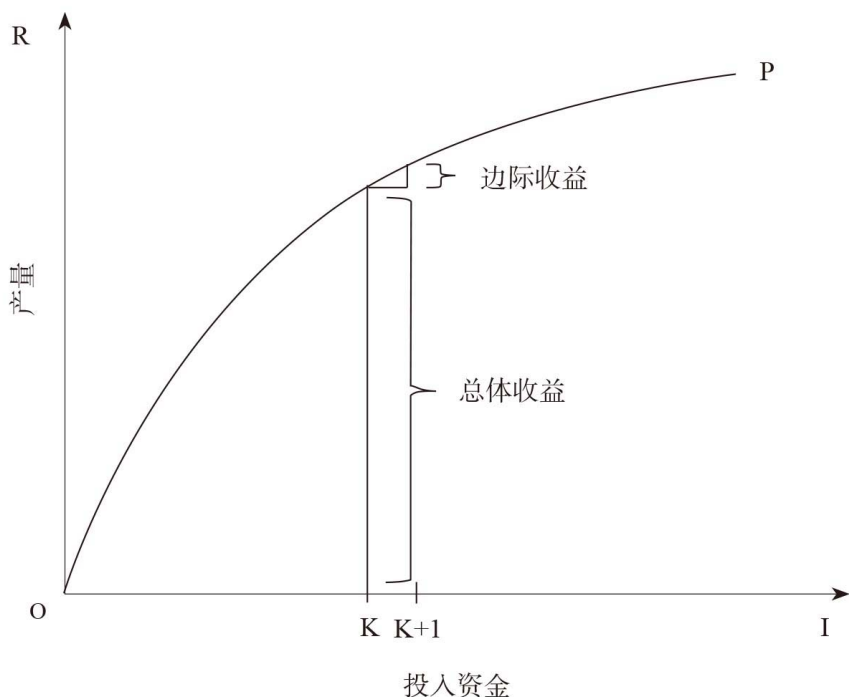


图9-1 边际收益与平均收益

图9-1的曲线很像我们在第一章讨论过的曲线L：收益起初很高，然后逐渐降低。当投资小时（最靠近O），OP线最陡，然后逐渐变平（慢慢靠近P）——这就意味着，当最初的投资较小时，增加投资就会最大化地增加收益，而这种增长最终会逐渐消失。换句话说，当投资较少时，边际收益就会很高。

要想进一步了解这一概念，我们可以假设某人刚刚在家里开了一家店。她花了点儿钱做了一些货架和一个柜台，之后手里就没钱进货了。所以，她这笔生意的总体收入为零，并不足以抵消做货架的花费。然后，她的妈妈借给她10万印度尼西亚盾（购买力平价18美元），她用这笔钱买了一些饼干，放到货架上卖。邻区的孩子们看到这种饼干，正是他们喜欢吃的那种，于是跑来买走所有的饼干。她赚了15万印度尼西亚盾。就她妈妈提供的贷款来说，每一印度尼西亚盾的边际收益为1.5印度尼西亚盾或50%净收益，这种状况如果能持续一周也不错。然而，总体收益只有5万印度尼西亚盾——这并不足以抵消她所付出的时间，还有做货架和柜台的成本。

接下来，这位店主又贷款300万印度尼西亚盾，买来足够的饼干和糖果，摆满了整个货架。于是，孩子们和他们的朋友都来光顾，她一下子卖掉了很多货物。但是，在一些新顾客到来时，有些饼干已经开始变质了，卖不掉了。不过，她在一周之内赚了360万印度尼西亚盾，此时的边际收益低于50%——她的投资增长了30倍，但她的总收入只相当于以前的12倍。不过，此时她的总体收益达到了60万印度尼西亚盾（购买力平价107美元），足以将这一生意维持下去。

对于很多穷人来说，这就是现实。那些空空的货架并不是我们想象出来的。我们在印度卡纳塔克邦北部古尔伯加镇郊区（距海得拉巴市车程约5小时）看到，一家商店的存货就是很多摆在一间昏暗的房间里的空塑料罐子。不一会儿，我们就列出了它的全部存货清单。

印度卡纳塔克邦农村一家普通商店的存货清单

1罐美味小吃

3罐软糖

1罐加1小袋包装硬糖

2罐鹰嘴豆

1罐速溶咖啡

1袋面包（5片）

1袋扁豆小吃

1袋薄脆饼干（20块）

2袋饼干

36根卫生香

20块力士香皂

180份潘帕拉（槟榔和嚼烟的混合物）

20袋茶

40袋好地粉（姜黄粉）

5小瓶爽身粉

3包香烟

55小袋比迪斯（细细的香烟）

35大袋比迪斯

3袋洗衣粉（每袋500克）

15小包饼干（曲奇）

6袋独立包装的洗发剂

我们对这家商店进行了两个小时的拜访，在此期间，我们看到了两位顾客。一位只买了一根香烟，另一位则买了几根卫生香。显然，如果这家商店稍稍扩大经营规模，它就极有可能产生很高的边际收益；如果它能够进一些同村其他商店没有的货物，那么它的边际收益就会更高，但总体收益却很低：在销售量偏低的情况下，整天经营着商店并不值得。

在发展中国家，每个村庄都会有几家这样的商店，而在大城市，这种商店则有成千上万家。很多商店都在销售着相同的货品，与卖水果、椰子及零食的小摊毫无二致。每天早晨9点，走在印度贡土尔市最大贫民窟的大街上，我们会看到很多女人在卖一种叫作“dosas”的薄饼。这种饼是用米和扁豆做成的，堪称印度南部的“牛角面包”。她们在薄饼上涂上辣酱，用一张报纸或香蕉叶裹起来，每张薄饼售价1卢比（购买力平价约5美分）。我们计算了一下，每6户人家，就会有一户卖薄饼的。结果，这些女人一直在等着有人来买薄饼。很明显，如果她们能够几个人合卖，她们会赚到更多的钱。

这就是穷人和他们所做生意的矛盾之处：他们精力充沛，拥有丰富的资源，而且努力地做着白手起家的生意。但他们的大部分精力都花在了很小的生意上，而且他们同周围很多其他人都在做着相同的生意。结果，他们失去了过上一种富裕生活的机会。孟买那些富有创意的拾沙女们，发现了利用现成资源赚钱的机会：一些自由的时间和海滩上的沙子。但商业精英没有指出的是，尽管她们有这样的聪明才智，但这种生意几乎赚不了几个钱。

这类生意虽然规模较小，边际收益很高，但其总体收益常常很低。然而，这产生了一个新的问题。只要投入更多的资金，边际收益就会提高，这就意味着提高总体收益很容易，那么，为什么这些小生意发展得都很缓慢呢？

一部分答案是我们已经知道的——大多数这样的生意都借不到多少钱，而且借钱的代价非常高昂。但这并非问题的全部。首先，我们看

到，尽管有上百万的小额信贷借款人，但很多有机会贷款的人都选择不贷款。本·塞丹就是这样的一个人。他饲养奶牛，本来可以通过小额信贷来扩大经营，但他决定不这样做。即使在海得拉巴市，具有借款资格的家庭与当地几家颇具竞争力的小额信贷机构的签约率仅为27%，而且只有21%的家庭曾办理过小额信贷业务。

即使那些每天生活水平约2美元的人也可以存钱，古尔伯加的那家商店便是如此。我们的数据显示，在海得拉巴市附近，对于处在这一消费水平的人来说，他们每月花在医疗上的钱约占总支出的10%；而对于那些每天生活水平低于99美分的人来说，这一比例约为6.3%。如果这位店主将那余下的3.7%用来扩充存货，而不是用作医疗费用，那么一年之内他就能使店中的存货量翻一番。或者，这家商店还可以削减烟酒进货量，这样他们就能每天节省约3%的人均开支，在15个月之内将存货量翻一番。那么，他们为什么不这样做呢？

斯里兰卡的实验明确地描述了这一事实，即资金匮乏并不是扩大生意的唯一障碍。那些用250美元赚了很多钱的企业家，他们的边际收益比美国最成功的公司都要多。然而，关键在于，按绝对价值计算，与拿到250美元的企业家相比，拿到500美元的企业家们所赚的钱不会增长得更多。部分原因是，拿到500美元的企业家不会将钱全部投到生意中，他们只会投入一半，余下的钱他们会用来为自己家里买东西。

为什么会出现这种情况呢？难道店主对这么高的边际收益有更好的用途吗？

一个值得注意的事实是，斯里兰卡的小企业主们确实投入了第一笔资金，如果他们选择不再投入第二笔资金，或许是因为，他们觉得自己的生意没有能力赚回这笔资金了：投入全部资金会将一家普通企业的股本增加两倍，这时，企业还需要再雇用一位员工，或者找到更多的存货空间，来维持自己的经营，而这样就会花掉更多的钱。

因此，穷人所做的生意之所以会发展缓慢，部分原因仍然在于他们所做生意的性质。图9-1中的倒L形曲线表明，即使边际收益很高时，总体收益也可能会很低。图9-2显示了图9-1曲线的两种形式：第一，OP线一开始很陡，但很快就平缓下来；OZ线一开始上升得不快，但一直延伸到很长。

在现实世界中，穷人所做生意的利润就像曲线OP一样，一家小公司很容易发展起来，但其发展潜力很快就会耗尽。这与小店主的例子很相

似：一旦你把家里的一间房子腾出来开商店，并且一天在那里工作几个小时，如果你有足够的货物填满整个货架，那么相对于无货可卖的情况，你的利润就会更高。不过，一旦你的货架已被填满，进一步扩大经营或许就无法产生足够的边际收益，用来支付高昂的贷款利率。因此，所有的生意规模都很小。另一方面，如果情况像OZ线一样发展，那么扩大经营就有了更多的空间。对于大多数穷人来说，整个世界更像OP线。

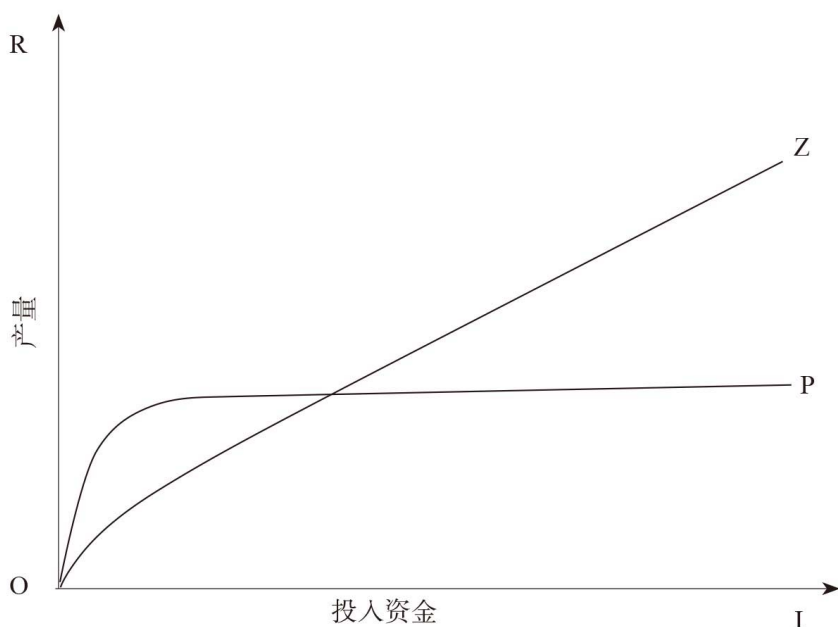


图9-2 两种方法

当然，我们知道，情况不会总像OP线那样，否则也就不会有大公司了。或许，店主、裁缝和小贩的生意就像OP线，但某些其他类型的生意也会用到更多的生产资本。如果一个人能够买到合适的设备，那么他就能经营一家大型零售连锁店或纺织工厂。不过，这样做需要具备某种特殊技能或一大笔前期投资。你可以在一间车库里成立微软公司，然后不断扩大经营规模，但要想做到这一点，你需要站在某种新产品的前沿地带。对于大多数人来说，这并不是一个好的选择。而另外一种选择是，投入足够的资金来获得一种生产技术，使你的公司能够大规模运营起来。徐爱华——那位以一台缝纫机白手起家的中国女性，最终建立了自己的服装王国。当她得到了第一笔出口订单时，一个巨大的转折点出现了。如果没有这个转折点，那么她很快就会被当地市场吞没。为了完成出口订单，她需要建立一家现代化的工厂，具备一些自动化的缝纫机。

这样一来，她需要投入的资金比公司初期的资本大概多了100倍。

图9-3代表了这两种生产技术的观点。左边是OP线，右边是一种新的生产技术OR，这条线一开始没有产生利润，但在小额投资之后，则产生了较高的利润。注意，为了画出一条连接线，我们用粗体显示了OP和OR的部分线段。OR线代表投入特定资金的实际利润。如果你只想投资一点点，那么你应该投资OP，不应投资OR，因为OR在刚开始时不会产生利润。如果你的投资较多，那么OP就不是一笔好交易，在一段时期内，其边际收益都会很低。然而，一旦你有了足够的钱，你就应转向OR。这就是徐爱华的经历：她一开始走的是OP路线，那时她只有一台二手缝纫机，后来她转向了OR线，随之而来的是自动缝纫机。

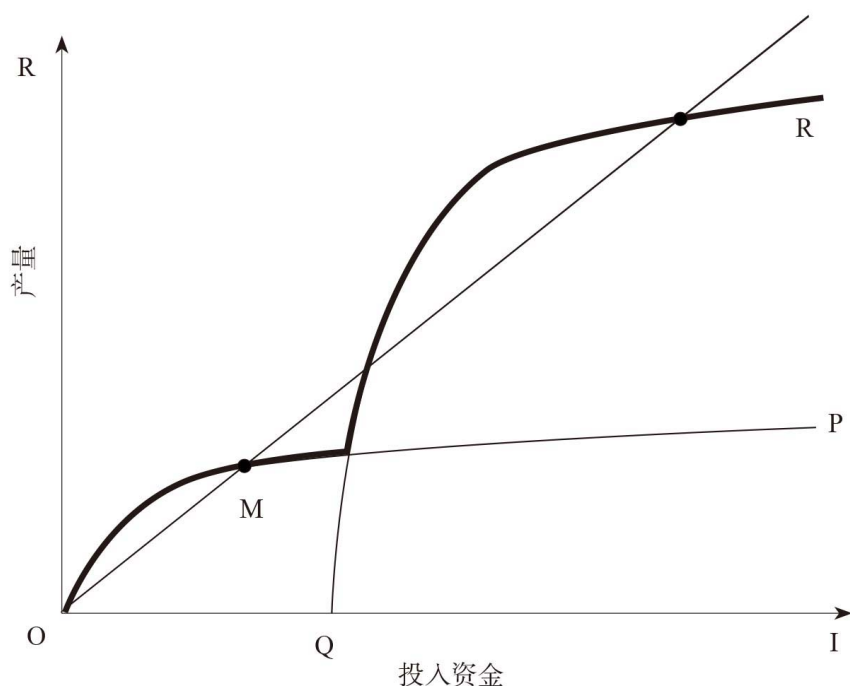


图9-3 将两种方法与S形创业精神相结合

OR线很像S形曲线，不是吗？中间有一个驼峰，这是商家为了赚钱要到达的点。OR线再现了常见的S形曲线矛盾：投资一点儿就赚一点儿钱，这样一直都不会有更多的钱用来投资；或者越过驼峰，多赚一些钱，然后加大投资，从而赚得更多。关键在于，对于大多数人来说，他们并不会选择越过驼峰。尽管他们可以获取小额信贷，但这些小

企业主们却得不到足够的贷款。此外，到达这一点或许还需要一些管理或其他方面的技能，而这是小企业主们所不具备的。因此，他们的生意一直都处于小规模状态。面临边际收益的前期增长，同一个小企业主往往会选择同时经营3种不同的生意，而非努力扩大其中任何一种生意的规模。例如，他会在早上卖多萨饼，白天卖萨里斯饼，晚上穿珠子制作项链。

但是，徐爱华是怎么做到的呢？她将利润用于再投资，连续8年每年扩增70%的设备。因此，在去除发给工人的工资之后，她的利润至少是设备价值的70%，所以她的总体收益肯定很高。我们认为，这不仅表明徐爱华是一个非常聪明的女人，还表明中国改革开放初期竞争较少、需求很大的状况，因此她的生意正逢其时。

创业太难

穷人无法扩大经营的原因在于，对于大多数人来说，这太难做到了：他们借不到足够的钱跨越驼峰，存款额达到那个数目会花费过长的时间，除非他们的生意能够产生很高的总体收益。例如，你用100美元开了一家公司，然后像徐爱华一样，你需要投入100倍的资金（1万美元）用来购买新机器。如果你每投入1美元赚到了25%的赢利，而你将这部分赢利再次投入。一年之后，你就需要投入125美元；两年之后，这一数字增至156美元；三年之后，你需要投入195美元。那么，你需要22年的时间跨越驼峰、买到机器。如果你要将一部分钱用于过日子，只存下了一半的赢利，那么你就需要将近40年才能实现目标。而且，这还不包括做生意所要承担的风险和压力。

此外，一旦小企业主意识到，自己可能陷入S形曲线的底部，而且永远也赚不到那么多钱，那么他们更很难全身心地投入自己的生意。假如一位企业家处于图9-3中的M点以下，那么他可以通过攒钱提高进货量，从而赚取更多的利润，但即使如此，他也无法超越M点。这值得吗？即使他有了想要的一切，他的生活可能也不会发生积极的改变。因为他的生意注定是这种小规模，不会赚到太多的钱。因此，他可能会将自己的注意力及资源用来做其他事情。

同样，相对于中产阶级来说，穷人的存款或许会更少。因为他们知道，他们的存款不够实现自己所期望的那个消费目标，他们也不会为自己的生意投入那么多（不仅是钱，还包括情感投资和智力投资），何况这并不会对他们的生活产生太大影响。这或许也可以解释本·塞丹、摩洛

哥农民和福阿德之间在观点上的差距。福阿德或许是正确的，本·塞丹没想到可以在谷仓中养牛。或者他其实已经想到了，但可能一想到仅仅为了4头奶牛，就要贷款，还要建造一个新的牛棚，而最终还是要将牛卖掉，就会觉得这未免有些得不偿失了——毕竟，他们一家人还是那么穷。因此，从某种意义上讲，他们都是正确的：福阿德的生意模式仍然可行，而本·塞丹不值得那样去做。

大多数小企业主们并不会全力以赴地赚取每一分钱，这也能够说明，一些企业的培训计划并没有起到太大作用。不过，现在很多小额信贷机构都建议客户去参加这类培训。在每周会议上，客户们都会学到怎样更好地记账、怎样管理存货清单、怎样了解利率等。这样的计划在秘鲁和印度的研究中有所评估。两个国家的研究结果显示，人们对企业的认识有了一定的提升，但他们的利润、销售额或资产却并未发生变化。这些培训计划的动力基于这样一种观点，在这类生意特别不好经营的情况下，如果人们不热衷于这类生意，那么这种培训毫无帮助也就在人们意料之中了。多米尼加共和国尝试了另一种培训计划，作为常规培训模式的辅助，这一种简化的课程建议企业家们关注简单的“手指规则”（如将生意花费与家庭花费进行区分，支付给某人固定工资）。这些培训的效果也并不明显，但为企业家们提供一些简单的小窍门，的确有助于利润的增长。这可能是因为，人们愿意采用这些经验原则，而且他们其实是简化了自己的生活，而不是向生活索要更多的智力资源。

这样看来，我们不免要对“普通的小业主都是天生的企业家”这一观点持怀疑态度。我们所理解的企业家是，他的生意有发展壮大的潜力，他有能力承担风险，并在工作中很努力，即使在逆境中也会全力以赴。当然，我们并不是说，穷人中没有真正的企业家——我们见到了很多这样的人。但也有一些人，他们的生意注定不会发展起来，也不会赚到很多钱。

买一份工作

既然如此，为什么很多穷人还要自己做生意呢？我们从帕克·阿万和他的妻子那里找到了答案。这是来自印尼万隆贫民窟的一对年轻夫妇，他们用父母家里的一间屋子开了一家小店。帕克·阿万是临时建筑工人，但他常常找不到活儿干。当我们2008年夏天见到这对夫妇时，帕克·阿万已经失业两个月了。由于两个孩子还小，一家人需要额外的收入，他的妻子就不得不出去找工作。她想找一份工厂的工作，但她资质不够，工

厂需要年轻、未婚或是有经验的工人。而阿万的妻子没有这样的工作经验，因为她念完高中后就开始学习当秘书，但最后没能通过秘书考试（这是找工作时所必需的），所以她最终放弃了这个职业。做点小生意是他们唯一的选择。她的第一份工作是做点小零食，然后拿到市里去卖，但她想找一份可以在家里做的工作，这样就可以照顾孩子了。因此，阿万从一家合作社得到一笔贷款，夫妻二人开了一家小店，不过在他们附近50码内还有两家商店。

阿万和妻子并不喜欢做生意。他们本来可以从合作社得到第二笔贷款，然后扩大他们的小店，但他们没有这样做。不幸的是，第4家商店出现在了他们的邻区，由于这家店商品齐全，他们的生意受到了威胁。我们见到他们时，他们正想再贷一笔款购置更多的货物。他们对自己孩子的期望就是，长大后得到一份政府部门的工作。

在传统就业机会缺失的情况下，一种特殊的立业冲动被更多地展现了出来，穷人的事业似乎就是想办法买到一份工作。很多生意之所以能够开展下去，是因为家里有人时间较为充裕，这通常是女人，她常常要一边照看生意，一边做家务。我们尚不清楚，当做生意的机会出现时，她是否总能有自己的选择。因此，很多业主（尤其是女业主）并不喜欢做生意，而且害怕扩大经营。或许这可以解释，当斯里兰卡的女业主拿到250美元用于投资生意的钱时，很多人选择用这笔钱做些别的事情。这与我们之前遇到的男业主不同，他们会将钱用于投资并获取高回报。或许，穷人所做的很多生意并不是他们企业家精神的体现，而是某些失败的经济模式的演绎。他们周旋于这些经济模式之间，努力地付出着。

好工作

在对全球穷人展开的调查中，我们问了一个问题：“你对你自己孩子的期望是什么？”结果令人震惊。无论我们在哪儿提出这个问题，穷人最常见的梦想就是，他们的孩子能够成为政府职员。例如，在乌代布尔的贫穷家庭当中，34%的父母想看到自己的儿子成为一名政府教师，41%成为非政府教师，18%成为一家私营公司的职员。对于女孩来说，31%的父母希望女儿成为一位教师，31%希望她找到一份政府工作，19%希望她成为一名护士。穷人并不期望孩子成为企业家。

对于政府工作的特别强调表明穷人对于稳定的一种向往，因为这类工作虽然不那么激动人心，但一般都非常稳定。而且，实际上，工作稳定似乎是中产阶层与穷人之间的一个界限。在我们针对18个国家的调查

数据中，中产阶层更可能会有一份按周或按月支付工资的工作，这是区分临时工与固定工的一种原始方法。例如，在巴基斯坦的城市地区，每天生活费不高于99美分的雇员按周或按月领工资的占74%，而每天收入为6~10美元按周或按月领工资的占90%。在农村地区，44%的穷人有固定工资，而64%的中产阶级有固定工资。

是否拥有稳定的工作也具有巨大的影响。在乌代布尔的大部分地区，大多数家庭每天的生活费低于2美元。但有一次，我们遇到了一个十分不同的村庄，那里的生活显然相对富裕：屋顶是铁的，院子里有两辆摩托车，还有整洁大方、穿着校服的孩子。原来，村子附近开了一家锌工厂，村子里的每个家庭中至少有一人在该厂工作。在其中一个家庭里，身为一家之主（一个50多岁的男人）的父亲在工厂的厨房工作，后来又被调到了工厂的车间。他的儿子是村里第一批读完高中的8个孩子之一。这个孩子毕业后到这家锌工厂上班，而且有望在父亲退休前当上领导。他的两个儿子都读完了高中，两个女儿也在出嫁前读完了高中。对于这个家庭来说，锌工厂建在这一地区给他们带来了好运，开启了一个人力资本投入的良性循环，引领他们在就业道路上一步一步地前进。

安德鲁·福斯特和马克·罗森茨维格的一项研究表明，工厂就业对于印度农村工资增长的促进并不仅限于此。在20世纪60年代至1999年期间，印度的农业生产力快速增长，而村庄附近的工厂就业率也得到了提升，部分原因在于政府对农村投资政策的倾斜。在20世纪80年代初期到1999年期间，印度农村工厂就业率增长了10倍。1999年，在福斯特和罗森茨维格所研究的村庄中，约有一半村庄附近都有一家工厂，而且这些村庄中10%的男性劳动力都就职于工厂。这类工厂一般位于村庄中，起步工资较低，而这类工厂就业率的增长所带来的工资增长，甚至超过了由著名的绿色革命引发的农业生产力增长所带来的工资增长。此外，工业发展给穷人带来的收入也不够合理，因为即使对于那些低技能的人来说，更高报酬的工作他们也能胜任。

这种工作将为得到该工作的人的生活带来巨大的改变。与穷人相比，中产阶层在医疗与教育上的支出更多。当然，从原则上讲，有耐心、勤奋的人可能更愿意为自己孩子的未来投资，让他们有能力找到好工作。但是，我们认为，这并非答案的全部，而且这种消费模式与另一个事实有关，即富裕家庭的父母一般都拥有稳定的工作。一份稳定的工作会通过决定性的方式，改变人们的生活观念。一项针对墨西哥儿童（他们的母亲都在出口工厂工作）身高的研究表明，一份好工作具有无

穷的力量。出口工厂常常以剥削人、工资低而著称。然而，对于很多连中学都没上完的女性来说，在这里工作比在零售业、食品业及交通业工作更好，因为与出口工厂相比，那样的工作工资不会更高，但工作时间却更长。耶鲁大学的戴维·阿特金对两组母亲的孩子在身高上进行了比较，第一组母亲所在的城镇开了一家出口工厂，而另一组母亲所在的城镇则没有这种工厂（在该母亲16岁时）。结果显示，第一组母亲的孩子比第二组母亲的孩子要高得多。这一对比非常明显，同时也解释了贫穷的墨西哥孩子与正常成长的美国孩子在身高上存在差距的原因。

此外，阿特金指出，出口工厂的工作对家庭收入水平的影响不足以解释身高上的差异。或许，由于人们知道自己每个月都会得到一份收入（不仅仅是工资本身），因此他们对未来产生了一种控制感，正是这种控制感使这些女人注重建立自己与孩子们的事业。或许，这一对于未来的看法是区分穷人与中产阶层的重要依据。阿特金研究的主题“为将来而努力”巧妙地总结了这一观点。

在第六章中，我们详细举出了几个事例，说明风险对于家庭行为的影响：不管付出多大的代价，贫穷家庭也会采取预防性措施来降低风险。这里，我们看到了另外一种或许是更深层次的结果：对于人们来说，用长远的眼光来看问题时可能需要具备一种稳定感。至于那些看不到自己未来生活质量有所提高的人，他们可能总是不愿继续努力，其生活水平也难以得到提高。很多家长认为（或是误以为），教育所带来的好处呈S形曲线。这就意味着，如果他们认为自己不能持续投资的话，那么这种教育投资对于他们来说就毫无意义。如果他们怀疑自己将来承担孩子学费的能力——比如他们觉得自己的生意可能会亏损——那么他们就可能认为，这种投资根本不值得一试。

一份稳固的收入可以对未来的支出做更多贡献，而且也使现在的借款变得更容易、更廉价。因此，如果家里的某位成员有一份稳定的工作，学校会更愿意接收他们的孩子；医院会为其提供更昂贵的治疗，因为医院方面认为，他们能担负得起这些费用；家里的其他成员也可以利用这些收入投资自己的生意，谋求可能的发展。

这就是为什么一份好工作如此重要。好工作是稳定的、工资可观的工作，它能够赋予人们足够的心理空间，让人们去做中产阶级擅长做的事情。这种观点常常会受到经济学家们的反对。他们认为，好工作可能是代价很高的工作，也就是较为少见的工作。不过，如果好工作意味着，孩子们生长在一个良好的环境中，可以充分挖掘他们的潜能，那么

或许值得减少这类工作的数量。

由于大多数好工作都在城市里，所以搬家就成为改变家庭生活水平的首要步骤。2009年夏，我们在印度海得拉巴市的贫民窟结识了一个50多岁的女人。她告诉我们，她从没上过学，16岁就生下了女儿。女儿上过学，但读完三年级就辍学了，不久便嫁人了。但她的第二个儿子正在读MCA（Master in Computer Applications），我们从没听说过MCA，于是问她那是什么（我们以为那是某种专业学位）。她说她也不知道，后来她的儿子出来为我们解释，那是计算机应用学硕士。在这以前，他已经获得了计算机学士学位。他的哥哥也已大学毕业，找到了一份私营企业办公室的工作。而最小的孩子正在读中学，也准备着报考大学。如果能得到一份穆斯林优惠贷款，家里人都希望送他去澳大利亚留学。

那么，从女儿辍学到第一个儿子高中毕业，这期间究竟发生了什么，以至于这个家庭改变了其对于孩子的期望？父亲已经从军队退役，但通过军队的关系，他在海得拉巴市找到了一份国有公司的保安工作。由于他有了工作，不需要频繁迁移，于是一家人（除了他已经出嫁的女儿）都搬到了城里。海得拉巴市有很多不贵而优质的穆斯林学校，这是因为在1948年之前，当地还属于半独立的穆斯林王国。儿子们都去上学了，因此他们都发展得很好。

为什么没有更多的人采取这一策略呢？毕竟，大多数城市的学校都比较好，即使是那些不具备海得拉巴市独特历史的城市。而且，穷人（尤其是贫穷的年轻男人）总会搬到城里找工作。例如，在我们采访的乌代布尔农村家庭当中，60%的家庭至少有一个成员在过去一年到城里工作过，但他们很少有人会迁居很长时间——平均只有一个月，只有10%的人的迁居时间在三个月以上。即使在国内，永久迁居也较为少见。在我们针对18个国家的调查数据中，极度贫穷家庭中有一名成员需要为工作而迁居的比例为：巴基斯坦6%，科特迪瓦6%，尼加拉瓜6%，秘鲁将近10%。临时性迁居的影响之一就是，对雇主来说，没有必要将这些工人转为固定工，也没有必要给他们提供特殊培训；他们一生都在打零工。因此，他们的家人不会搬到城里住，也不能上城里更好的学校，更无法得到一份固定工作所带来的心灵的宁静。

我们问一位来自奥里萨邦的流动建筑工人（他当时正在回家路上），为什么不在城里停留更长时间。他解释说，他不能把家搬到城里，那里的住房条件太差了。另一方面，他也不愿离家太久。发展中国家的很多城市很少会为穷人制订住房规划。结果，穷人不得不挤在城市

的某个角落，常常是在湿地或垃圾堆里。相比之下，即使是最贫穷的人所住的村庄，都是绿树成荫、空气清新、房屋宽敞、孩子们有嬉戏之地的。那里的生活可能不那么激动人心，但对于那些生长在农村的人来说，那也是他们的朋友所居住的地方。此外，对于一位单身男性来说，如果他要在一个城市住上几周或数月，那么他并不需要去寻找真正的住所。他可以睡在大桥或某处的天篷下面，或是住在自己熟悉的商店或建筑工地。他可以把租金省下来，多回家几次。然而，他不想让自己的家人过这种生活。

这样做同样存在风险：假如你想花钱将一家人都搬到城市里去，那么你就只有丢掉工作了。的确，如果你还没有一份体面的工作及足够的积蓄，你又怎么搬得起这个家呢？而且，如果家里有人生病了怎么办？当然，城市里面的医疗条件更好，但谁会陪你去医院？在你急需用钱的时候，谁来借钱给你呢？只要你的家还在村子里，那么即使你在城市里生病住院，你仍然可以借助你在村子里的关系。如果你拔掉了自己在村子里的根，搬到了城市里，结果会怎样呢？

因此，你更容易搬到有熟人的城市。当你们初次到达那里时，他们可以为你和你的家人提供住所；如果家人突然生病，他们也会来帮忙，还会帮你找一份工作——给你一份介绍信或是他们自己雇用你。例如，凯文·孟希发现，墨西哥村民会移居到别的村民定居的城市，即使最开始的那轮移居完全出于巧合。如果你在某一城市已经有了一份稳定的工作，或是其他稳定收入的渠道，那么搬过去显然更加轻松。来自海得拉巴市的穆斯林家庭二者兼具——一份军队养老金和一份工作。在南非，如果年迈的父母得到一笔养老金，他们的孩子就会永久地离开家里，搬到城市。养老金为他们提供了一种安全感，他们以此支付自己迁居付出的代价。

那么，怎样获取更多的好工作？显然，如果你能轻易搬到城里，那么，找到好工作也不成问题。可见，城市土地使用及低收入住房政策显然很重要。此外，有效的社会安全网络（包括公共补助及市场保险）通过减少对社会网络的依赖性，可使移居变得更简单。

然而，并非每个人都能搬到城里住，还有一点很重要，即不仅大城市要提供更多的好工作，较小的村镇也要提供就业机会。要实现这一点，城市与村镇的工业基础设施都要做出实质性的改善。管理环境对于创造工作机会来说也很重要：劳动法对于安全保障工作起着重要的作用，但如果劳动法过于严格，导致没人敢雇用员工，那么就会产生一定

的反作用。鉴于生产技术的S形曲线性质，信贷或许仍然是一个较大的问题：要创立更多的公司，从而产生大量的工作岗位，这需要更多的资金，但这常常是发展中国家普通业主所负担不起的。第七章关于信贷的部分指出，目前尚不清楚怎样让金融部门贷款给这类人群。

或许可以利用政府资源，如通过向中型企业提供贷款担保，从而创立足够多的大公司。中国就出现过类似的情况，国有企业（或至少是部分国有资产，如设备、土地及大楼）被员工承包、管理，这也是朝鲜工业政策较为明确的一部分。这可以启动一种良性循环：较高的稳定工资为工人提供了经济资源、心理空间及必要的乐观心态，他们既可以用其为孩子投资，又可以用其储存更多的资金。一份稳定的工作可以使人们更容易获取贷款，加上自己的存款和才华，他们最终才能雇用员工，创立自己的大企业。

因此，真的有10亿穷人企业家吗，就像小额信贷机构的领导，或是有公益头脑的商业巨头所确信的那样？或者，这只是因我们对于“企业家”一词的模糊而产生的幻想？其实，的确有超过10亿人在经营着自己的农场或公司，但他们中的大多数人这样做是因为别无选择。他们只是想生存下去，因为他们没有才华、技能或是必要的风险承受能力。小额信贷及其他有助于小企业发展的方式，仍然在穷人的生活中扮演着重要角色，因为这些小企业要存活下去。或许，在可预见的未来，这是很多穷人得以生存的唯一方式。但是，如果我们认为他们能以此铺出一条逃脱贫穷的路，那么我们简直是在自欺欺人。

第十章

政策，政治

如果政策不能被正确地实施，计划得再周密完好的政策，也不能发挥作用。不幸的是，政策的意图和实施之间存在的差距越来越大。在贫穷国家，一些援助怀疑论者表示，正是由于政府失职，国外援助及其他来自外界的援助才对该国的社会政策产生了负面影响，使该国的状况更加糟糕。当今，很多政府的垮台都是因为一些好政策没能真正实施或发挥作用。

下面就是一个很好的例子。乌干达政府给每个学生提供包括维修教室、购买课本以及学生学习期间可能产生的其他费用，教师的工资甚至直接被计划在政府的预算之内。1996年，李特瓦·雷尼卡和雅各布·斯文松试图弄清楚，由政府分拨的这些辅助资金究竟有多少真正被用到了学校。要弄清楚这个问题并不难，他们派遣调查小组到学校，询问学校负责人实际接收的资金数目，然后将这些数字与电脑里记录的政府实际派发的数字比对，结果令人大吃一惊：学校只拿到了实际援助资金的13%，有一半多的学校甚至没有拿到这笔资金。调查表明，大部分资金最终都到了政府官员的口袋里。

同样的结果在其他国家也得到了证实，这样的结果无疑使我们很失望。我们经常地问自己，为什么要这样做？这些其实都是微不足道的问题，为什么我们要为此烦恼呢？威廉·伊斯特利，一位曾经批评随机对照实验的人士，在自己的微博中这样写道：随机对照实验对于处理在发展过程中的一些大问题根本行不通，诸如好的体系或是宏观经济政策带来的大范围经济效应等。他甚至推断，信奉随机对照实验会削弱发展研究者的进取心。

这一观点很好地反映出一种制度化观点，并在当今的发展经济学中盛行。该观点认为，发展的真正问题在于找到良好的政策：这是一个如何挑选出恰当政治程序的问题。如果政治主张是正确的，那么好的政策便会随之出现；反之，没有好的政治导向，就无法指定或实施好的政策，至少从规模上来讲是这样

的。如果1美元中的87美分都无法真正进入学校的账户，那么就没有必要弄清楚学校会如何利用这1美元。随之而来的是“大问题”需要用“大办法”来解决的社会改革，如过渡到有效民主。

而另一方面，杰弗里·萨克斯则认为腐败是一种“贫穷陷阱”，这并不奇怪。贫穷会引起腐败现象，而腐败现象的发生必然会促使贫穷的产生。对此，萨克斯给出的建议是，通过帮助发展中国家的穷人变富来拆除这一陷阱。这种援助可以用于实现一些特殊目标，例如疟疾控制、食品生产、饮用水安全、环境卫生等一些容易衡量的指标。此外，萨克斯还认为，提高人们的生活水平将有助于政府和民间团体遵守法律法规。

根据反腐败国际性非政府组织透明国际2010年的数据显示，乌干达政府的清廉指数在全球178个国家级地区中，排名第143位（排名高于与其处于同等发展水平的尼日利亚、尼加拉瓜、叙利亚，次于厄立特里亚国）。这也意味着，我们可以在落后腐败的国家大规模实施反腐败计划。在乌干达政府的腐败问题没有得到解决之前，对乌干达教育的援助不可能取得成效。

然而，雷尼卡 and 斯文松的故事却是以奇妙的结局收尾的。当他们的调查结果在乌干达公布后，曾一度引起骚动。而财政部得知此结果后，开始将每个月下发给学校的资金数目公布在乌干达主流媒体上。2001年，雷尼卡 and 斯文松再次对学校的财务状况进行了调查，发现80%的拨款都到了学校。大约有一半的学校校长曾经抱怨他们没有得到应有的拨款，最终，他们中的大部分都拿到了拨款。并且，没有报道称有人对这些学校的校长或是对此事做出报道的媒体进行报复。如今看来，似乎因为无人担心公款的去向，才导致滥用公款现象的发生。这样一来，在无人监管时，地方官员便可能会轻易盗用公款，但是当监管有力时，他们则会停止这种行为。

乌干达的校长们大胆推断：如果偏远地区学校校长能够在有利政策落实之前避免腐败，那么或许我们无须等待政府的彻底改革或是社会转型，通过缜密思考和严格评估就能帮我们制定出制止腐败和效率低下的体系，但这并不意味着降低我们的标准。我们相信这些不断的进步和无数细小变化的积累，最终会导致彻底的变革。

政治经济

腐败或是玩忽职守，都会造成大量的效率低下。试想一下，假如老师或护士都不去工作，那么教育和医疗方面的政策就不能得到很好的实施。假如卡车司机通过行贿超载运输，那么政府部门就需花上数十亿美元来维修因为卡车超载而造成的路面损坏。

我们的同事德隆·阿西莫格鲁和他的长期合作者、哈佛大学的詹姆斯·罗宾逊如今都活跃在经济领域。当时，他们对经济持悲观态度，认为只有当制度稳定下来后，国家才能得到真正的发展，但是，制度却很难稳定下来。德隆·阿西莫格鲁和詹姆斯·罗宾逊曾经这样定义制度：“经济制度决定了经济诱因，这些诱因会对教育、储蓄、投资、创新和采用新技术等产生激励作用。政治制度决定了公民对官员的约束能力。”

政治学家和经济学家的观点是站在一定的高度思考制度的建立的。他们认为，经济制度就像财产权利或税收系统，政治制度就像民主或专制、权力集中或分散、普选制或有限制的选举权。在阿西莫格鲁和罗宾逊所著的《国家为什么会失败》（*Why Nations Fail*）一书中，大部分经济政治学者一致认为：制度是一个社会成功或失败的首要推动力。良好的经济制度将鼓励公民投资、积累并发展新技术，因为这些是促进社会繁荣的因素。反之，糟糕的经济制度将会产生负面效果。问题之一就是，统治者有构建经济制度的权力，他们无须考虑公民的利益或公民的生活是否能提高。他们构建对自己有利的经济制度，制定大量限制条件，规定每个人的职责，从而削弱竞争，稳固其政治地位。这也是良好的政治制度的重要性所在，它们的存在是为了防止领导者建立为自己牟私利的经济制度。当政治制度运行良好时，它就能通过向统治者施加足够的限制，来确保他们不会与公众的利益背离太远。

不幸的是，腐败的制度往往会滋生更加腐败的制度，形成恶性循环，这就是所谓的“寡头政治铁律”。当政的领导者倾向于制定能够为他们谋取财富的经济政策，而他们一旦变富，又可以利用手中的财富，提前阻止可能对他们的权力构成威胁的人。

据阿西莫格鲁和罗宾逊所述，阴魂不散的腐败制度是一些发展中国家不能持续发展的主要原因。这些国家的领导者继承了殖民地时期该国统治者的一些政治策略，这些政治策略不是为大众服务的，而是为统治者谋取最大利益的。摆脱殖民主义后，新统治者发现，这些旧制度能够帮助他们很方便地谋取自身的利益，于是他们保留了这些政策，形成了一个恶性循环。阿西莫格鲁、罗宾逊和西蒙·约翰逊所写的一篇经典文章曾提到：殖民主义时期，腐败制度阻止了欧洲殖民者的进一步扩张，建

立更糟糕的制度（因为他们的扩张是从离自己国家较远的地方攫取资源并加以利用的），而这些制度在殖民主义结束后却被延续了下来。

阿比吉特和拉克希米·耶尔在印度找到了腐败制度长期残留的例子。在英国殖民地时期，不同地区有不同的土地税收制度（这主要由当时任职于那一地区的英国公务员的思想意识，以及当时英国统治之下流行的言论而定）。在土地管辖制度下，印度地主负责征收土地税，这也进一步巩固了他们自己的势力，稳固了封建制度。而在土地税收制度下，农民自己负责自己的土地税。这些地区的人们之间形成了合作和平等的关系。最引人注目的是，与那些由村民统治的地区相比，由上层人士统治的地区的社会关系更加紧张，农业产量低，学校和医院数量少。150年甚至更久以后，土地税收制度才最终被取消。

阿西莫格鲁和罗宾逊认为，之前的殖民主义者也有可能摆脱糟糕的政治制度和经济制度，但这需要有适当的武装力量和一定的机遇。他们特别指出英国光荣革命和法国大革命。这两场大革命都是发生在200多年前的、不受欢迎的动乱。阿西莫格鲁和罗宾逊在此书的结尾讲述了如何能够改变上述状况，但是他们的态度非常谨慎。

此后，又有两种有影响力的观点产生。这两种观点是在阿西莫格鲁和罗宾逊观点的基础上产生的，却不像二人的观点那么悲观。一种观点认为，如果糟糕的制度阻碍了一个国家的发展，那么这个国家可以依靠世界上其他富裕国家的力量来摆脱窘境，如果有必要，富裕国家可以采取武力。另外一种观点则认为，任何试图操纵一个制度严密的国家的制度或政治的做法，都将失败，改变只能依靠内部力量。

通过引入外部力量或许能打破这种糟糕制度的恶性循环。在新增长理论领域赫赫有名的保罗·罗默，得出了一个伟大的结论：如果你不能管理自己的国家，那么就将其委托给能够管理这个国家的人。尽管如此，管理整个国家仍然很困难。所以，你可以尝试管理一个城市，小规模的城市更便于管理，你可以对这个城市做出很大的改变。保罗·罗默受香港成功发展的激励（香港曾经由英国管辖，后归还给中国），提出了“特许城市”这一概念，即一个国家把一个近似“空白”的领域交给另一国家管理，后者则负责在这一领域建立完善的制度。刚开始时，它可能会遇到一些阻碍，之后有可能建立一套完善的制度（包括拥堵费、电力的边际消费，当然也包括对产权的合法保护）。因为每个来到这个地区的人都是自愿的，这是一个全新的区域，所以他们对这些制度不应该有抱怨。

这一设想有个小小的缺点，即我们不太确定贫穷国家的领导者是否

愿意加入。进一步而言，即使这些领导者加入了，他们是否能找到合适的“买家”尚不确定——没人敢保证：交出去的地区发展好了之后会送回。于是一些发展专家对此做了进一步阐述。保罗·科利尔（牛津大学教授和世界银行前经济学家）在其著作《最底层的十亿人：最贫穷的国家为何继续衰败？》（*The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It*）及《战争、枪炮和选举：危险地区的民主》（*Wars, Guns and Votes: Democracy in Dangerous Places*）中称，世界上现在有60个处于无助之中的国家（乍得、刚果等），那里生活着10亿人。这些国家都被糟糕的经济制度和政治制度困扰着，西方发达国家有责任帮它们从中解脱出来；如果有必要的话，可以使用武力干涉。他认为这方面的一个成功例子，就是英国政府帮助羽翼未丰的塞拉利昂实现了民主。

然而，威廉·伊斯特利对于塞拉利昂的例子却提出了深深的质疑。伊斯特利指出，接管一个国家远比治理一个国家容易得多。美国花费了沉重的代价才在伊拉克构建了完善的体系，这就是一个很好的例子。但是通常来说，一种制度不能适用于所有国家，它必须要符合当地的特色，因此，任何照搬式的制度都是行不通的。如果有可能，所有的改革都必须逐步进行，要知道，任何制度的存在都有其必然性。

总之，伊斯特利对于外界专家的怀疑不仅针对外来管理者，还包括外界援助。从某种程度而言，外界的援助都在试图改变原有的政策，但是这种改变通常是以破坏原有政策为代价的，即使领导人已开始腐败，他们仍然在接受援助。

然而，伊斯特利对此并不悲观。他指出，每个政府都能找到适合自身的发展道路，只不过这个过程需要他们自己单独完成。尽管伊斯特利对外界援助者心存反感，也声称一种制度不能适合所有国家，但他指出，自由是唯一可行的万能策略。自由意味着政治自由和经济自由，而在人类的种种发明之中，自由市场的能量被大大低估。他主张“让70亿专家自己掌握自己的命运”。自由市场让所有创业者都有机会创业，如果成功了便能创造财富。伊斯特利还进一步指出，应该让民众自行决定自己受教育的程度和医疗方面的状态，而不是依靠政府的干预。

当然，很多情况下，人们会觉得完全自由的市场并不是理想的结果。首先，正如伊斯特利指出的那样，穷人无法真正参与到自由市场中去。”在他们参与进来之前，他们都需要帮助。其次，社会和市场需要制定一些规则来发挥其功能。例如，一个人不会开车，可他仍然想开。但

是社会规则不允许他开车，因为这符合大多数人的利益。很显然，在开车需要有驾照方面，我们不能完全实现市场自由化。如果一个国家呈现弱势或是腐败的态势，那么自由市场也会以行贿或腐败的方式出现。一项调查显示，在德里，如果你掌握了驾驶技术，你不一定能拿到驾照；但是如果你愿意行贿，你很快就能拿到驾照。德里驾照的这种随意颁发，不是我们希望看到的。我们面临这样的挑战，当避免市场的随意性带来的不良后果以后，如何才能让政府发挥作用。这也恰恰是我们的目标。

因此，政府有必要为人民提供日常的必需品，而且还要制定某些政策，发挥市场的功能。伊斯特利还指出，民主能够给政府提供直接的反馈信息，约束政府履行其职责。接下来的问题是，如何构建自由市场机制和民主。伊斯特利一贯主张，自由不能从外部引入，否则就不会有真正的自由。因此，这些制度必须是从本土自下而上形成的。最终，我们要为个人的平等和权利而奋斗。

从阿西莫格鲁和罗宾逊的分析中，我们得出一个结论：糟糕的制度非常“顽固”，无法通过正常的途径将其消除。我们看到了他们对如下结论所持的怀疑态度，即从外界引入一个制度会对原本的制度构成威胁，以及如果让人们自行处理，最终他们有可能找到适合自身的制度。但是，如果把上述两种结论分开来看，我们还是可以持乐观态度的。事实上，在没有外界干预的情况下，我们已看到了一些制度的部分变革甚至是整个社会的大变革。

事实上，我们都错失了制度的最基本的概念，制度规定了参与的准则。这一概念包括了以往分析中的大部分概念，它们通常由经济学家和政治学家主导，如民主、地方分权、产权、等级制度等。但是这一层面的制度是可以通过当地一些具体的“制度”来实现的。例如，产权制度就涵盖了一系列的法规，规定谁能拥有什么（瑞士政府规定，外籍人士不能购买当地的小木屋），所有权是什么（在瑞典，人们拥有在任何地方行走的权利，包括在其他私人的土地上），如何将立法制度和政策结合起来，实施这些政策（陪审团审案在美国很普遍，但是在法国和西班牙却行不通）等。民主政策规定了谁能参选什么样的职位，谁能投票，如何竞选，但是法律保护有时却使得拉选票或欺骗民众变得轻而易举。就此而言，即使是专制体制，有时也会给民众保留一点儿参与的权利。关于这一点，我们在前文已详细介绍过，制度也不例外。归根结底，要想真正理解制度究竟会对人民的生活产生多大影响，我们必须要从思想认

识上做一个转变，从底层人民的角度来看待制度。

边缘的变化

在某种程度上，阿西莫格鲁和罗宾逊的悲观态度来源于，我们几乎很少看到激烈的政体改革——从一个专制腐败的政体转变为一个功能完善的民主政体。从底层的观点出发，我们发现，要增强职责和减少腐败，我们不一定要对政体进行彻底的改革。

尽管大规模的民主改革少之又少，但是在很多情况下，我们还是发现民主在地方一级被一定程度地引入。选举制度的改革在其他一些专制国家就曾发生过，例如苏哈托领导下的印尼、军队独裁制下的巴西、革命制度党时期的墨西哥。近些年，推行地方选举制度的国家也有很多，1998年越南推行这一制度，也门在2001年、沙特阿拉伯在2005年也推行了这一制度。这些选举制度遭到了西方国家的质疑：选举通常有舞弊现象，而且选举人的权利很有限。然而，即使是毫不完善的地方选举制度，在一定程度上对政府的管理也产生了实质性的影响。在20世纪80年代初期，中国的农村地区逐步推行了村级选举制度。早先，中国共产党赋予村民参加选举的权利。共产党党支部任命党支部书记继续在村级行使领导权。投票不是采取匿名选举方式，投票箱经常都被塞得满满的。尽管这种选举制度不无瑕疵，但是调查却显示，选举制度改革产生了惊人的作用——村政府对村民更加负责。村里开始选举的时候，村级干部放宽了一些不受村民欢迎的政策。在中国农村，土地经常被重新划分，而一些中等收入的农户从中受益颇多。公共支出也大多被用在了村民的需求上。

同样，即使没有固定的、大的反腐体系，从一定程度上遏制腐败还是有可能的。政府的直接干预很有成效，乌干达政府很好地利用了新闻战，收到了成效。另外一个有趣的例子来自印度尼西亚，腐败现象在总统苏哈托下台后依然很严重。2010年，在全球腐败透明指数所涉及的178个国家中，该国排名110。在由世界银行出资、帮助当地边远地区修建基础设施（包括道路）的政府项目上，腐败现象尤为明显。对于当地官员而言，多开原材料和工人工资发票金额是最简单的腐败方式，但是他们没有采用。我们的同事本杰明·奥肯雇佣了一个工程队，在大约600个村子里挖开一段道路，从而计算出究竟有多少材料被用在了道路上，然后再与原来上报的费用做比较。另外一组人则通过采访村中当时参加

施工的工人，调查他们到底拿到了多少工资。结果发现，上报的工人工资的27%和原材料费用的20%都不知所踪了。更糟糕的是，这只是腐败的一部分。建好的道路长度和要求的一样长（否则，他们的腐败行为就太明显了），但是原材料的不足使得道路的质量特别糟糕——在下雨时很容易就被雨水冲毁了。

在反腐败方面，负责修建项目的政府官员告知村级领导人，他们修建的项目要经过审计，审计结果将会公布给群众。然而，政府的审计人员并不是很公正，他们毕竟还在现存的体系内工作。尽管如此，奥肯指出，与没有审计人员介入时相比，其腐败的数额还是减少了1/3（审计核查都是随机抽查）。

在印度的拉贾斯坦邦，我们和警察局联合向当地警察部门“虚报”一些小的犯罪行为，例如偷手机、在街上骚扰妇女等，试图让当地警务人员对这些予以备案。结果，在我们第一批上报的“案子”中，只有40%得到备案。这是因为印度警察局工作的评估是以没有办理的案件的数量为依据的，没有办理的案件越多，评估的结果就越差。因此，要想在评估中取得好成绩，他们就得尽量少对案件进行登记备案。所以，我们也就可以理解，为什么穷人很少为一些小麻烦去警察局报案。

印度的警察局几乎完全延续了其殖民时期的风格。尽管警察局设立之初是为保护殖民者的利益的，但是印度在独立后，却一直没有对其进行改革。1861年通过的警察法案一直被沿用至今。自1977年以来，很多改革委员会都推出了各个方面的改革，但是到目前为止，只有很少一部分被实施。然而，这个体系并不是一成不变的。

在每个虚假报案者即将结束叙述、要被备案时，警察们都能找到其中的疏漏之处，进而四处奔走，寻找线索，尽快破案，以减少备案记录。尽管虚假报案者的信息不会被他们的领导知道，虚假报案者也不会因此被制裁，但是报案登记率还是从第一次报案的40%上升到了第四次报案的70%。警察对这些虚假报案者无从查起（他们都是由当地居民联合起来编造的虚假报案者），在这种情况下，登记率自然会提高。因为担心虚假报案者的再次出现，警察们会提高他们的工作效率。

严格的监管制度已经不再是一个新的想法，但是审计和对虚假报案者的处理似乎有效，因为一旦消息外泄，那么触犯者就会被处罚。只要体系内的少数人相信这一点，那么对反腐败还是有用的。

由南丹·奈尔卡尼提出的信息科技也许能帮助我们解决上述腐败问

题。他过去曾管理过印孚瑟斯技术有限公司——印度国内最大的软件公司。印度一直致力于给每位公民提供一个唯一的身份证号码，这个号码和他本人的指纹以及眼睛的虹膜识别相匹配。这一概念就是通过这些识别设备来随时随地确认人们的身份的。一旦这一理念得以实现，那么每个人都可以通过指纹扫描从政府部门买到由政府补贴价格的粮食。这样就可以避免粮店的老板将粮食以高价卖给穷人。尽管印度政府体系的弊端仍然存在，但是这一“科技手段”的实施却能很好地改善印度人民的生活（尽管我们还无法证明这点，因为这一科技体系仍在建立过程中）。

实践中的非集权化和民主

即使在糟糕的制度框架内，社会责任和反腐败仍有提升的空间。相反，良好的制度却未必能得到真正落实。而且，这还取决于制度中有多少成分能在实践中发挥作用。在某种程度上，悲观主义者认为好的制度究竟能在多大程度上落实至关重要。然而，那些看似微妙的小变动给最终结果带来的影响也同样没有得到认可。

在巴西，我们发现了由于制度中的小变动对结果产生的巨大影响。先前，巴西一直沿用比较复杂的纸质投票制度。投票者需要从一长串的候选人名字中选出一个名字，并将该名字（或序号）写在投票纸上。在全国有大约1/4的成人未受过教育，这实际上剥夺了大部分人投票的权利。在普通的选举中，将近1/4的投票无效或不被计算在内。20世纪90年代末期，电子投票制度率先被引入一些大城市，而后相继被引入其他城市。投票者可以通过电子显示屏看到候选人的照片，并在一个简单的界面上选择候选人的号码，完成投票。改革的最初目的是要更好地统计投票数目，但是却产生了意想不到的结果。引入这种电子选举制度的城市，其投票结果中的无效票数比未引入的城市要低11%。新参加投票选举的选民大都比较贫穷，且受教育程度较低，因此他们将票投给贫穷且受教育程度较低的候选人。此外，他们还将票投给施行有利于穷人的政策的候选人。公共卫生方面的支出增加使得贫困妈妈生育的低体重新生儿数量减少。没有明显的政治冲突，仅仅通过一个小小的科技方面的改变，巴西穷人的意见就被纳入了巴西政体。

赋予人民的权利

此外，地方政策的变化也会给政权带来一定的改变。大多数国际体系现在奉行的新理念都是将责任转嫁给受惠者，让他们负责学校、医院以及交通系统的正常运转。当然，通常情况下，政府并没有征得受惠者的同意，就将责任转嫁给了他们。

正如本书中所提到的那样，当政府无法通过公共服务的福利让群众受益时，再次实施反贫困政策则是很有必要的。当受惠者由于糟糕的服务而无法得到实惠时，政府应该对其给予更多的关注。此外，这些受惠者掌握着大量的信息，他们既知道自己想要什么，也了解究竟发生了什么。政府应赋予受惠者监管这些服务提供者的权利（老师、工程师、医生），让受惠者有权利雇用或解聘他们，或者至少有权利投诉这些服务提供者，从而确保这些政策制定者的动机是正确的。世界银行在2004年世界发展报告中指出，对社会服务造成风险者，社会应对其加以控制。”此外，在内战结束后，社区可以通过集中组织一些集体公益项目来增强与公众的联系。在塞拉利昂、卢旺达、利比亚以及印尼这样有军队冲突的国家，由社区选择和实施的集体项目（即社区驱动发展项目）是非常受欢迎的。

然而，在现实中，社区参与以及非集权化很普遍，但社区究竟怎样才能更好地体现群众的利益呢？如何才能保证弱势群体（女人、少数民族、社会地位低下者、无房产者）的利益呢？

在上述环境下，决议的公平性以及结果主要取决于以下一些细节，例如项目选择规则（一次会议、一次投票），谁被邀请参加会议，谁发言，谁负责监管项目的实施以及这些项目领导者是如何挑选的等。如果规则将少数民族和穷人排除在外，那么我们不知道是这种非集权化还是将权利赋予地方更有助于维持公共和谐。毕竟，被自己的邻居剥夺了公民权将令人愤怒。

以村级会议为例，这是地方重要的政治体系。通过会议，人们发泄不满、表决预算、提出或通过一些项目。村级会议可能是由充满奇幻色彩的美国佛蒙特州的年度城镇会议而来，该会议总是充满温和而又机智的幽默。但事实上，一些发展中国家的会议却不受欢迎。例如，在印尼召开的KDP发展项目会议（世界银行给当地的社区出资修复当地的基础设施，例如道路或灌溉系统）。在村里几百个成人中，有55人参加，其中一半是村中的上层人物。然而，参加会议的大部分人都不发言。在KDP会议上，平均发言人数只有8人，其中有7人是上层人物。

我们似乎可以得出这样的结论，“寡头政治铁律”在村级政府卷土重

来。但在将其中的规则略微做些改变后，结果大不一样。在印尼的一些随机挑选的村子里，政府通过信函正式邀请村民参加会议。结果，出席会议的平均人数增加到65人，而且有38人不是来自上层社会。会议中，很多村民都发言了，这使得会议很有气氛。此外，政府还将印有“对KDP会议的建议”的表格附在邀请信内，随机在印尼的一些村庄发放，由学生将此信函带回家，而剩余的村庄则由村长负责发放这些邀请函。结果，由学校发放的那些评价表格所反馈的信息比通过村级政府发放的评价表格得到的反馈信息尖锐得多。

如果规则的不同会产生巨大的差别，那么由谁来制定规则就很重要了。如果乡村实行自行管理制度，那么规则就只能由上层人物来制定。这时，如果当权者能够考虑到少数以及弱势群体的利益，那么由他们来做决策是最好的方式。将权利赋予人民，但不是所有的权利。

严格规定代表的限制条件就是由上级监管下级干涉制度的典型例子。这些限制条件是很有必要的，能够准确地代表少数人的利益，而这会带来不同的结果。

印度的村级政府部门（即村委会）对于代表就有这样的限制条件。村级政府部门每5年会选举一届新的领导人，同时对一些集体基础设施（包括学校建筑、道路等）重新招标。为了保护未被充分代表的人群的利益，规则中特意为妇女和其他少数群体（包括社会地位低的人群）保留了领导职位。如果上层人物占据了整个村委会的职务，那么，妇女和其他少数群体的利益将难以得到保障。村委会的真正当权者始终在管理整个村子，一旦被限制，他们就可能委托他们的妻子或是比他们地位低的仆人出面，行使自己的权力。事实上，2000年，拉加本德拉·查托帕迪亚雅和埃斯特在印度的加尔各答做了一项关于村委会制度的调查。他们想确认是否应委派女领导者担任各项基础设施的负责人。结果，当时很多人觉得，这么做是无用功，这些人大到加尔各答乡村发展部长，小到他们调查小组的成员（还包括很多当地的学者）。大家都说，村里的所有项目事实上都是由村长——男性负责的。而那些害羞的或是没有受过教育的女人几乎没有做过任何决定，她们总是听从男人的。

然而，调查的结果却恰恰相反。在孟加拉国，根据配额制度的规定，每隔5年，1/3的村委会领导都是从妇女中随机选取的。在这些村庄中，只有妇女才有权力管理村委会。仅仅在配额制度实施两年以后，查托帕迪雅雅和埃斯特便对有配额制度的村庄和没有的村庄做了对比调查。在孟加拉国，那些由妇女领导的村庄，她们将政府的预算大部分都

用在了受妇女欢迎的基础设施上——道路和饮用水等（很少一部分用在学校）。随后，查托帕迪亚雅和埃斯特又在印度的拉贾斯坦邦得到了相同的答案，拉贾斯坦是印度有名的以男人为主的地区。结果发现，这里的女人更注重水资源，而男人则认为道路最重要。因此，毫无疑问，女领导者将更多预算投在了水资源上而不是道路上。

印度其他地区的进一步研究表明，女性领导者几乎总会产生一定的影响力。此外，随着时间的推移，在拥有相同预算的前提下，女性似乎比男性能做更多的事情，而且受贿的概率更小。然而，每当我们在印度公布这些研究结果时，总会有人告诉我们，这肯定是错误的。这些人曾亲自去过一个村庄，并和一个女人谈话。在整个谈话过程中，她都处于丈夫的监视下。他们还见过这样的政治海报，上面照片中候选人的丈夫比候选人本身更显眼。其实，我们也有过类似的谈话经历，也见过那样的海报。让女性参选政治领导者，这种变革有时会事与愿违，强势的女性会夺权并对其村庄进行改革。村民们认为，当选的女性领导者常常与有政治背景的人有关系，她们不太可能主持村级会议，也很少发言。她们所受的教育更少，从政经验也不多。然而，尽管她们要面对这种明显的偏见，很多女性正在逐步走上领导者之路。

粉饰民族鸿沟

最后一个例子是种族划分在选举中的角色。我们认为，选举常常基于种族忠诚度，也就是来自最大种族的候选人常常会当选，无论他本身具有怎样的品质。

伦纳德是纽约大学政治科学家，曾是贝宁地区的学生领袖。为了测量种族偏见的政治优势，他来到总统大选候选人召开政治会议的地方，说服他们到不同的村庄做不同的演讲。在一些渴望被“庇护”的村庄中，候选人强调的是种族背景，然后承诺为该地区的本族人建设更多的学校及医院，创造更多的政府工作岗位。在一些推崇“国家团结”的村庄中，这位候选人会承诺致力于国家在医疗及教育领域的改革，并致力于促进贝宁地区所有民族的团结。这些收听不同演讲的村庄都是随机选取的，但所有村庄都属于该候选人的政治根据地。“庇护”式演讲显然赢得了胜利——平均来看，“庇护”式演讲使候选人得到了80%的选票，而崇尚“国家团结”的村庄仅为他投了70%的选票。

出于各种原因，种族政治具有一定的破坏性。其中一个原因就是，如果选民们的选择基于种族而不是政绩，代表大多数群体的候选人的品

质就会大打折扣：这些候选人无须付出太多努力，因为他们来自“正确的”阶级或种族，这就足以保证他们会中选。在20世纪八九十年代，印度北方邦越来越倾向于阶级论，这就可以明确地说明这一问题。随着时间的推移，在所有阶级群体占主导地位的地区，赢得选举的政治家们都出现了更多的腐败现象。至于统治某一地区的是上层阶级还是底层阶级，这并不重要，但来自统治阶级的领导者更有可能腐败。到20世纪90年代，印度立法议会中有1/4的成员都与刑事案件有所牵连。

在发展中国家，难道选举也会不可避免地由种族主导吗？很多学者都是这样认为的。他们觉得，种族忠诚度是传统社会的基础，而且注定会统治政治态度，一直到该社会变得现代化才会有所改变。然而，证据表明，种族选举并不像人们常常认为的那样稳固。2007年大选时，阿比吉特·唐纳德·格林、珍妮弗·格林及罗西尼·潘德在北方邦展开了一项实验，他们与一家非政府组织合作，参与了一次非党派活动。在随机选择的村庄中，人们听到这样一句口号：“不要基于种姓来投票，要为发展而投票！”这一简单的信息将选民们为本种姓候选人投票的概率从25%降至18%。

为什么有些人根据阶级投出选票，而当一家非政府组织让他们再考虑一下时，他们就会欣然改变自己的主意呢？一个答案是，选民们对他们将要做出的决定常常缺乏了解——除了在选举时期，他们一般都没见过候选人。选举时，每个候选者都会做出类似的承诺。他们无法通过一种显而易见的机制，来发现哪些人腐败，所以他们更倾向于认为，每个人都会腐败。而且，选民们对于立法者的实际权力也知之甚少。在印度，我们常常听到，市民们责怪立法者无视贫民区的下水道问题，实际上，这样的问题应由地方立法者来负责。结果，立法者们认为，无论出现什么问题，他们都会受到责怪，这更加不利于一种强有力的执行机制的产生。

在选民们看来，所有候选人都大同小异（或者都不怎么样），所以他们或许觉得，最好还是依据阶级而投票：这种效忠于阶级的行为得到回报的概率很小，政治家也不太可能会向他们提供帮助。但无论是哪种情况，他们必须要付出代价。此外，很多人并不在意选举，所以他们才这么容易改弦易辙。

巴西曾努力向选民们提供关于候选人的有用信息。自2003年，随机选择的60位市政官员每个月都会参加一次电视“抽奖”，他们的账户会受到审查。审查结果会通过网络及当地媒体公之于众。这种审查会减少腐

败现象。在2004年的选举中，如果候选人的账户审查结果被公布，他们当选的概率就会减少12个百分点。另一方面，对于诚实的候选人来说，如果他们的账户审查结果在大选之前公布，那么他们当选的概率会增加13个百分点。在德里贫民窟也发现了类似的结果：如果选民们得知候选人的表现不佳，他们就不会将选票投给他。

因此，政治与政策并无多大差别，其得到改善的可能性很小，而且微小的干预似乎不会产生重要影响。我们在本书中所提倡的理念——注意细节、了解人们怎样做出决定、怎样配合实验——也同样适用于政治。

政治经济学背景

政治经济学认为，政治享有优先于经济的地位：经济政策的范围会据此受到界定与限制。

然而，我们已经看到，在监管力度较大的环境中，机构功能的改进并不彻底。很明显，并非所有问题都能以这种方式得到解决。巴西政治家们的账户并没有依据法律而被曝光，德里的报纸也不会刊登立法者的记录。在印尼，其政权本身也不反对民主制。重要的是，如何寻找这一突破口。就政策来说也是一样，政策并非完全由政治所决定。在恶劣的政治环境中，也会有好的政策产生。而且，或许更为重要的是，在良好的环境中，常常会产生恶劣的政策。

苏哈多时代的印尼就是一个典型的例子。苏哈多是一个独裁者，尤以腐败著称。每当他生重病时，他的亲戚所拥有的股票的价值就会下跌。这表明，与他建立联系是非常有价值的。在苏哈多时代，用来买石油的钱被用来建学校，因为苏哈多认为，教育是传播意识形态的有力方式。他统一了全国的语言，在民众中建立了一种团结感。我们曾报道过，这种政策促进教育的发展。而且，对受益于学校教育的一代人来说，他们的工资也会增加。伴随着教育的发展，一个提高儿童营养的大计划产生了，内容涉及训练100万名村庄志愿者，让他们将这一信息带回村庄。或许，正是由于这一干预措施，1973—1993年期间，印尼营养不良的儿童人数减少了一半。这并不是说，苏哈多政权对于印尼穷人来说有多好，而是强调政治精英的动机有多复杂，他们或许是在某一特定时刻、特定地点，出于自身的利益才出台这些政策的，而这些政策恰巧是有益于穷人的。

同样，相反的情况也会成立。良好的意愿对于良好的政策来说，或许是一个必要的组成部分。有时，糟糕的政策也出于良好的意愿，这是因为这一政策没有抓住真正的问题所在：公立学校体系令大多数人失望，因为每个人都相信只有精英才能学习。穷人找不到安全的地方存钱，因为对于那些允许穷人存款的机构来说，政府为他们设定的管理标准非常高。

部分问题在于，即使政府的用意很好，他们却很难做出尝试。在很大程度上，政府之所以存在，就是为了解决市场无法解决的问题——我们已经看到，在很多情况下，只有当自由市场出于某种原因无法发挥作用时，政府干预才有必要出现。例如，很多家长可能最终没有为自己的孩子接种疫苗，也没有给他们服用驱虫片，因为他们没有考虑到，这样做对于其他人有什么好处；家长可能没有为自己的孩子选择接受正确级别的教育，部分原因在于，他们不清楚孩子长大后是否能够回报他们；公司不愿进行废水处理，部分原因在于，这样做的费用很高，而且他们根本不在乎水污染的问题；走到十字路口时，我们宁愿闯红灯也不愿停下脚步。这样的例子不胜枚举。结果，政府的代理人（官僚、污染检察员、警察、医生）无法因为其他人带来价值而得到回报——当警察给我们开罚单时，我们会抱怨，但我们不会因为他敬业、维护道路安全而嘉奖他。相比之下，杂货店主通过向我们出售鸡蛋而传递价值，当我们向他付钱时，我们知道自己支付的是他所产生的社会价值。

这一现象具有两个重要的意义。第一，我们很难对大多数政府工作人员的表现进行评估，这也是为什么公务员（警察、审判员等）有很多规定要遵循。第二，破坏规定的诱惑力总是存在的，无论公务员还是我们都是这样，这常常会导致腐败及渎职现象的发生。

因此，腐败和渎职的危险在任何政府都是在所难免的，但在以下三种情况中尤为严重：第一，政府要求人民做一些他们认为没有价值的事情，例如骑摩托车时戴头盔或是给儿童接种疫苗。第二，当人们得到的价值大大高于他们所付出的时，例如医院免费提供床位给有需要的人，无论他们的收入高低与否，这就导致更富有的人行贿插队。第三，官僚的收入较低、工作量较大、监管不力，而且即使被解雇也毫无损失。

前面几个章节中的证据表明，这些问题在贫穷国家可能更为严重。由于缺少正确的信息以及政府长久以来的失败，人们对政府的信任越来越少。极度贫穷使很多服务需要以低于市场价格的价格馈赠。而且，人们不知道自己的权利到底有哪些，也无法有效地要求或监督政府的表

现、政府支付给公务员的有限资源等。

这也是政府计划（以及非政府组织及国际组织发起的类似计划）常常没有效果的一个原因。这个问题一直都难以解决，细节方面需要大量关注。这种失败常常并非像很多政治经济学家所说的那样，由某一特定团体的破坏而引起，而是由于整个体系的构想都很糟糕，而且没有人愿意对其进行调整。在这种情况下，改变就意味着要弄清楚什么才是有效的，并且担负起责任来。

医疗工作者的缺席正是这样一个例子。您或许还记得第三章中说到的，乌代布尔地区的护士很不欢迎我们，因为我们的计划增加了她们的工作量。结果，她们笑到了最后：我们与非政府组织赛娃曼迪及当地政府展开的这一计划最终失败了。

在这一计划启动之前，我们对在赛娃曼迪收集的数据进行了研究。数据显示，护士至少有一半的时间是缺勤的。地区行政长官决定，要加强执行护士出勤率的规定。根据新的方案，大多数护士每周一都要在中心待一整天。在这一天里，她不许外出对病人进行探视（这常常是不去上班的一个好借口）。赛娃曼迪负责监测出勤率：在每周一，每个护士都会得到一个印有时间、日期的邮票，然后多次填写贴到中心墙上的签到表上，以此证明她出勤了。至于那些出勤率不到50%的护士，她们会被扣工资。

为了验证我们的做法是否有效，我们派出了独立的调查人员，对赛娃曼迪监督的地区及其他地区护士的出勤率进行调查。一开始，一切都按照计划进行。该计划实施前，护士在岗率为30%左右，到2006年8月，赛娃曼迪监督地区的护士在岗率上升至60%，而其他地区的这一比率没有变化。每个人（除了护士，因为她们见到我们时就告诉了我们）都很振奋。到2006年11月，情况开始逆转。监督地区的护士在岗率开始下降，并且一直在下降。到2007年4月，受到监督的地区与没受到监督的地区，其情况都同样糟糕。

当我们对这一情况进行调查时，惊奇地发现了这样一个事实，即使在该计划结束之后，记录中护士的出勤率仍然很低。记录中出现最多的是“事假”——护士们提出的一些合理理由，例如培训和会议是最为常见的。我们试着弄清楚，为什么这么多事假日突然涌现；在她们所说的日期，我们并没有发现会议或培训的记录。唯一一个可能的解释就是，在监测中心里，当护士突然多申请30%的事假时，每一个负责监督护士的人都决定睁一眼闭一眼。最终，她们发现，自己的上司根本不关心她们

是否来上班，因此她们认为自己的实际出勤率很高。从某种意义上来说，与没有监测的中心相比，监测中心的护士出勤率其实更低，而且直到研究结束时依然如此。最终，监测中心护士的出勤率只有25%，没有人抱怨。对于中心没人工作的情况，村民们已经习惯了，因此他们对整个制度都失去了兴趣。在我们对村庄的拜访中，我们几乎找不到任何抱怨护士缺勤的人。每个人都完全放弃了这项制度，认为不值得去弄清楚护士们在做什么，更不用说要抱怨了。

妮丽玛·科顿是塞娃曼迪的主管，她对这一情况做出了一个有趣的解释。科顿是一个以身作则的人，她为自己的职业生涯制定了一个很高的行为标准，并希望其他人也能照做。但这些护士却给她带来了麻烦，因为她们对于自己的玩忽职守似乎很不以为然。她还发现，她们需要做的事情十分令人震惊：一周工作6天。签到，然后拿上你的药箱，出发前往一个小村子巡诊，即使在38度左右的天气也是如此。她们挨家挨户地为育龄妇女和她们的孩子做检查，还要劝说少数对此毫无兴趣的妇女采取避孕措施。在五六个小时的工作之后，还要走回中心做下班登记，然后乘2个小时的公交车回家。

很明显，没有人能将这项工作一直坚持下去。人们对此十分理解，他们并不指望护士能真正完成所规定的工作。那么护士实际上应该做些什么呢？她们应该有自己的规则。在我们见到她们时，她们清楚地告诉我们，我们不能指望她们能在上午10点之前来上班，而清晰地贴在中心外面墙上的上班时间是早上8点。

显然，这些规定的设立并不是要降低印度整个医疗保健体系的效率。相反，这或许是由一位善意的官僚提出来的，他对这个体系该做些什么有自己的观点，而且也不过多关注那些被要求实现的东西。这就是我们所谓的三大问题：意识形态、无知和惯性。这个问题瓦解着可以帮助穷人的各种努力。

护士的工作量基于这样一种意识形态，即将护士看成是充满奉献精神的社会工作者，这种意识形态出自对各种条件的无知，大多因惯性而反映在文件之中。改变这些规则，使护士的工作变得更好操作，这或许还不足以提高护士的出勤率，但仍然是必要的一步。

这三大问题同样使印度家长和学生承担教育和被教育责任的努力受到了阻碍。印度政府在最近的一次教育改革中，引入了父母参与监管子女小学教育的观点。SSA是一项旨在提高教育质量的大型项目，由联邦政府资助，每个村庄都要成立一个村庄教育委员会（或称VEC，相当于

美国的家长-教师协会），协助学校进行管理，寻找改进教学质量的方法，并对出现的任何问题进行汇报。尤其值得一提的是，村庄教育委员会可以为学校增加一名教师而申请资金，如果获得了必要的资金，委员会有权雇用或者根据需要解雇这名教师。考虑到雇用教师的成本不低，这可以说是一项意义深远的决策。然而，根据我们在北方邦（印度人口最多的一个邦）江布尔区所做的调查，在这一计划制订近5年之后，我们发现92%的家长从未听说过村庄教育委员会。此外，在我们对该委员会成员的家长进行采访时，1/4的人都说不知道自己是这个委员会的成员，约2/3的人并不了解SSA计划，也不知道其拥有雇用教师的权力。

这一计划同样受到了这三大问题的阻碍。在“人民的力量很大”这种意识形态的启发下，这一计划完全忽视了想要什么及某一村庄如何运作。在我们对这一计划进行研究时，它完全是由惯性支撑着。很多年以来，根本没人注意过这个计划，除非是某地的官僚，因为他需要确保所有的意见箱都已检查过了。

Pratham是印度一家教育非政府机构，负责年度国家教育报告，还有我们在第四章中谈到的有关教育的阅读计划。通过与该机构的共同研究，我们认为，让父母们认识到自己的权利，可以为计划注入新的活力。根据SSA计划，Pratham小组派出实地考察员到65个随机选择的村庄，告知那里的父母们他们拥有哪些权利。Pratham小组有些怀疑，如果只是告诉人们他们能做些什么，而不告诉他们为什么要这样做，这种方式是否真的有效；在另外65个村庄一组中，Pratham小组教感兴趣的村民怎样使用dipstick阅读软件，还有些数学测试（这些都是ASER的核心内容），并为该村庄准备一张成绩单。对于这些成绩单的讨论（表明在大多数村庄，具有读写能力孩子的人数少得可怜）只是一个起点，随之而来的是讨论家长及村庄教育委员会的潜在作用。

然而，在一年之后，在家长参与村庄教育委员会、委员会行动主义或儿童学习（这是我们最关心的）的问题上，这些干预都没能产生任何作用，而原因并非是这一社区没有被调动起来。Pratham小组还让这一社区提供一些志愿者，接受Pratham阅读技巧的培训，然后教孩子们怎样去阅读，并负责给孩子们开设课后阅读班。志愿者们确实做到了，他们每个人都会教几个班。我们在第四章中看到，这些村庄孩子们的阅读水平大大地提高了。

产生这一区别的原因可以解释为，村民们得到了一项清晰、具体的任务：找到志愿者，将有需要的孩子送到辅导班。相对于劝说人们去为

增加一个教师而游说政府的模糊任务，即SSA的计划，这种方式的界限或许更为清晰。在肯尼亚，一项研究给村庄教育委员会一项任务，并让他们行动起来，结果非常成功。在这项研究中，委员会得到了一笔资金，并根据要求用这笔钱雇用一名教师。在某些学校，委员会还有另外一个责任，即密切注意这名教师的行为，并确保学校没有误用这名教师。这一计划在所有学校都得到了良好的执行，而且在学校委员会特别关注其执行情况的学校，效果更为明显。因此，父母的参与虽然必不可少，但父母们需要做的事情也需要审慎思考。

这两个例子表明，大规模的浪费及政策失败之所以会发生，常常是因为政策规划阶段的懒惰思想，而不是任何深层次的结构问题。对于有效的政策来说，有效的政治或许是必要的，或许不是。当然，这还不够。

因此，我们没有理由相信政治经济学的那种观点，即政治总会优先于政策。我们现在可以更进一步，颠倒政策与政治的阶级地位。良好的政策是良好的政治的第一步吗？

选民们根据他们所看到的现实情况，调整自己的观点，即使他们一开始时具有偏见。印度的女性政策制定者就是一个例子。尽管德里的精英们仍然认为，女人不应被赋予合法的决定权，但国民们却更为支持相反的观点。在孟加拉邦西部，在从来没有女性领导者任职的政府岗位中，2008年，10%的岗位被女性占据。毫无疑问，当这些岗位为女性预留时，这一比率上升至100%。女性当选的比率从13%上升至17%。在孟买，同样的情况也在市政府代表中发生了。其中的一个原因就是，选民们对待女性的态度发生了改变。在孟加拉邦西部，为了衡量关于能力的偏见，村民们需要听取一位领导人的讲话。所有村民听到的都是同一篇讲话，但有些人听到的是男声，而有些人听到的是女声。听完讲话之后，他们被要求对讲话质量进行评判。在从未为女性保留过席位（也从未有过女性领导者）的村庄中，男人们给予男声演讲的分数比女声演讲更高。另一方面，在曾为女性保留席位的村庄中，男人一般都更喜欢女声演讲。男人的确承认，女人有能力执行良好的政策，他们改变了自己对于女性领导者的观念。因此，暂时为女人保留2/3席位，不仅可以增加饮用水资源，还会永久转变女性在政治领域的角色。

良好的政策还有助于打破过低期望的恶性循环：如果政府开始执行，人们就会开始更认真地对待政治，并给政府施压，执行更多的政策，而不会放弃选举权，也不会不加思考地将选票投给同族之人，更不

会拿起武器反抗政府。

在墨西哥的一项研究中，研究人员找到接受了社会福利计划 Progresa（为穷人家庭提供现金转移，前提是他们的孩子去上学，他们要去医疗中心）的村庄，对实行该计划6个月与21个月的两组村庄在2000年大选期间的选举行为进行对比。结果显示，在受益于Progresa计划更久的村庄，其选票偏向实行该计划的政党。造成这一现象的原因不可能是这些家庭被该计划“收买了”，因为那时他们都受益于此，并且已经了解那些规则，而是这一计划在改善健康及教育方面非常成功，接受该计划更久的家庭，已看到由此而产生的一些好处。因此，他们将选票投向了启动这一计划的政党。在太多选举承诺出台而又破灭的情况下，实际的成绩向选民们提供了有用的信息，让他们了解候选人将来可能会做些什么。

信任的缺乏可以说明，为什么温奇康（Wantchekon）在2001年贝宁的实验中发现，与吸引公众利益相比，提供具体的信息更为成功。当政客们对“公众利益”泛泛而谈时，没有人会真正相信，至少，选民们多多少少会信任一种具体的信息。如果“公众利益”的信息更加清晰一点儿，更加专注于某些具体倡议，提出一项可以让候选人在当选后为选民负责的议程，那么这种信息更容易产生影响。

伦纳德在2006年选举之前进行了一项后续实验，结果表明，对于那些认真负责、致力于涉及并解释社会政策的政治家们，选民们的确会给予支持。伦纳德开始与贝宁其他民间团体领导人进行广泛的协商：“2006年选举：政策选择是什么？”分别有教育、公共卫生、管理及城市规划四个小组，还有四位专家（其中两位来自贝宁，另外两位分别来自邻国尼日尔和尼日利亚），他们提供一本政策建议的白皮书。所有国民大会的政党代表，还有各家非政府组织的代表，都参加了这次会议。会议之后，有几家政党自愿使用会议上提出的建议，作为试运行的选举平台。他们将其应用于随机选择的村庄，在城镇会议上，对这些建议做出了详细的介绍，参与者们有机会做出反应并采取行动。在对照村庄，气氛愉悦的政治会议经常召开，会上提出了一些具体信息，还有广泛而又模糊的政策提议。这一次的结果恰恰相反，在那些召开会议并讨论具体政策提议的村庄，并没有出现对于具体信息的支持，但参选政党的选票数和支持率都更高。

这一结果表明，可靠的信息可以劝服选民们对符合大众利益的政策投票。一旦信任建立了起来，个别政客的激励政策也会改变。他会感觉

到，如果他做了一些善事，他就会受到尊敬并再次当选。很多拥有权力的人都具有多重动机——他们想受到爱戴或做善事，因为他们有同情心，也因为这可以稳固他们的地位，即使他们有腐败行为。这些人会做一些促进变革的事情，只要这些事情与他们的经济目标不完全冲突。一旦政府可以证明，他正在试图实施政策并赢得人民的信任，一种更深层次的可能性就会产生。政府现在可以不再那么关注于短期成绩，不再那么热衷于不顾一切地赢得选民的认可，不再那么沉迷于冲动下的有奖问答。对于政府来说，这是一个规划更加有效、更有远见政策的好机会。我们在第四章中看到，Progresa所展示的成功鼓励了福克斯，他在墨西哥的革命制度党（PRI）失势之后成为总统，而他并没有取消这一项目，而是将其推广到整个拉丁美洲，推广到全世界。这些项目或许起初并不像有奖问答那样吸引人，因为为了拿到钱，一个家庭可能要做些事与愿违的事情，但人们相信（不过，我们看到，或许这是错误的），制约性是“打破贫穷周期”的一个必要部分。我们欣慰地看到，无论是左翼还是右翼政党，他们都认为应当将这一长远观念摆在议程的核心位置。

对于发展中国家的政治机构，很多西方学者及政策制定者都极为悲观。根据他们的从政知识，他们或许会指责陈旧的农业机构，或是来自西方的罪恶——殖民统治或傀儡机构——或是一个国家所固守的文化。无论出于何种原因，这一观点都认为，糟糕的政治机构应在很大程度上为国家的贫穷负责，而且逃脱这种贫穷状态很难。有人认为这是一个放弃的理由，其他人则希望从外部促进机制改革。

伊斯特利与萨克斯对这些论点都多少有些反感，原因有所不同。伊斯特利认为，西方的“专家们”没理由去判断在特定环境下的一组政治机构是好是坏。萨克斯认为，糟糕的机制是贫穷国家的通病：通过专注于具体、可测量的计划，或许以某种有限的方式，甚至在一种糟糕的机制环境中，我们可以成功地消除贫穷，让人们变得更富有、更有文化，开启一个良性循环，由此，良好的机制便会随之而产生。

我们同意这一观点：政治局限性是真实存在的，这使我们很难找到解决大问题的方法。但是，在改进机制及政策方面，我们仍然有很大的发展空间。认真了解每个人（穷人、公务员、纳税人、当选政客等）的动机及局限性，可以更好地制定出有效的政策及机制，避免腐败或渎职现象的发生。这些变化还在继续，并开启一场寂静的变革。

总结

经济学家（及其他专家）谈论哪些国家的经济在增长，哪些国家的经济没有增长，这看上去没有任何用处。一些国家由经济瘫痪转变为经济奇迹，如孟加拉国和柬埔寨；另一些国家的经济从“模范”沦落到谷底，如科特迪瓦。回顾过去，我们总能找出合理的理由解释过去发生的事情。但事实是，大多数情况下，我们很难预测哪个国家的经济会增长，也不明白为什么有些事会忽然发生。

鉴于经济增长需要人力与智慧，但无论何时，如果男人和女人都受过良好的教育、拥有健康的身体，如果市民们在为孩子投资方面具有安全感和信心，让孩子们走出家门，到市里去找一份新工作，那么人们就更容易摆脱贫困，这看上去似乎是合理的。

或许，到那时，人们需要长久致力于摆脱贫困。如果不幸和挫折不请自来，气愤与暴力占据上风，那么能否摆脱贫困，我们尚不可知。一种有效的社会政策可以使人们远离失败，因为他们觉得自己不会失去什么，要让国家在其所处的时代腾飞，那么这样的政策或许是关键的一步。

如果所有这些都不正确，如果国家政策不能带来经济增长，那么尽一切可能来提高穷人的生活质量，不再等待经济刺激，将是大势所趋。第一章中对道德问题的讨论使我们在某种程度上知道了如何摆脱贫困，我们不能容忍浪费穷人的才干和生命。正如本书所讨论的，尽管我们没有根除贫困，但我们知道有些事情或许可以改善穷人的生活。具体见以下5个方面。

第一，穷人通常缺少信息来源，相信那些错误的事情。他们不清楚给儿童接种疫苗的好处，不明白基础教育的重要性，不知道该使用多少化肥，不知道哪种方法最易染上艾滋病，也不知道政治家们每天都在做些什么。在他们发现那些坚信不疑的信念是错误的之前，他们会做出错误的决定，这些决定有时会引起严重的后果。如果女孩们与成年男子发生性关系并且未采取避孕措施，或农民使用两倍于正常量的农药，这些事情的后果都是严重的。例如，由于人们不确定接种疫苗有哪些好处，

再加上办事拖延的习惯，导致很多孩子失去了这样的机会。如果公民盲目选举，他们很可能会选择同种族的候选人，尽管这样做会使顽固和腐败问题变得更严重。

有很多事例可以说明，一条普通的信息可以带来巨大的变化。当然，事情并不总是如此。要想产生这样的效果，这条信息必须具备以下特点：它必须是人们尚未知晓的（如“婚前禁止性行为”是人人知道的，效果不明显）；信息的发布方式必须是简单而有吸引力的（电影、电视剧、精心设计的报告单）；信息的来源必须是可靠的（有趣的是，媒体看上去似乎是可靠的）。因此，当媒体发布信息称政府做得不对，政府将花费大量的成本来挽救自己的信誉。

第二，穷人肩负着生活中的多种责任。你越富有，越容易做“正确”的决定。穷人没有自来水，因此，当市政府对水进行氯化时，他们不能受益。他们买不起速溶的强化营养型麦片，因此不得不想办法确保他们及自己的孩子得到足够的营养。他们没有自动扣除功能的储蓄计划，例如退休计划或社会保障，因此要想法存些钱。做这些决定是困难的，因为它需要人们考虑当下或前期做出少量付出，而回报很可能在遥远的未来。人们拖延的习惯会把事情搞砸。对于穷人，更为麻烦的是，他们的生活本来就很难：他们中的一些人做着竞争激烈的小本生意，剩下的大部分人打散工，总要为找到下一份工作发愁。这说明通过做正确的事情，他们的生活就会得到很大改善——降低加铁/碘盐的生产成本，使人人都买得起；银行提供存钱容易但取钱代价会稍高的储蓄账户，让每个人都能享有，如果有必要的话，政府可以对银行进行补贴，以弥补其带来的成本费用；在自来水昂贵的地方提供清毒剂以做净水处理。这样的事例还有很多。

第三，一些服务于穷人的市场正在消失，或是在这些市场中，穷人处于不利地位。穷人存款所得的利息（如果有幸拥有一个账户的话）是负利息，但贷款的利息却很高。针对穷人的医疗保险市场尚未健全，尽管医疗问题给他们的生活带来了很大影响。

在一些案例中，技术创新或制度创新可以弥补市场发展的不足，例如小额信贷市场，它向穷人发放小额贷款，利息不高，人们支付得起；又如，电子转账系统（用手机等）和个人识别系统可以在未来几年大幅削减银行成本。但是，我们还应认识到，这类市场的兴盛不仅需要靠自身的努力那么简单，有时需要政府的支持。

我们应该认识到，这可能会产生免费赠送的产品或服务（如蚊帐或

到保健中心做检查），甚至奖励人们做有利于自身的事情，虽然这听起来有些奇怪。各类专家都不信任这种免费发放的产品和服务，即使是从纯粹成本效益的角度来看，这也可能有些夸张了。相对于收取一个固定价格来说，免费向每个人提供服务的成本常常更低。在某些情况中，这可能需要确保市场所售产品的价格具有足够的吸引力，允许市场得以发展。例如，政府可以补贴保险费用、发放代金券，而家长则可以在任何一家学校（公立或私立）使用，或是强迫银行向每个人提供免费的账户，只收取象征性的费用。我们有必要记住，这些得到补贴的市场需要受到严格的监管，确保其运转良好。例如，如果所有家长都能为自己的孩子找到合适的学校，那么学校代金券就非常有用；否则，这可能会成为为精明的家长提供又一优势的方式。

第四，贫穷的国家不会因为贫穷或其不堪回首的历史而注定失败。的确，在这些国家，事情很难办成：一项关于帮助穷人的计划由于被某些人接手而失败了；教师教学散漫；建筑施工时偷工减料，车辆超载以致道路塌陷等。这些事件几乎与那些精英们的经济阴谋无关，主要是由于制定政策时出现的错误造成的，包括无知、意识形态和惯性。人们期望护士完成普通人无法胜任的工作，但从没有人想过修改护士的工作职责。在印度，一位政府高官曾告诉我们，村里的教育委员会成员包括优秀生的家长和差生的家长。当我们问他们如何评定好坏的标准时（直到四年级才有考试），那位官员立刻转移了话题。然而，由于惰性，这些荒唐的规定目前还在生效。

如果表达正确的话，在不改变现有社会及政治结构的情况下，有可能对管理和政策加以改进。即使是在“良好的”制度环境下，改进的空间仍是巨大的，而在不好的环境下也有一定行动的空间。只要确保每个人都来邀请来参加村庄会议，对政府工作人员进行监督，并让他们为自身的渎职而担负起责任，对各个阶层的政治家进行监督，并将这一信息与选民分享，向公共服务用户们说明他们应期待什么——医疗保健中心的准确工作时间，他们应当拿到多少钱（或是多少袋米），那么，一次小的变革便可以实现。

第五，对于人们能做什么或不能做什么，最终常变为自我实现的预言。孩子们放弃上学是因为老师（有时是父母）认为他不够聪明；水果店老板不努力还贷是因为他们认为自己还会负债；护士不上班是因为没人对她们在岗位上的表现抱有期望。改变人们的期望是不容易的，却不是不可能的：当看到村里出现了女官员时，村民们不仅不再歧视女政

治家，甚至开始认为自己的女儿也具备这种发展潜力。更重要的是，成功能带来更大的成功。当一种情况得到改善时，这种改善本身就会影响人们的信念和行为。因此，在启动一个良性循环时，人们不应害怕必要的付出（包括现金）。

除了上述5个原因，我们还有很多本该知道却不知道的事情。这本书旨在对这些问题抛砖引玉。如果我们拒绝懒惰和公式化的思考模式，如果我们倾听穷人的心声，理解他们的逻辑，那么我们就能够制定一套有效的政策，也能更理解穷人的生活方式。基于这种理解，我们可以发现贫穷的原因，并找到解决的办法。

关于宏观经济政策和体制改革，我们不想做过多评论，但也不会忽略这项事业所暗藏的逻辑：小的变化可以带来大的影响。肠道寄生虫可能是你最不想提的话题，但是肯尼亚的孩子为此需要在学校接受治疗，时间长达两年，而不是一年（成本是每年每个孩子1.36美元），他们成年后平均每年多挣20%，即一个人一生多挣3 269美元。如果杀虫工作更加广泛，它所带来的影响会更小：如果肠道寄生虫被消灭，那些孩子可能早已投入了工作。我们注意到，2006—2008年，肯尼亚人均收入可持续增长率创历史新高，为4.5%。如果我们撬动经济政策的杠杆，那么该地经济会呈现前所未有的增长，4年内人均收入将提高20%，但是，这样的杠杆并不存在。

我们不能保证消除贫困。一旦我们承认这一点，我们就获取了充足的时间。贫困已跟随了我们几千年，如果我们打算在50年或100年内消除贫困，那就行动起来。至少我们不能再假装已找到了解决的办法，我们应与全球其他人一起联手努力，让这个世界再没有人每天依靠99美分生活。

致谢

我们的母亲——妮玛拉·班纳吉和维奥莱纳·迪弗洛——在生活和工作中，曾多次表达对不公正的憎恨。假如我们当时对此装聋作哑，逃避她们的影响，我们就难以成为发展经济学家。

我们的父亲——迪帕克·班纳吉和迈克尔·迪弗洛——教导我们正确讨论的重要性。我们并不能完全体会他们设定的严格标准，但我们渐渐理解了为什么它是正确的标准。

这本书起源于2005年与安德烈·施莱费尔的谈话，当时他在《经济展望》杂志当编辑。他让我们写一写穷人。当我们写作最终题为“穷人的经济生活”的文章时，我们意识到，这是能将我们一生想洞察的各种迥异的事实和想法综合起来的一个方式。我们的经纪人马克斯·布罗克曼说服我们说，一定会有人对出版这样一本书感兴趣。

书中的许多信息都来自他人：他们或教过我们——指导过我们或挑战过我们，或是我们的合作者——合编者、学生和朋友，或是我们的同事，或是政府工作人员。然而，我们仍然希望感谢乔希·安格里斯特、鲁克米尼·班纳吉、安妮·迪弗洛、妮丽玛·凯坦、迈克尔·克雷默、安德勒·马斯·科勒尔、埃里克·马斯金、森德希尔·莫雷森、安迪·纽曼、罗西尼·潘德、托马斯·皮凯蒂和伊曼纽尔·赛斯。他们以各自方式付出了自己的努力，他们的一些观点也被融入本书。我们希望，他们对于这一点应该感兴趣的。

在本书写作的初期，我们从很多人的观点中受益，其中包括：丹尼尔·科恩、安格斯·德亚顿、帕斯科林·迪帕、尼古拉斯·克里斯托夫、格雷格·刘易斯、帕特里克·麦克尼尔、罗西尼·潘德、兰·帕克、索明斯基·森古普塔、安德烈·施莱费尔 and 库德扎·塔卡瓦莎。埃米丽·布雷扎和多米尼克·莱格特多次通读了本书的每一章节，并提出了重要的改进建议。因此，我们才能看到这么精彩的一本书。当然，如果我们更耐心一些的话，效果可能会更好。我们在公共事务所的编辑克莱夫·普里德尔也提供了很大的帮助，本书就是在他任主管时面世的。

图书在版编目 (CIP) 数据

贫穷的本质：我们为什么摆脱不了贫穷：修订版 / (印) 阿比吉特·班纳吉，(法) 埃斯特·迪弗洛著；景芳译. -- 2版. -- 北京：中信出版社，2018.9

书名原文：Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty
ISBN 978-7-5086-8721-6

I. ① 贫... II. ① 阿... ② 埃... ③ 景... III. ① 贫穷 - 研究 - 世界 IV ① F113.9

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第043779号

POOR ECONOMICS: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty by Abhijit V. Banerjee and Esther Duflo

Copyright © 2011 by Abhijit V. Banerjee and Esther Duflo.

Simplified Chinese translation copyright © 2018 by CITIC Press Corporation

All rights reserved.

贫穷的本质——我们为什么摆脱不了贫穷 (修订版)

著者：[印度] 阿比吉特·班纳吉 [法] 埃斯特·迪弗洛

译者：景芳

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029)

字数：223千字

版次：2018年9月第2版

京权图字：01-2011-4625

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书号：ISBN 978-7-5086-8721-6

版权所有·侵权必究

穷查理宝典

查理·芒格智慧箴言录

[美] 彼得·考夫曼 | 编 李继宏 | 译

Poor Charlie's Almanack

The Wit and Wisdom of
Charles T. Munger



中信出版社 CHINACITICPRESS

目录

中文版序言 书中自有黄金屋

鸣谢

序言：巴菲特论芒格

驳辞：芒格论巴菲特

导读

第一章 查理·芒格传略

歌颂长者：芒格论晚年

忆念：晚辈谈芒格

第二章 芒格的生活、学习和决策方法

第三章 芒格主义：查理的即席谈话

第四章 查理十一讲

第一讲 在哈佛学校毕业典礼上的演讲

第二讲 论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系

第三讲 论基本的、普世的智慧（修正稿）

第四讲 关于现实思维的现实思考？

第五讲 专业人士需要更多的跨学科技能

第六讲 一流慈善基金的投资实践

第七讲 在慈善圆桌会议早餐会上的讲话

第八讲 2003年的金融大丑闻

第九讲 论学院派经济学：考虑跨学科需求之后的优点和缺点

第十讲 在南加州大学GOULD法学院毕业典礼上的演讲

第十一讲 人类误判心理学

第五章 文章、报道与评论

如果说标准石油正在试图变得贪婪的话，那么它的表现可不够好
巴菲特的副手.....
互助储蓄与贷款联盟的请辞信
反托拉斯法的滥用
芒格科学中心接近完工
不那么沉默的合伙人
乐观主义在会计中没有容身之地
贝西克兰兴衰记
“贪无厌”“高财技”“黑心肠”和“脑残”国的悲剧

查理·芒格的推荐书目

查理·芒格年谱

chard, 1733.

A N

Manack

the Year of Christ

7 3 3,

first after LEAP YEAR:

makes for the Creation
of the E. Arm Goods
Church, when G can T
union of W W

Chronology

Rabbies

herein is contained

ions, Eclipses, Judgment of
Moses, Manna &

Years

7241

6932

5942

5682

5494

APRIL

D. H.	
3	2 aft.
10	5 aft.
17	2 aft.
25	8 mor.
27	6 Deg.
6	
6	
6	
	12
	17
	22
	27



Vol. (Soo's L)
You tolerable
the fellow,
23 bly, Soo
24 vice Pow
25 Tobastian
26 as the Co
27 well, we
28 Life. To
29 from this
30 large as h
31 the Soo, c
32 covering w
33 Axis, as n
34 like wha

Poor Richard, 1733.

A N

Almanack

For the Year of Christ

1 7 3 3,

Being the First after I EAP YEAR:

<i>And makes four the Creation</i>	Years
By the Account of the E. & m. Goods	7241
By the Latin Church, when O cm Y	6932
By the Computation of W W	3742
By the Roman Chronology	5682
By the Jew & Rabbits	5494

Wherein is contained

The Lunations, Eclipses, Judgment of the Weather, Spring Tides, Planets Motions & mutual Aspects, Sun and Moon's Rising and Setting, Length of Days, Time of High Water, Fairs, Courts, and observable Days.

Fitted to the Latitude of Forty Degrees, and a Meridian of Five Hours West from London, but may without sensible Error serve all the adjacent Places, even from Newfoundland to South Carolina.

By *RICHARD SAUNDERS*, Philom.

PHILADELPHIA:

Printed and sold by *B. FRANKLIN*, at the New Printing Office near the Market

对于智者而言，一字道天机。

——穷理查

《穷查理宝典》效仿的对象当然是本杰明·富兰克林的《穷理查年鉴》。许多人知道，富兰克林是个通才。他生于波士顿，除了是美国独立战争领袖之外，还是新闻记者、出版家、作家、慈善家、废奴主义者、人民公仆、科学家、图书馆学家、外交家和投资家。

富兰克林以穷理查为笔名，在1733年到1758年间出版了他的《年鉴》。它的内容丰富多彩，不仅包括许多后来很著名的富兰克林名言，还有日历、天气预报、天文信息、占星资料等等。《年鉴》这本书在当年的殖民地美国极受欢迎，每年能卖出大概10万本。



《穷理查年鉴》中的格言涉及的范围很广，而且通常都很幽默。其中包括：

“从来没有国家因为贸易而衰落。”

“不把事情管好，就要被事管。”

“人自爱，必无敌。”

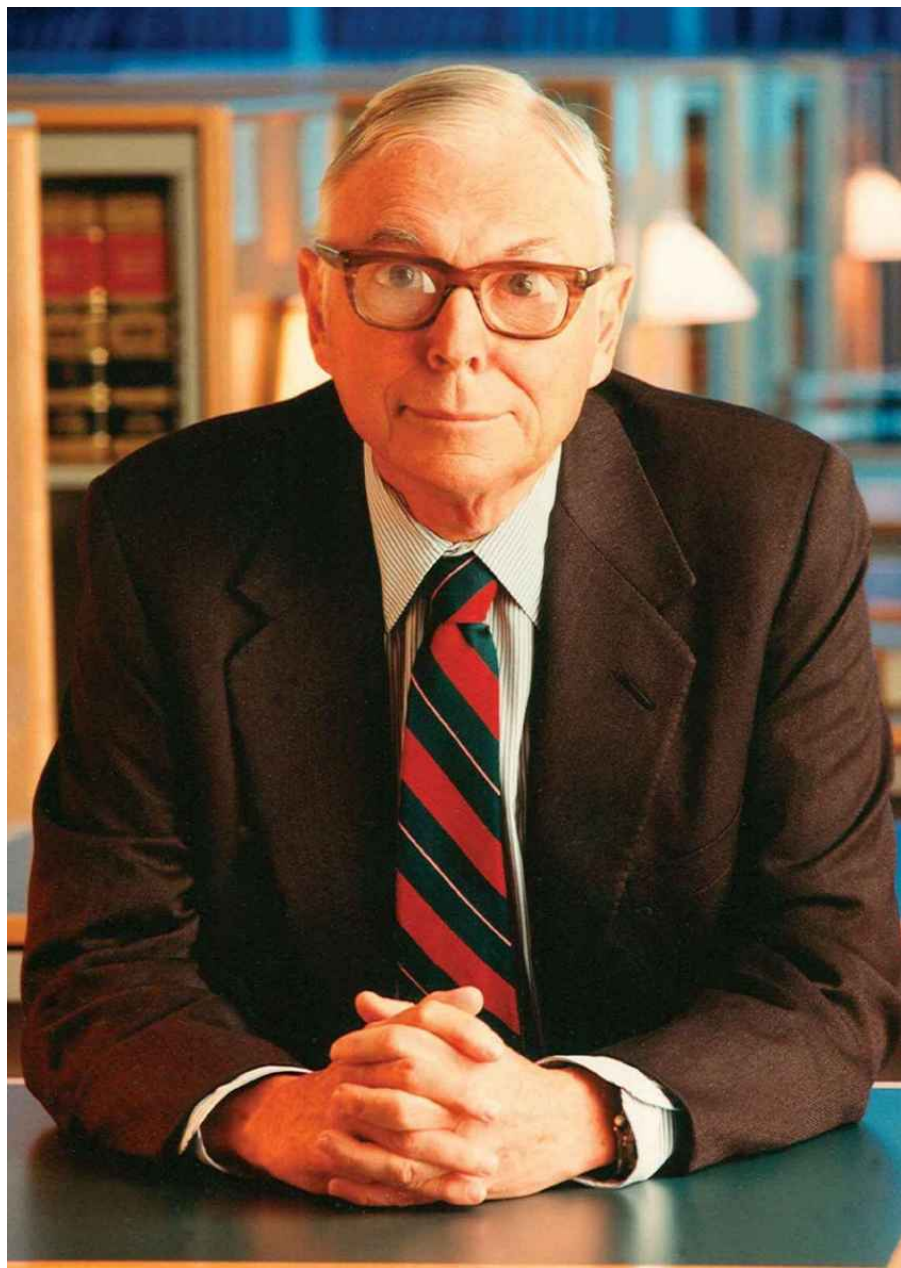
“若有无爱之婚姻，必有无婚姻之爱。”

“讲价最怕急时需。”

“三个人也能保守秘密，前提是其中两个已经死掉。”

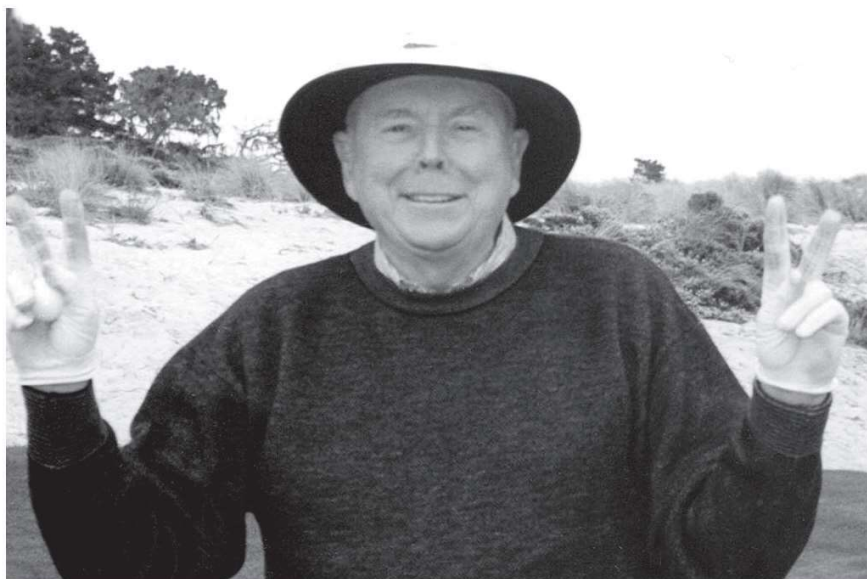
“凡是敌人，均须重视。”

“空麻袋立不起来。”





献给查理·芒格



芒格将会用他自己的话来告诉你：

获取普世的智慧，

并相应地调整你的行为。

即使你的特立独行让你在人群中不受欢迎.....

那就随他们去吧。

中文版序言

书中自有黄金屋

李录

20多年前，作为一名年轻的中国学生只身来到美国，我怎么也没有想到后来竟然从事了投资行业，更没有想到由于种种机缘巧合有幸结识了当代投资大师查理·芒格先生。2004年，芒格先生成为我的投资合伙人，自此就成为我终生的良师益友。这样的机遇恐怕是过去做梦也不敢想的。

像全世界成千上万的巴菲特/芒格崇拜者一样，两位老师的教导，伯克希尔·哈撒韦公司的神奇业绩，对我个人的投资事业起了塑造式的影响。这些年受益于芒格恩师的近距离言传身教，又让我更为深刻地体会到他思想的博大精深。一直以来，我都希望将这些学习的心得与更多的同道分享。彼得·考夫曼的这本书是这方面最好的努力。彼得是查理多年的朋友，他本人又是极其优秀的企业家、“职业书虫”。由他编辑的《穷查理宝典》最为全面地囊括了查理的思想精华。彼得既是我的好友，又是我的投资合伙人，所以我一直都很关注这本书的整个出版过程。2005年第一版问世时，我如获至宝，反复研读，每读一次都有新的收获。那时我就想把这本书认真地翻译介绍给中国的读者。不想这个愿望又过了五年才得以实现。2009年，查理85岁。经一位朋友提醒，我意识到把这本书翻译成中文应该是对恩师最好的报答，同时也完成我多年希望与同胞分享芒格智慧的心愿。

现在这本书出版了，我也想在此奉献我个人学习、实践芒格思想与人格的心路历程、心得体会，希望能对读者们更好地领会本书所包含的智慧有所裨益。

第一次接触巴菲特/芒格的价值投资体系可以追溯到20年前。那时

候我刚到美国，举目无亲，文化不熟、语言不通。侥幸进入哥伦比亚大学就读本科，立刻便面临学费、生活费昂贵的问题。虽然有些奖学金以及贷款，然而对一个身无分文的学生而言，那笔贷款是天文数字的债务，不知何时可以还清，对前途一片迷茫焦虑。相信很多来美国读书的中国学生，尤其是要靠借债和打工支付学费和生活费的学生都有过这种经历。

由于在上世纪七八十年代的中国长大，我那时对经商几乎没有概念。在那个年代，商业在中国还不是很要紧的事。一天，一位同学告诉我：“你要是想了解在美国怎么能赚钱，商学院有个演讲一定要去听。”那个演讲人的名字有点怪，叫巴菲特（Buffett），听上去很像“自助餐”（Buffet）。我一听这个名字蛮有趣，就去了。那时巴菲特还不像今天这么出名，去的人不多，但那次演讲于我而言却是一次醍醐灌顶的经历。

巴菲特讲的是如何在股市投资。在此之前，股市在我脑子里的印象还停留在曹禺的话剧《日出》里所描绘的20世纪30年代上海的十里洋场，充满了狡诈、运气与血腥。然而这位据说在股市上赚了很多钱的美国成功商人看上去却显然是一个好人，友善而聪明，颇有些学究气，完全同我想象中的那些冷酷无情、投机钻营的商人南辕北辙。

巴菲特的演讲措辞简洁、条理清晰、内容可信。一个多钟头的演讲把股票市场的道理说得清晰明了。巴菲特说股票本质上是公司的部分所有权，股票的价格就是由股票的价值，也就是公司的价值所决定的。而公司的价值又是由公司的盈利情况及净资产决定的。虽然股票价格上上下下的波动在短期内很难预测，但长期而言一定是由公司的价值决定的。而聪明的投资者只要是在股票的价格远低于公司实际价值的时候买进，又在价格接近或者高于价值时卖出，就能够在风险很小的情况下赚很多钱。

听完这番演讲，我觉得好像捞到了一根救命稻草。难道一个聪明、正直、博学的人，不需要家庭的支持，也不需要精熟公司管理，或者发明、创造新产品，创立新公司，在美国就可以白手起家地成功致富吗？我眼前就有这么一位活生生的榜样！那时我自认为不适合做管理，因为对美国的社会和文化不了解，创业也没有把握。但是如果说去研究公司的价值，去研究一些比较复杂的商业数据、财务报告，却是我的专长。果真如此的话，像我这样一个不名一文、举目无亲、毫无社会根基和经

验的外国人不也可以在股票投资领域有一番作为了吗？这实在太诱人了。

听完演讲后，我回去立刻找来了有关巴菲特的所有图书，包括他致伯克希尔股东的年信及各种关于他的研究，也了解到芒格先生是巴菲特先生几十年来形影不离的合伙人，然后整整花了一两年的时间来彻底地研究他们，所有的研究都印证了我当时听演讲时的印象。完成了这个调研过程，我便真正自信这个行业是可为的。

一两年后，我买了有生以来的第一只股票。那时虽然我个人的净资产仍然是负数，但积蓄了一些现金可以用来投资。当时正逢1990年代初全球化的过程刚刚开始，美国各行业的公司都处于一个长期上升的状态，市场上有很多被低估的股票。到1996年我从哥大毕业的时候，已经从股市投资上获取了相当可观的回报。

毕业后我一边在投资银行工作，一边继续自己在股票上投资。一年后辞职离开投行，开始了职业投资生涯。当时家人和朋友都颇为不解和担心，我自己对前途也没有十分的把握。坦白说，创业的勇气也是来自巴菲特和芒格的影响。

1998年1月，我创立了自己的公司，支持者寡，几个老朋友友情客串投资人凑了一小笔钱，我自己身兼数职，既是董事长、基金经理，又是秘书、分析员。全部的家当就是一部手机和一台笔记本电脑。其时适逢1997年的亚洲金融危机，石油的价格跌破了每桶10美元。我于是开始大量地买进一些亚洲优秀企业的股票，同时也买入了大量美国及加拿大的石油公司股票。但随后的股票波动令当年就产生了19%的账面损失。这使得有些投资者开始担心以后的运作情况，不敢再投钱了。其中一个最大的投资者第二年就撤资了。再加上昂贵的前期营运成本，公司一度面临生存的危机。

出师不利让我倍受压力，觉得辜负了投资人的信任。而这些心理负担又的确会影响到投资决策，比如在碰到好的机会时也不敢行动。而那时恰恰又是最好的投资时机。这时，巴菲特和芒格的理念和榜样对我起了很大的支持作用，在1973——1974年美国的经济衰退中，他们两位都有过类似的经历。在我最失落的时候，我就以巴菲特和芒格为榜样勉励自己，始终坚持凡事看长远。

随后，在1998年的下半年里，我顶住压力、鼓起勇气，连续做出了当时我最重要的三四个投资决定。恰恰是这几个投资在以后的两年里给我和我的投资者带来了丰厚的回报。现在回过头来想，在时间上我是幸运的，但巴菲特和芒格的榜样以及他们的书籍和思想，对我的确起了至关重要的影响。

但是，当时乃至现在华尔街上绝大多数个人投资者，尤其是机构投资者，在投资理念上所遵从的理论与巴菲特/芒格的价值投资理念是格格不入的。比如他们相信市场完全有效理论，因而相信股价的波动就等同真实的风险，判断你的表现最看重你业绩的波动性如何。在价值投资者看来，投资股市最大的风险其实并不是价格的上下起伏，而是你的投资未来会不会出现永久性的亏损。单纯的股价下跌不仅不是风险，其实还是机会。不然哪里去找便宜的股票呢？就像如果你最喜欢的餐馆里牛排的价格下跌了一半，你会吃得更香才对。买进下跌的股票时是卖家难受，作为买家你应该高兴才对。然而，虽然巴菲特和芒格很成功，大多数个人投资者和机构投资者的实际做法却与巴菲特/芒格的投资理念完全相反。表面上华尔街那些成名的基金经理对他们表现出极大的尊重，但在实际操作上却根本是南辕北辙，因为他们的客户也是南辕北辙。他们接受的还是一套“波动性就是风险”、“市场总是对的”这样的理论。而这在我看来完全是误人子弟的谬论。

但为了留住并吸引到更多投资者，我也不得不作了一段时间的妥协。有两三年的时间，我也不得不通过做长短仓（LONG-SHORT）对冲，去管理旗下基金的波动性。和做多（LONG）相比，做空交易（SHORT）就很难被用于长期投资。原因有三：第一，做空的利润上限只有100%，但损失空间几乎是无穷的，这正好是同做多相反的。第二，做空要通过借债完成，所以即使做空的决定完全正确，但如果时机不对，操作者也会面临损失，甚至破产。第三，最好的做空投资机会一般是各种各样的舞弊情况，但舞弊作假往往被掩盖得很好，需要很长时间才会败露。例如麦道夫的骗局持续几十年才被发现。基于这三点原因，做空需要随时关注市场的起落，不断交易。

这样做了几年，投资组合的波动性倒是小了许多，在2001——2002由互联网泡沫引发的金融危机中我们并没有账面损失，并小有斩获，管理的基金也增加了许多。表面上看起来还蛮不错，但其实我内心很痛苦。如果同时去做空和做多，要控制做空的风险，就必须要不停地

交易。但若是不停地交易的话，就根本没有时间真正去研究一些长期的投资机会。这段时期的回报从波动性上而言比过去好，结果却乏善可陈。但实际上，那段时间出现了许多一流的投资机会。坦白地说，我职业生涯中最大的失败并不是由我错误决定造成的损失（当然我的这类错误也绝不在少数），而是在这一段时间里不能够大量买进我喜欢的几只最优秀的股票。

这段时间是我职业生涯的一个低潮。我甚至一度萌生了退意，花大量的时间在本不是我主业的风险投资基金上。

在前行道路的十字交叉路口，一个偶然的契机，我遇到了终生的良师益友查理·芒格先生。

初识查理是我大学刚毕业在洛杉矶投行工作的时候，在一位共同朋友的家里第一次见到查理。记得他给人的第一印象总是拒人于千里之外，他对谈话者常常心不在焉，非常专注于自己的话题。但这位老先生说话言简意赅，话语中充满了让你回味无穷的智慧。初次见面，查理对我而言是高不可及的前辈，他大概对我也没什么印象。

之后陆续见过几次，有过一些交谈，直到我们认识的第七年，在2003年一个感恩节的聚会中，我们进行了一次长时间推心置腹的交谈。我将我投资的所有公司、我研究过的公司以及引起我兴趣的公司一一介绍给查理，他则逐一点评。我也向他请教我遇到的烦恼。谈到最后，他告诉我，我所遇到的问题几乎就是华尔街的全部问题。整个华尔街的思维方式都有问题，虽然伯克希尔已经取得了这么大的成功，但在华尔街上却找不到任何一家真正模仿它的公司。如果我继续这样走下去的话，我的那些烦恼永远也不会消除。但我如果愿意放弃现在的路子，想走出与华尔街不同的道路，他愿意给我投资。这真让我受宠若惊。

在查理的帮助下，我把公司进行了彻底的改组。在结构上完全改变成早期巴菲特的合伙人公司和芒格的合伙人公司（注：巴菲特和芒格早期各自有一个合伙人公司来管理他们自己的投资组合）那样的结构，同时也除去了典型对冲基金的所有弊端。愿意留下的投资者作出了长期投资的保证。而我们也不再吸收新的投资人。作为基金经理，我无需再受华尔街那些投资者各式各样的限制，而完成机构改造之后的投资结果本身也证实了这一决定的正确性。不仅公司的业绩表现良好，而且这些年来我的工作也顺畅了许多。我无须纠缠于股市沉浮，不断交易，不断做

空。相反，我可以把所有的时间都花在对公司的研究和了解上。我的投资经历已经清楚地证明：按照巴菲特/芒格的体系来投资必定会受益各方。但因为投资机构本身的限制，绝大部分的机构投资者不采用这种方式，因此，它给了那些用这种方式的投资者一个绝好的竞争优势。而这个优势在未来很长的一段时间内都不会消失。



巴菲特说他一生遇人无数，从来没有遇到过像查理这样的人。在我同查理交往的这些年里，我有幸能近距离了解查理，也对这一点深信不疑。甚至我在所阅读过的古今中外人物传记中也没有发现类似的人。查理就是如此独特的人，他的独特性既表现在他的思想上，也表现在他的人格上。

比如说，查理思考问题总是从逆向开始。如果要明白人生如何得到幸福，查理首先是研究人生如何才能变得痛苦；要研究企业如何做强做大，查理首先研究企业是如何衰败的；大部分人更关心如何在股市投资上成功，查理最关心的是为什么在股市投资上大部分人都失败了。他的这种思考方法来源于下面这句农夫谚语中所蕴含的哲理：我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就不去那儿了。

查理在他漫长的一生中，持续不断地研究收集关于各种各样的人物、各行各业的企业以及政府管治、学术研究等各领域中的人类失败之著名案例，并把那些失败的原因排列成正确决策的检查清单，使他在人生、事业的决策上几乎从不犯重大错误。这点对巴菲特及伯克希尔五十年业绩的重要性是再强调也不为过的。

查理的头脑是原创性的，从来不受任何条条框框的束缚，没有任何教条。他有儿童一样的好奇心，又有第一流的科学家所具备的研究素质和科学研究方法，一生都有强烈的求知欲和好奇心，几乎对所有的问题都感兴趣。任何一个问题在他看来都可以使用正确的方法通过自学完全掌握，并可以在前人的基础上创新。这点上他和富兰克林非常相似，类似于一位18、19世纪百科全书式的人物。

近代很多第一流的专家学者能够在自己狭小的研究领域内做到相对

客观，一旦离开自己的领域不远，就开始变得主观、教条、僵化，或者干脆就失去了自我学习的能力，所以大都免不了瞎子摸象的局限。查理的大脑就从来没有任何学科的条条框框。他的思想辐射到事业、人生、知识的每一个角落。在他看来，世间宇宙万物都是一个相互作用的整体，人类所有的知识都是对这一整体研究的部分尝试，只有把这些知识结合起来，并贯穿在一个思想框架中，才能对正确的认知和决策起到帮助作用。所以他提倡要学习在所有学科中真正重要的理论，并在此基础上形成所谓的“普世智慧”，以此为利器去研究商业投资领域的重要问题。查理在本书中详细地阐述了如何才能获得这样的“普世智慧”。

查理这种思维方式的基础是基于对知识的诚实。他认为，这个世界复杂多变，人类的认知永远存在着限制，所以你必须要使用所有的工具，同时要注重收集各种新的可以证否的证据，并随时修正，即所谓“知之为之，不知为不知”。事实上，所有的人都存在思想上的盲点。我们对于自己的专业、旁人或是某一件事情或许能够做到客观，但是对于天下万事万物都秉持客观的态度却是很难的，甚至可以说是有违人之本性的。但是查理却可以做到凡事客观。在这本书里，查理也讲到了通过后天的训练是可以培养客观的精神的。而这种思维方式的养成将使你看到别人看不到的东西，预测到别人预测不到的未来，从而过上更幸福、自由和成功的生活。

但即使这样，一个人在一生中可以真正得到的真见卓识仍然非常有限，所以正确的决策必须局限在自己的“能力圈”以内。一种不能够界定其边界的能力当然不能称为真正的能力。怎么才能界定自己的能力圈呢？查理说，如果我要拥有一种观点，如果我不能够比全世界最聪明、最有能力、最有资格反驳这个观点的人更能够证否自己，我就不配拥有这个观点。所以当查理真正地持有某个观点时，他的想法既原创、独特又几乎从不犯错。

一次，查理邻座一位漂亮的女士坚持让查理用一个词来总结他的成功，查理说是“理性”。然而查理讲的“理性”却不是我们一般人理解的理性。查理对理性有更苛刻的定义。正是这样的“理性”，让查理具有敏锐独到的眼光和洞察力，即使对于完全陌生的领域，他也能一眼看到事物的本质。巴菲特就把查理的这个特点称作“两分钟效应”——他说查理比世界上任何人更能在最短时间之内把一个复杂商业的本质说清楚。伯克希尔投资比亚迪的经过就是一个例证。记得2003年我第一次同查理谈到

比亚迪时，他虽然从来没有见过王传福本人，也从未参观过比亚迪的工厂，甚至对中国的市场和文化也相对陌生，可是他当时对比亚迪提出的问题和评论，今天看来仍然是投资比亚迪最实质的问题。

人人都有盲点，再优秀的人也不例外。巴菲特说：“本杰明·格拉汉姆曾经教我只买便宜的股票，查理让我改变了这种想法。这是查理对我真正的影响。要让我从格拉汉姆的局限理论中走出来，需要一股强大的力量。查理的思想就是那股力量，他扩大了我的视野。”对此，我自己也有深切的体会。至少在两个重大问题上，查理帮我指出了我思维上的盲点，如果不是他的帮助，我现在还在从猿到人的进化过程中慢慢爬行。巴菲特50年来在不同的场合反复强调，查理对他本人和伯克希尔的影响完全无人可以取代。

查理一辈子研究人类灾难性的错误，对于由于人类心理倾向引起的灾难性错误尤其情有独钟。最具贡献的是他预测金融衍生产品的泛滥和会计审计制度的漏洞即将给人类带来的灾难。早在1990年代末期，他和巴菲特先生已经提出了金融衍生产品可能造成灾难性的影响，随着金融衍生产品的泛滥愈演愈烈，他们的警告也不断升级，甚至指出金融衍生产品是金融式的大规模杀伤武器，如果不能得到及时有效的制止，将会给现代文明社会带来灾难性的影响。2008年和2009年的金融海啸及全球经济大萧条不幸验证了查理的远见。从另一方面讲，他对这些问题的研究也为防范类似灾难的出现提供了宝贵的经验和知识，特别值得政府、金融界、企业界和学术界的重视。

与巴菲特相比，查利的兴趣更为广泛。比如他对科学和软科学几乎所有的领域都有强烈的兴趣和广泛的研究，通过融会贯通，形成了原创性的、独特的芒格思想体系。相对于任何来自象牙塔内的思想体系，芒格主义完全为解决实际问题而生。比如说，据我所知，查理最早提出并系统研究人类心理倾向在投资和商业决策中的巨大影响。十几年后的今天，行为金融学已经成为经济学中最热门的研究领域，行为经济学也获得了诺贝尔经济学奖的认可。而查理在本书最后一讲“人类误判心理学”中所展现出的理论框架，在未来也很可能得到人们更广泛的理解和应用。

查理的兴趣不仅限于思考，凡事也喜欢亲力亲为，并注重细节。他有一艘世界上最大的私人双体游艇，而这艘游艇就是他自己设计的。他还是个出色的建筑师。他按自己的喜好建造房子，从最初的图纸设计到

之后的每一个细节，他都全程参与。比如他捐助的所有建筑物都是他自己亲自设计的，这包括了斯坦福大学研究生院宿舍楼、哈佛高中科学馆以及亨廷顿图书馆与园林的稀有图书研究馆。

查理天生精力充沛。我认识查理是在1996年，那时他72岁。到今年查理87岁，已经过了十几年了。在这十几年里，查理的精力完全没有变化。他永远是精力旺盛，很早起身。早餐会议永远是七点半开始。同时由于某些晚宴应酬的缘故，他的睡眠时间可能要比常人少，但这些都不妨碍他旺盛的精力。而且他记忆力惊人，我很多年前跟他讲的比亚迪的营运数字，我都已经记忆模糊了，他还记得。87岁的他记忆比我这个年轻人还好。这些都是他天生的优势，但使他异常成功的特质却都是他后天努力获得的。

查理对我而言，不仅是合伙人，是长辈，是老师，是朋友，是事业成功的典范，也是人生的楷模。我从他的身上不仅学到了价值投资的道理，也学到了很多做人的道理。他让我明白，一个人的成功并不是偶然的，时机固然重要，但人的内在品质更重要。

查理喜欢与人早餐约会，时间通常是七点半。记得第一次与查理吃早餐时，我准时赶到，发现查理已经坐在那里把当天的报纸都看完了。虽然离七点半还差几分钟，让一位德高望重的老人等我令我心里很不好受。第二次约会，我大约提前了一刻钟到达，发现查理还是已经坐在那里看报纸了。到第三次约会，我提前半小时到达，结果查理还是在那里看报纸，仿佛他从未离开过那个座位，终年守候。直到第四次，我狠下心提前一个钟头到达，六点半坐那里等候，到六点四十五的时候，查理悠悠地走进来了，手里拿着一摞报纸，头也不抬地坐下，完全没有注意到我的存在。以后我逐渐了解，查理与人约会一定早到。到了以后也不浪费时间，会拿出准备好的报纸翻阅。自从知道查理的这个习惯后，以后我俩再约会，我都会提前到场，也拿一份报纸看，互不打扰，等七点半之后在一起吃早饭聊天。

偶然查理也会迟到。有一次我带一位来自中国的青年创业者去见查理。查理因为从一个午餐会上赶来而迟到了半个小时。一到之后，查理先向我们两个年轻人郑重道歉，并详细解释他迟到的原因，甚至提出午餐会的代客泊车（valet park）应如何改进才不会耽误客人45分钟的等候时间。那位中国青年既惊讶又感动，因为在全世界恐怕也找不到一位地位如查理一般的长者会因迟到向小辈反复道歉。

跟查理交往中，还有另一件事对我影响很大。有一年查理和我共同参加了一个外地的聚会。活动结束后，我要赶回纽约，没想到却在机场的候机厅遇见查理。他庞大的身体在过安检检测器的时候，不知什么原因不断鸣叫示警。而查理就一次又一次地折返接受安检，如此折腾半天，好不容易过了安检，他的飞机已经起飞了。

可查理也不着急，他抽出随身携带的书籍坐下来阅读，静等下一班飞机。那天正好我的飞机也误点了，我就陪他一起等。

我问查理：“你有自己的私人飞机，伯克希尔也有专机，你为什么要到商用客机机场去经受这么多的麻烦呢？”

查理答：“第一，我一个人坐专机太浪费油了。第二，我觉得坐商用飞机更安全。”但查理想说的真正理由是第三条：“我一辈子想要的就是融入生活（engage life），而不希望自己被孤立(isolate)。”

查理最受不了的就是因为拥有了钱财而失去与世界的联系，把自己隔绝在一个单间，占地一层的巨型办公室里，见面要层层通报，过五关斩六将，谁都不能轻易接触到。这样就与现实生活脱节了。

“我手里只要有一本书，就不会觉得浪费时间。”查理任何时候都随身携带一本书，即使坐在经济舱的中间座位上，他只要拿着书，就安之若素。有一次他去西雅图参加一个董事会，依旧按惯例坐经济舱，他身边坐着一位中国小女孩，飞行途中一直在做微积分的功课。他对这个中国小女孩印象深刻，因为他很难想象同龄的美国女孩能有这样的定力，在飞机的嘈杂声中专心学习。如果他乘坐私人飞机，他就永远不会有机会近距离接触这些普通人的故事。

而查理虽然严于律己，却非常宽厚地对待他真正关心和爱的人，不吝金钱，总希望他人多受益。他一个人的旅行，无论公务私务都搭乘经济舱，但与太太和家人一起旅行时，查理便会乘搭自己的私人飞机。他解释说：太太一辈子为我抚育这么多孩子，付出甚多，身体又不好，我一定要照顾好她。

查理虽不是斯坦福大学毕业的，但因他太太是斯坦福校友，又是大学董事会成员，查理便向斯坦福大学捐款6000万美金。

查理一旦确定了做一件事情，他可以去做一辈子。比如说他在哈佛

高中及洛杉矶一间慈善医院的董事会任职长达40年之久。对于他所参与的慈善机构而言，查理是非常慷慨的赞助人。但查理投入的不只是钱，他还投入了大量的时间和精力，以确保这些机构的成功运行。

查理一生研究人类失败的原因，所以对人性的弱点有着深刻的理解。基于此，他认为人对自己要严格要求，一生不断提高修养，以克服人性本身的弱点。这种生活方式对查理而言是一种道德要求。在外人看来，查理可能像个苦行僧，但在查理看来，这个过程却是既理性又愉快，能够让人过上成功、幸福的人生。

查理就是这么独特。但是想想看，如果芒格和巴菲特不是如此独特的话，他们也不可能一起在50年间为伯克希尔创造了在人类投资史上前无古人、或许也后无来者的业绩。近20年来，全世界范围内对巴菲特、芒格研究的兴趣愈发地强烈，将来可能还会愈演愈烈，中英文的书籍汗牛充栋，其中也不乏很多独到的见解。说实话，由我目前的能力来评价芒格的思想其实为时尚早，因为直到今天，我每次和查理谈话，每次重读他的演讲，都会有新的收获。这另一方面也说明，我对他的思想的理解还是不够。但这些年来查理对我的言传身教，使我有幸对查理的人格有更直观的了解，我这里只想跟读者分享我自己近距离的观察和亲身体会。我衷心希望读者在仔细地研读了本书之后，能够比我更深地领会芒格主义的精要，从而对自己的事业和人生有更大的帮助。我知道查理本人很喜欢这本书，认为它收集了他一生的思想精华和人生体验。其中不仅包含了他对于商业世界的深刻洞见，也汇集了他对于人生智慧的终身思考，并用幽默、有趣的方式表达出来，对于几乎任何读者都会有益处。比如，有人问查理如何才能找到一个优秀的配偶。查理说最好的方式就是让自己配得上她/他，因为优秀配偶都不是傻瓜。晚年的查理时常引用下面这句出自《天路历程》中真理剑客的话来结束他的演讲：“我的剑留给能够挥舞它的人。”通过这本书的出版，我希望更多的读者能有机会学习和了解芒格的智慧和人格，我相信每位读者都有可能通过学习实践成为幸运的剑客。

三

与查理交往的这些年，我常常忘记他是一个美国人。他更接近于我理解的中国传统士大夫。旅美的20年期间，作为一个华人，我常常自

问：中国文化的灵魂和精华到底是什么？客观地讲，作为“五四”之后成长的中国人，我们对于中国的传统基本上是持否定的态度的。到了美国之后，我有幸在哥大求学期间系统地学习了对西方文明史起到塑造性作用的100多部原典著作，其中涵盖文学、哲学、科学、宗教与艺术等各个领域，以希腊文明为起点，延伸到欧洲，直至现代文明。后来又得益于哥大同时提供的一些关于儒教文化和伊斯兰文明的课程，对于中国的儒教文化有了崭新的了解和认识。只是当时的阅读课本都是英文的，由于古文修养不够，很多索求原典的路途只能由阅读英文的翻译来达成，这也是颇为无奈的一件事。

在整个阅读与思考的过程中，我自己愈发地觉得，中国文明的灵魂其实就是士大夫文明，士大夫的价值观所体现的就是一个如何提高自我修养，自我超越的过程。《大学》曰：正心，修身，齐家，治国，平天下。这套价值系统在之后的儒家各派中都得到了广泛的阐述。这应该说是中国文明最核心的灵魂价值所在。士大夫文明的载体是科举制度。科举制度不仅帮助儒家的追随者塑造自身的人格，而且还提供了他们发挥才能的平台，使得他们能够通过科举考试进入到政府为官，乃至社会的最上层，从而学有所用，实现自我价值。

而科举制度结束后，在过去的上百年里，士大夫精神失去了具体的现实依托，变得无所适从，尤其到了今天商业高度发展的社会，具有士大夫情怀的中国读书人，对于自身的存在及其价值理想往往更加困惑。在一个传统尽失的商业社会，士大夫的精神是否仍然适用呢？

从工业革命开始，市场经济和科学技术逐渐成为政府之外影响人类生活最重要的两股力量。近几十年来，借由全球化的浪潮，市场与科技已经突破国家和地域的限制，在全世界范围同步塑造人类共同的命运。对于当代的儒家，“国”与“天下”的概念必然有了全新的含义。而市场经济本身内在的竞争机制，也如古老的科举考试制度一般为优秀人才提供了广阔的空间。然而，真正的儒者对于自身的道德追求，对于社会的责任感，以及对人类命运的终极关怀，却随着千年的沉淀而愈加厚重。

晚明时期，资本主义开始在中国萌芽，当时的商人曾经提出过“商才士魂”以彰显其理想。在全球化的今天，“治国”与“平天下”的当代解读早已远远超出政府的范畴，市场与科技已经成为社会的主导，为怀有士大夫情怀的读书人提供了前所未有的舞台。

查理可以说是一个“商才士魂”的最好典范。首先，查理在商业领域极为成功，他和巴菲特所取得的成就可以说是前无古人，后无来者。然而在与查理的深度接触中，我却发现查理的灵魂本质是一个道德哲学家，一个学者。他阅读广泛，知识渊博，真正关注的是自身道德的修养与社会的终极关怀。与孔子一样，查理的价值系统是内渗而外，倡导通过自身的修行以达到圣人的境界，从而帮助他人。

正如前面所提到的，查理对自身要求很严。他虽然十分富有，过的却是苦行僧般的生活。他现在居住的房子还是几十年前买的一套普通房子，外出旅行时永远只坐经济舱，而约会总是早到45分钟，还会为了偶尔的迟到而专门致歉。在取得事业与财富的巨大成功之后，查理又致力于慈善事业，造福天下人。

查理是一个完全凭借智慧取得成功的人，这对于中国的读书人来讲无疑是一个令人振奋的例子。他的成功完全靠投资，而投资的成功又完全靠自我修养和学习，这与我们在当今社会上所看到的权钱交易、潜规则、商业欺诈、造假等毫无关系。作为一个正直善良的人，他用最干净的方法，充分运用自己的智慧，取得了这个商业社会中的巨大成功。在市场经济下的今天，满怀士大夫情怀的中国读书人是否也可以通过学习与自身修养的锻炼同样取得世俗社会的成功并实现自身的价值及帮助他人的理想呢？

我衷心地希望中国的读者能够对查理感兴趣，对这本书感兴趣。查理很欣赏孔子，尤其是孔子授业解惑的为师精神。查理本人很乐于也很善于教导别人，诲人不倦。而这本书则汇集了查理的一生所学与智慧，将它毫无保留地与大家分享。查理对中国的未来充满信心，对中国的文化也很钦佩。近几十年来儒教文明在亚洲取得的巨大商业成就也让更多的人对中国文明的复兴更具信心。在“五四”近百年之后，今天我们也许不必再纠缠于“中学”“西学”的“体用”之争，只需要一方面坦然地学习和接受全世界所有有用的知识，另一方面心平气和地将吾心归属于中国人数千年来共敬共守、安身立命的道德价值体系之内。

我有时会想，若孔子重生在今天的美国，查理大概会是其最好的化身。若孔子返回到2000年后今天的商业中国，他倡导的大概会是：正心、修身、齐家、治业、助天下吧！

本书第一至三章介绍查理的生平、著名的语录并总结了他关于生活、事业和学习的主要思想，第四章收录了查理最有代表性的十一篇演讲。其中大多数读者最感兴趣的演讲可能包含下面四篇：第一篇演讲用幽默的方式概述了人生如何避免过上痛苦的生活。第二、三篇演讲阐述了如何获得普世智慧，如何将这些普世智慧应用到成功的投资实践中。第十一篇演讲，记录了查理最具有原创性的心理学体系，详细阐述了造成人类误判的23个最重要的心理学成因。本次再版还增加了查理分别于2010年2月11日和2011年7月6日在《石板》杂志（Slate Magazine）上发表的最新文章《贝西克兰兴衰记》和《“贪无厌”“高财技”“黑心肠”和“脑残”国的悲剧》，文章用寓言的方式记录了赌博性的金融衍生品交易如何使一个国家陷入经济崩溃的过程。查理和巴菲特先生早在1990年代就提出的金融衍生产品可能对经济造成灾难性影响的预言不幸在2008至2009年的全球金融危机中得到验证。

在本书大陆版付诸出版的一年之内，又发生了很多的事情，使我更加深了对查理的敬意。2010年年初，与查理相濡以沫五十年的太太南希不幸病逝。几个月之后，一次意外事故又导致查理仅存的右眼丧失了90%的视力，致使他几乎一度双目失明。对于一位86岁视读书思考胜于生命的老人而言，两件事情的连番打击可想而知。然而我所看到的查理却依然是那样理性、客观、积极与睿智。他既不怨天尤人，也不消极放弃，在平静中积极地寻求应对方法。他尝试过几种阅读机器，甚至一度考虑过学习盲文。后来奇迹般的，他的右眼又恢复了70%的视力。我们大家都为之雀跃！然而我同时也坚信：即使查理丧失了全部的视力，他依然会找到方法让自己的生活既有意义又充满效率。

无论顺境、逆境，都保持客观积极的心态——这就是查理。

很多朋友为本书在中文世界的出版作出了贡献。中文译者李继宏先生承担了主要的翻译工作，他的敬业精神和高超的文笔给我留下了深刻的印象。我长期的好友常劲先生为本书的校对、翻译和注解倾注了大量心血，没有他的帮助，我很难想象本书能够按时完成。我因为比较熟悉查理思想和语言风格，自然担当起了最后把关的工作，如果本书翻译中出现各种错误也理应由本人最后承担。出版人施宏俊先生儒雅、耐心、尽职、慷慨，实在是一位不可多得的合作伙伴。张辛女士在推动这

本书的翻译、校对、编辑和出版上起了至关重要的作用。与这些杰出同事和朋友合作，使得本书的翻译出版成为一次既有意义、又愉快的经历。另外本书的出版还获得了国内外很多朋友，尤其是价值投资界和企业界朋友的鼓励和支持，在此一并感谢。

2010年3月原稿

2011年11月修改于美国帕萨迪纳市

鸣谢

本书是关于查理·芒格的汇编，收集了有关他的学习方法、决策过程、投资策略，以及他的演讲和“名言”等等诸多材料。出这本书的动力来自很多人，过去许多年来，大家一直说希望有这样一本书——在伯克希尔和西科的股东大会、各种晚宴、网络论坛和许多其他场合，大家越来越强烈地表达出这样的愿望。听到这种呼声之后，本书的编辑彼得·考夫曼向沃伦·巴菲特提出了编书的建议，巴菲特鼓励他要当仁不让。于是就有了这本你将要阅读的图书。

插画家和漫画艺术家埃德·威克斯勒给本书英文版的每位贡献者绘制了漫画肖像，遍布全书的其他几十幅插图也出自他的手笔。我们非常喜欢他的这些作品，希望你也一样。另外要特别感谢如下几位：采集有关芒格主义那部分内容的惠特尼·提尔逊，为我们撰写查理传略的迈克尔·布洛基，以及卡萝尔·卢米斯，她编辑了本书的好几个部分（而且帮了本书的编辑许多大忙）。

本书的制作团队成员见右图，后排从左到右依次是特拉维斯·盖洛普、卡尔·福特、斯科特·鲁尔、德怀特·汤姆普金斯、迈克尔·布洛基、斯蒂夫·穆尔，中排从左到右依次是帕米拉·科赫、埃里克·哈特曼-伯吉、保罗·哈特曼、查尔斯·贝尔瑟、埃德·威克斯勒，前排从左到右依次是惠特尼·提尔逊、马尔库斯·考夫曼、彼得·考夫曼、卡萝尔·卢米斯、德比·博萨纳克、多尔蒂·奥伯特。

最后，如果你在阅读本书过程中得到的快乐，能够有我们编撰它时得到的快乐的一半，那么我们将会认为我们的努力取得了很大的成功。本书的制作并没有遇到什么波折，我们与查理及其家人、芒格家族众多朋友以及同事的交往尤为顺利。我们希望这本书能够配得上它的主人公——一位令人敬仰的好人。



查尔斯·赫尔曼·利亚曾经说：“一般人们都会承认，对一切图书的真正考验是在于它们给读者的生活和行为带来了怎样的影响。”我们希望我们的书能够通过这种考验，给你的生活带来持久的影响。

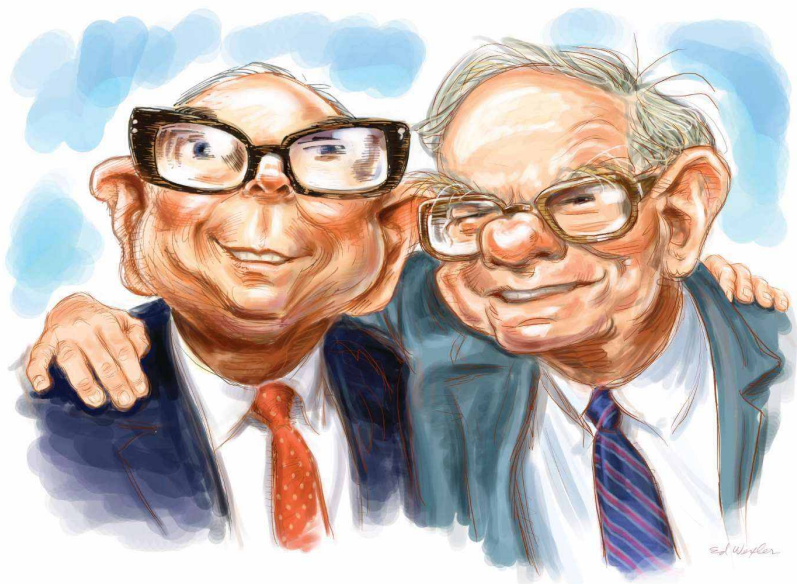
序言：巴菲特论芒格

沃伦·巴菲特

从1733年到1758年，本杰明·富兰克林借由《穷理查年鉴》传播了许多有用且永恒的建议。他赞扬的美德包括节俭、负责、勤奋和简朴。

在随后的两个世纪里，人们总是把本杰明关于这些美德的思想当成终极真理。然后查理·芒格站出来了。

查理原初只是本杰明的信徒，但很快开辟了新的境界。本杰明建议做的，到查理这儿变成必须做到的。如果本杰明建议节省几分钱，查理会要求节省几块钱。如果本杰明说要及时，查理会说要提前。和芒格苛刻的要求相比，依照本杰明的建议来过日子显得太容易了。



伙伴

此外，查理还始终身体力行他所鼓吹的道理（对了，喔，他是这么卖力地鼓吹）。在本杰明的遗嘱中，他设立了两个小型慈善基金，这两个基金的目的是要向人们传授复利的魔力。查理很早就决定这是一项如

此重要的课题而绝不能在死后才通过项目来传授。所以他选择自己来做复利的活教材，避免（任何）可能削弱他的榜样力量的那些铺张的开支。结果是，查理的家庭成员体会到坐巴士长途旅行的乐趣，而他们那些被囚禁在私人飞机里的富裕朋友则错过了这些丰富多彩的体验。

当然，在有些领域，查理则无意改善本杰明的看法。例如，本杰明那篇《选择情人的建议》的文章，就会让查理说出他在伯克希尔年会上常说的口头禅：“我没有什么要补充的。”

全部符合我这些特殊要求的人只有一个，他就是查理。



一位从不人云亦云、本身具备极强的逻辑推理能力的合伙人，
是你所能拥有的最佳机制之一。

至于我自己，我想提供几条“选择合伙人的建议”。请注意。

首先，要找比你更聪明、更有智慧的人。找到他之后，请他别炫耀他比你高明，这样你就能够因为许多源自他的想法和建议的成就而得到赞扬。你要找这样的合伙人，在你犯下损失惨重的错误时，他既不会事后诸葛亮，也不会生你的气。他还应该是个慷慨大方的人，会投入自己的钱并努力为你工作而不计报酬。最后，这位伙伴还会在漫漫长路上结伴同游时能不断地给你带来快乐。

上述这些都是很英明的建议（在自我评分的测验中，我从来没有拿过甲等以下的成绩）。实际上，这些建议是如此之英明，乃至我早在1959年就决定完全遵守。而全部符合我这些特殊要求的人只有一个，他就是查理。

在本杰明那篇著名的文章中，他说男人应该选择年纪较大的情人，他为此列举了八个非常好的理由。他最关键的理由是：“……最后，她们会感激不尽。”

查理和我成为合伙人已经有45年。我不知道他是否由于其他七个标准而选择了我。但我绝对符合本杰明的第八个标准：我对他的感激无以言表。

A handwritten signature in black ink, which appears to read "Warren Buffett". The signature is fluid and cursive, with a long horizontal line extending from the end.

驳辞：芒格论巴菲特

查理·芒格



我想那些认为我是沃伦的伟大启蒙者的想法里有好些神话的成分。他不需要什么启蒙。坦白说，我觉得我有点名不副实。沃伦确实有过启蒙的时候，因为他曾在本杰明·格拉汉姆手下工作过，而且赚了那么多的钱。从如此成功的经验中跳出来确实很难。但如果世上未曾有过查理·芒格这个人，巴菲特的业绩依然会像现在这么漂亮。

人们很难相信他的业绩一年比一年好。这种情况不会永久地持续下去，但沃伦的境界确实有所提高。这是很罕见的：绝大多数人到古稀之年便停滞不前了，但沃伦依然在进步。伯克希尔钱多成灾——我们拥有许多不断产生现金的伟大企业。等到沃伦离开的时候，伯克希尔的收购业务会受到影响，但其他部门将会运转如常。收购业务应该也还行。

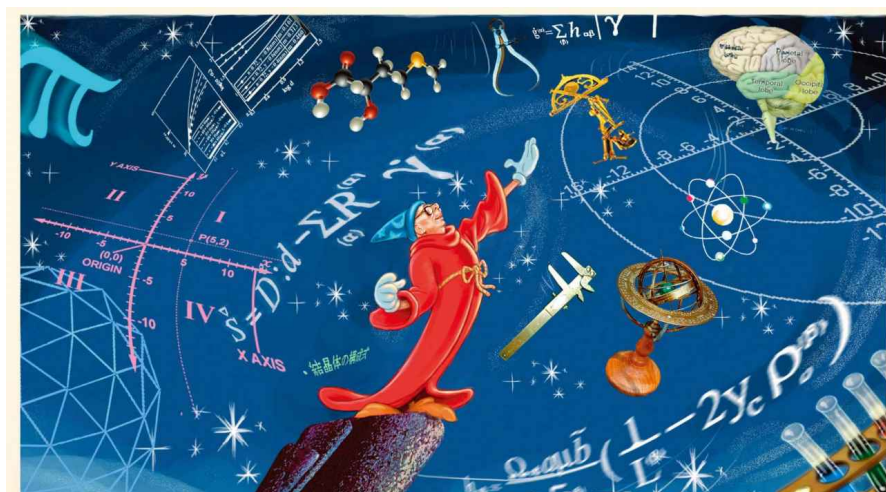
我想到那时伯克希尔的最高领导人应该没有沃伦那么聪明。但别抱怨：“天啊，给我沃伦·巴菲特40年之后，怎么能给我一个比他差的混蛋呢？”那是很愚蠢的。

Charles T. Munger

导读

彼得·考夫曼

你将要踏上通往更好的投资和决策的非凡旅程。你也可能因此而对生活有更深入的理解，这一切都要感谢查理·芒格——当代的本杰明·富兰克林——的风趣、智慧、演讲和作品。查理的世界观很独特，他用“跨学科的”方法让自己养成了清晰而简单的思维模式——可是他的观点和思想却绝不简单。请注意查理的思想是怎样地经受了时间的考验：本书中最早的讲稿发表于20年前，然而在今天，它的现实意义和当初并无二致。正如你很快将要发现的，查理进行观察和作出推论的基础是根本的人性、基本的真理和许多学科的核心原理。



L·O·L·L·A·P·A·L·O·O·Z·A

lol-la-pa-loor-za [ˌlɒl-pə-ˈlʊ-zə] 名词，俚语：

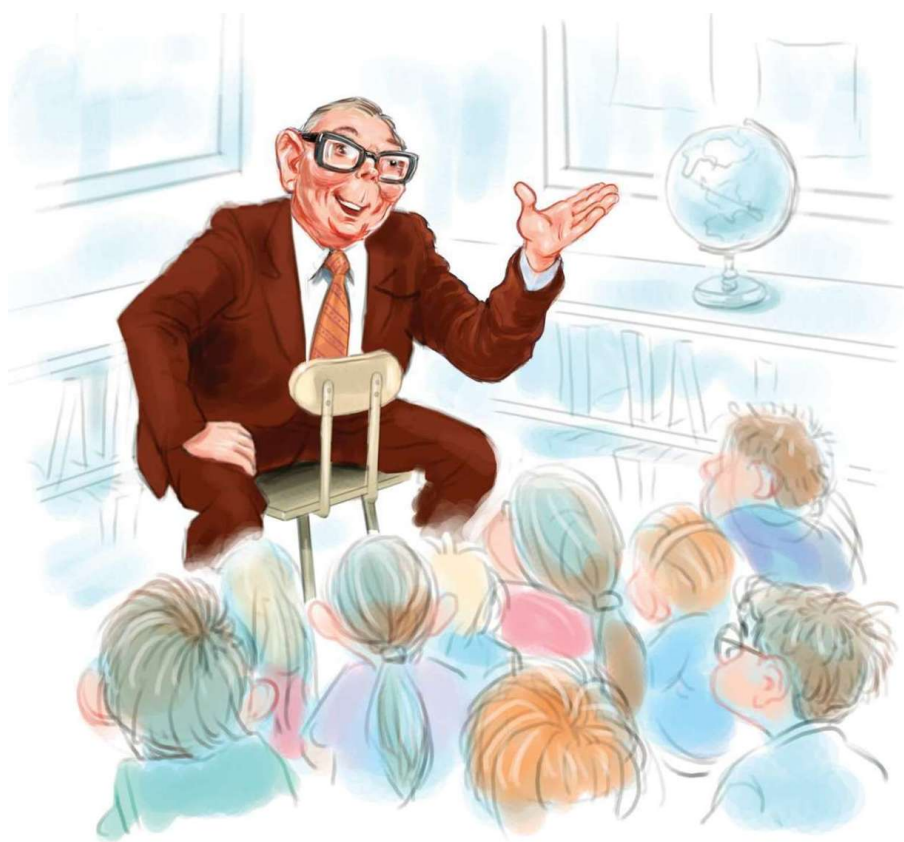
1. 出类拔萃的事物；
2. 通过专注、好奇、毅力和自我批评的结合而获得特殊能力的精通多门学科的人，例如查理·芒格。

贯穿全书的是芒格展示出来的聪慧、机智、价值观和深不可测的修辞天赋。他拥有百科全书般的知识，所以从古代的雄辩家到18、19世纪的欧洲文豪，再到当代的流行文化偶像，这些人的名言他都能信手拈来。其他人哪会让德摩斯梯尼、西塞罗和约翰尼·卡森平起平坐，或者将

当今的投资经理和尼采、伽利略、“踢屁股比赛中的独腿人”相提并论呢？或者让本杰明·富兰克林和伯尼·康非德进行普世智慧竞赛？把自嘲和想像力发挥得淋漓尽致的查理把自己比喻为一匹会数数的马，提议用“格罗兹的咖啡因糖水”作为可口可乐新的宣传口号以使之彻底失去市场，甚至证明“至少我年轻时并不是一个彻头彻尾的笨蛋”。

在一次演讲（“关于现实思维的现实思考？”）中，查理甚至接受了如何白手起家建立一个2万亿美元的企业挑战，然后动用他那多元思维模型，告诉我们如何才能完成这样的丰功伟绩。

在这里出现的引语、谈话和演讲均源自老派的美国中西部价值观，查理正是以这种价值观闻名的：活到老学到老，对知识抱有好奇心，遇事冷静镇定，不心生妒忌和仇恨，言出必行，能从别人的错误中吸取教训，有毅力恒心，拥有客观的态度，愿意检验自己的信念等等。但他的建议并不以大叫大嚷的警告的形式出现，查理利用幽默、逆向思维（遵从伟大的代数学家雅各比的指示，“反过来想，总是反过来想”）和悖论来提供睿智的忠告，引导人们应付最棘手的生活难题。



查理还非常有效地应用了历史和企业案例研究。在这些讲话中，他往往通过讲故事而非抽象说教的方法，巧妙地、有条不紊地表达出他的观点。他用来款待听众的是趣闻轶事，而非干巴巴的数据和图表。他清楚地认识并明智地利用了传统的讲故事人的角色作为复杂和详细信息的传递者。所以我们为他的讲稿配上了许多“花边”知识，以助读者加深记忆，或在需要时使用。

从这些谈话和演讲中可以清晰地看到，查理认为生活的决定比投资的决定重要。他那来自各种学科的思维模型反复地出现，却从不关注“企业组合投资策略”、“beta系数”或者“资产定价模型”，而是以基本的公理、人类的成就、人性的弱点和通往智慧的崎岖道路为中心。查理曾经说：“就像约翰·梅纳德·凯恩斯男爵那样，我想通过发财致富来变得独立。”对于查理而言，独立是赚钱的目的，而不是倒过来。

关于本书

本书的开篇是查理的简略传记，它逐年记录了查理从普通的奥马哈孩童变为成功的金融大亨的过程。接着是第二版没有的新内容，查理受到西塞罗的《论老年》的启发，写下了他对晚年的思考，并交给了我们。随后，我们归纳了芒格的生活、学习、决策和投资方法。这部分的内容详细介绍了查理出乎其类的思考方法和拔乎其萃的工作伦理——这是他获得惊人成功的两大原因。《芒格主义：查理的即席谈话》收录的是他在以往的伯克希尔·哈撒韦公司和西科金融公司年会上的犀利评论。



“如果你轻车熟路地走上跨学科的途径，你将永远不想往回走。那就像砍断你的双手。”

本书的后半部分是查理在过去20年来的谈话稿和演讲稿。本书是经过增订的第三版，我们添加了一篇新的文章，那是2007年5月13日查理在南加州大学GOULD法学院毕业典礼上的演讲。所以原本的“查理十讲”变成了没那么圆整的“查理十一讲”。这些演讲和谈话囊括了许多查理感兴趣的领域，从如何获得普世的智慧，到如何将他的“多元思维模型”应用于做生意，再到如何改进慈善基金所采纳的投资策略等等，这一切无所不包。第十一讲《人类误判心理学》是查理专门为本书而写的。每篇讲稿都值得你花时间好好品读，因为你不仅能够从阅读中得到乐趣，还能够从查理所笃信的大量观念和行为中吸取精华。你很可能不会有更好的机会向某个如此聪明、如此坦诚的人学习。在演讲中，查理敞开心扉，毫无保留地说出他的想法。要特别指出的是，查理会反复地使用一些用语和例子。他是有意的：他知道对于要达到他所倡导的那种有深度的“熟练”来说，重复是教导的核心。

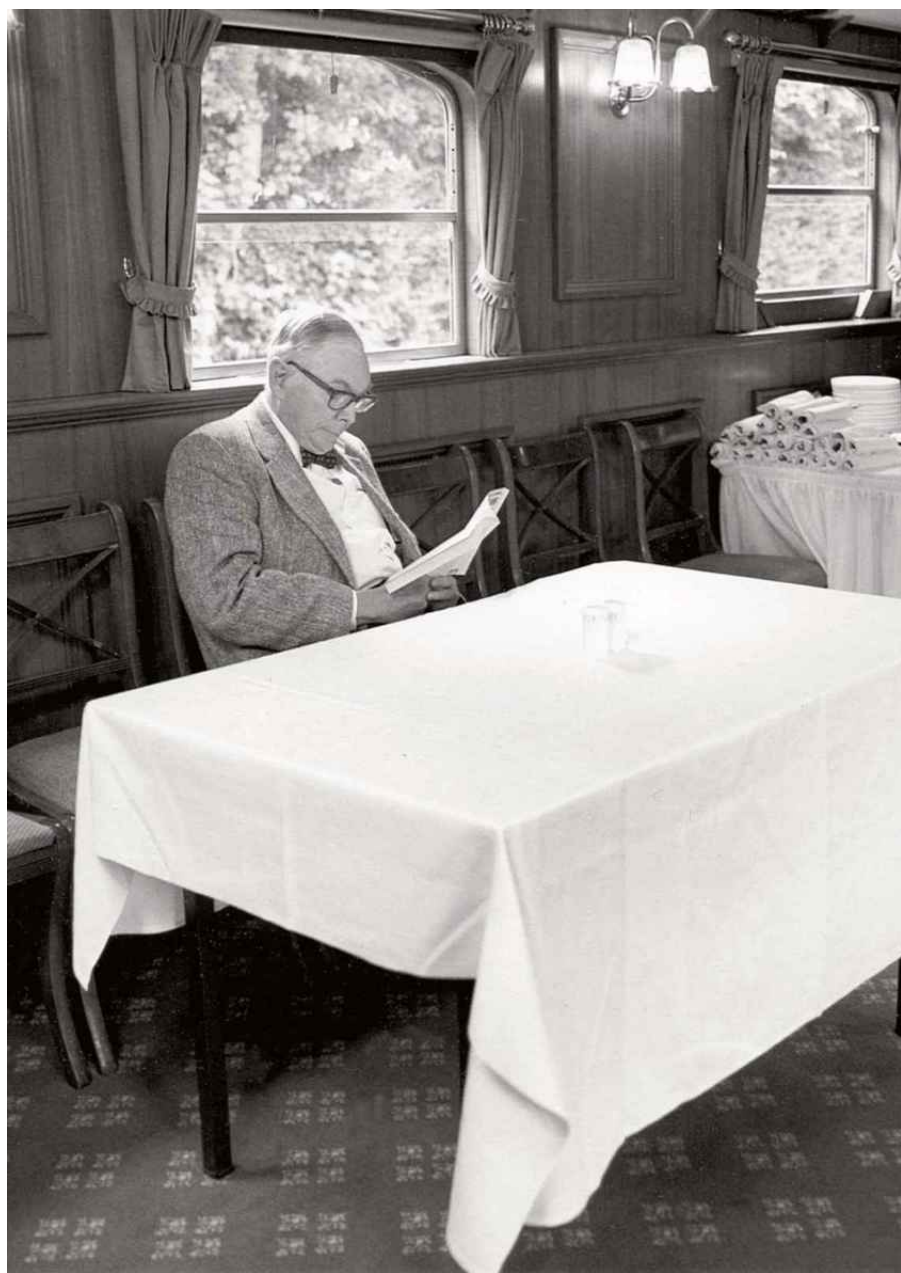
简单说下本书的风格和版式：查理对他在生活中遇到的几乎一切事物都有极强的好奇心。由于我们自己也曾遇到查理在他的讲话中提及的

人物、地点和其他内容，所以我们为他的讲稿配上了相关的信息、照片和其他图画。例如，讲稿部分每页都加插了“边栏”，用来解释概念，增添支持的声音，或者强调芒格某个重要的观念。我们希望这些边栏不仅能够提供信息，而且还能让你觉得好玩，甚至能够鼓励你亲自去寻找更多的相关内容。希望你阅读愉快，也希望你会欣赏查理·芒格的智慧和幽默——那是我们这些认识他的人都很珍惜和期待从他那里得到的。

A handwritten signature in black ink, which appears to be "Charlie Munger". The signature is fluid and cursive, with a long horizontal stroke at the end.

“这些年来，阅读给我带来许许多多的好处。”

在泰晤士河畔等待用午餐，1996。



第一章

查理·芒格传略

迈克尔·布洛基

最接近把一个人的生活重新过一遍的事情是回忆那种生活，并用文字记录下来，让这种回忆尽可能地长久。

——本杰明·富兰克林



伯克希尔·哈撒韦的辉煌故事背后，是两位金融界的天才：广受赞誉的沃伦·巴菲特和他的“沉默伙伴”，以低调为乐的查理·芒格。

查理是沃伦的朋友、律师、顾问、“死对头”（沃伦曾经称他为可恶的“说不大师”），也是美国商业史上最成功的上市公司的最大股东之一。沃伦1964年接管了伯克希尔，几年后，查理也加入了管理层，自那以来，该公司的市值令人震惊地增长了13500倍，从1000万美元猛增到1350亿美元，而且该公司的流通股并没有增加多少。如此非凡的增长是

这两位美国中西部人取得的杰出成就，他们齐心协力，发现和抓住了许多其他商人不断错过的机会。



这个场景注定了在查理随后的岁月里将会无数次地重复：在明尼苏达州卡斯湖成功地钓到大鱼。

沃伦是美国最受尊敬和知名度最高的商界领袖之一，而查理则有意地避开镁光灯，选择了相对默默无闻的生活。为了更好地理解这位复杂和极其低调的商人，我们必须从头开始。1924年1月1日，查理·托马斯·芒格生于美国中部的内布拉斯加州奥马哈市。许多知名人士都是他的中西部老乡：威尔·罗杰斯、亨利·方达、约翰·佩尔辛、哈里·杜鲁门、沃尔特·迪士尼、安·兰德斯、杰拉德·福特——当然还有沃伦·巴菲特。

查理最初和巴菲特家产生交集，是在他成长的那些年，当时他在巴菲特父子商店工作。那是奥马哈市一家高档杂货店，与芒格家相隔六个街区。老板是沃伦的祖父恩尼斯特，他拥有这家商店的部分所有权。恩尼斯特是严格的纪律执行者，他安排手下的年轻工人每天上班12个小时，期间既不能进食，也不能休息。按照查理的说法，他的老板的反社

会主义的态度可以从其设定的规矩看出来：老板要求孩子们下班时上缴两分钱，那是新的社会安全法案规定的费用。他们得到的是两美元的日薪和一句忠告：社会主义是有问题的。

巴菲特杂货店的艰苦工作让查理和沃伦受益终生。在他未来的生意合伙人离开几年之后，年轻六岁的沃伦也在恩尼斯特爷爷手下艰苦地工作过。

查理的正式教育始于邓迪小学，他的两位妹妹玛丽和卡萝尔也是该校的学生，他们在那里得到了正统的道德教育。老师们记得查理当年是个聪明的小孩，也表现得有点目中无人。他喜欢用通过阅读各种图书（尤其是传记）所获得的与日俱增的知识来质疑老师和同学们的世俗智慧。如今，他已想不起最早接触本杰明·富兰克林的那些格言警句是在什么时候，但它们让查理对这位兼收并蓄的古怪政治家和发明家产生了不可磨灭的崇拜之情。查理的双亲埃尔·芒格和弗罗伦斯·芒格夫妇鼓励阅读，圣诞节会给每个孩子送几本书当礼物；那些书通常在当天晚上就被狼吞虎咽地看完。



查理和他的太太南希在驶离圣塔巴巴拉海岸的Channel Cat号游艇上。



“我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。沃伦读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。我的孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。”

戴维斯家是芒格家的世交，两家离得很近，芒格经常去他们家翻阅埃德·戴维斯医生的各种医学期刊。埃德是他父亲最好的朋友，也是他们的家庭医生。由于早年接触了戴维斯医生的医学藏书，查理养成了终生对科学的兴趣。到了14岁那年，这个早熟的好学少年也变成了医生的好朋友。查理当年对医学特别感兴趣，他观看过戴维斯医生进行泌尿科手术的录像，并对类似手术的统计结果感到着迷。

查理在家有饲养仓鼠的爱好，偶尔会拿它们跟其他孩子进行交易。查理敏锐的谈判能力甚至在小时候就已经锋芒毕露，他通常能够换来更大的或者有少见颜色的仓鼠。当他养的仓鼠达到35只时，他母亲勒令他停止这种爱好，因为他在地下室给仓鼠盖的窝实在太臭了。事隔多年之后，他的妹妹还记得，在查理放学回家喂仓鼠吃东西之前，家里人不得不忍受它们因为饥饿而发出的无穷无尽的尖叫。

查理上的是中央高中，它是一所规模非常大的公立学校，被认为是很好的大学预科学校。老师大多数是女性，他们对工作和学生都很认真负责。中央高中提供了传统的经典教育课程，查理当然学得很出色，因为他的逻辑思维能力很强，又很好学。



仓鼠饲养员和交易员

在妈妈教会他读字母之后，查理就上学了，所以在小学和初中时，查理是班上年纪和个子最小的学生。由于身材实在太小，查理在常规的高中体育项目中毫无竞争力，所以他参加了射击队；因表现优异获得了杰出代表队员奖，最终还成了队长。他那件代表队毛衣（查理回忆说“在很小的襟部上绣着很大的字母”）引起许多校友的瞩目，他们很奇怪这个弱不禁风的小家伙怎么能得到优异奖。那是查理运气好，他父亲热爱户外活动，喜欢猎野鸭，而且很高兴他儿子的枪法神准。

20世纪20年代的奥马哈是一个民族熔炉；不同种族和宗教的人们相安无事，生意上也互有往来，犯罪几乎是闻所未闻的事情。该市的居民既不锁家门也不锁车门，人们相互信任。孩子们在温暖的夏夜玩“踢罐子”游戏，在星期六的午后去看最新的“有声电影”，比如说《金刚》，那是查理八岁时的最爱。



中央高中校徽

20世纪30年代是艰难时世，奥马哈受到大萧条的严重影响。查理亲眼看到贫苦大众的窘境，那让他终生难忘。他看到流浪汉在街上游荡，乞讨人们的施舍；也看到有人愿意清扫车道或者走廊，以便换取一个三明治。借助家人的社会关系，查理找到一份成天看马路上人来人往的无聊工作，每小时能赚40美分。查理喜欢这份工作多过在杂货店搬运沉重的货箱。

查理的爷爷是一位受尊敬的联邦法官，他的父亲也踏上法律的道路，成了一名成功的律师。查理的近亲受到大萧条的影响并不严重，但有些远亲深受其害。这个时代为年轻的查理提供了真正的学习经验。他爷爷伸出援手，拯救了查理的叔叔汤姆开设在内布拉斯加州斯特朗姆斯伯格市的一家小银行，查理从中领教到了爷爷的慷慨仗义和精明的商业头脑。由于经济形势很糟糕，加上庄稼因为干旱而歉收，该银行的农民客户无力偿还贷款。汤姆累积了35000美元无法收回的贷款凭证，前来恳求芒格爷爷相助。这位法官拿出一半的身家来冒险，花了35000美元的第一抵押贷款来交换银行的那些不良贷款，从而使得汤姆能够在罗斯福的银行整顿期过后重新开门营业。法官最终收回了他的绝大部分投资，但那是很多年以后的事情了。



大萧条期间，奥马哈也未能幸免于难。查理的近亲并没有遭到太大的影响，但他的一些远亲深受其害。

芒格法官还送他的音乐家女婿去上制药学校，并资助他买下一家位置上佳、因为大萧条而倒闭的药店。该药店后来财源广进，让查理的姑妈过上了有保障的日子。查理学到这样的道理：只要相互支持，芒格家族就能渡过美国历史上最糟糕的经济崩溃。

幸运的是，埃尔·芒格的律师事务所在大萧条期间生意兴隆，当时美国最高法院同意复审一桩涉及由他代理的某家小型肥皂制造公司的税务案件，这给他带来了一笔横财。碰巧，最高法院的审理结果也会影响到行业巨头高露洁——棕榄公司。高露洁公司认为，这位中西部的律师缺乏必要的经验，根本无法在最高法院打赢官司，所以他们付钱请埃尔让贤，由某个著名的纽约律师来取代他的位子。这位大城市的律师输掉了官司，埃尔则把一笔可观的费用装进了口袋。后来他开玩笑地说，他要

是接手这个案子，也有可能打输，而且赚到的钱更少。这笔钱的具体数目并没有被披露，但它和埃尔从其他客户那里赚到的钱加起来，足够让芒格一家在大萧条期间继续过着舒服的日子。查理也帮家庭分忧，他通过工作赚取自己的零用钱，从而亲身体会到了财务独立的价值。





“由于受到第二次世界大战期间各种因素的刺激，我曾短暂地钻研过基础物理学。这次钻研极大地提高了我的智慧。结果我得到了更多的思维模式，所以我更不会成为寓言中那个‘拿着铁锤的人’。”

1941年，大西洋彼岸战火正酣，查理从中央高中毕业，离开了奥马哈，前往密歇根大学就读。查理选择了数学作为他的专业，因为他被数学逻辑和推理所吸引。上了一门理科必修的基础课程之后，他也喜欢上了物理学。查理为物理学的魅力和广阔的研究范围而着迷，尤其让他印象深刻的是阿尔伯特·爱因斯坦这样的物理学家研究未知事物的过程。查理后来热衷于用物理学的方式来解决生活问题，他认为这是处理各种生活问题的有效技巧。他常常说，任何人要想获得成功，都应该学习物理学，因为它的概念和公式十分美丽地展现了正确理论的力量。

当时部队急需上大学那个年龄段的人应征入伍。19岁生日之后不久，在密歇根完成大二学业的查理加入了美国陆军空军兵团的一个军官培养计划，完成该计划之后，他将成为一名少尉。他被派往新墨西哥大学的阿尔布开克校区，学习自然科学和工程学，后来又被送到加利福尼亚州帕萨迪纳市，入读了声誉很高的加州理工学院。他专攻热力学和气象学——这是两门对当时的飞行员来说很重要的学科——被培养成一名气象学家。完成加州理工的学业之后，查理被分配到位于阿拉斯加州诺姆市的永久军事基地。



“我在加州理工只读了九个月，那是二战期间，空军安排我在那里进修气象学。当年，甚至是现在，预测天气就像利用赛马的资料来预测赛马的结果。如果不是战争的压力，我对气象的兴趣是零。”

服役期间，他和年轻的南希·哈金斯结了婚。南希原籍帕萨迪纳，是他妹妹玛丽在斯克里普斯学院的好朋友。他们先后在阿尔布开克和圣安东尼奥安家，直到1946年查理从美国陆军空军兵团退役。查理和南希婚后不久便生下了他们的第一个孩子，那是一个男孩，他们给他起名叫泰迪。

虽然在几个大学念过书，但查理仍然没有学士学位。尽管如此，他借“复员军人安置法案”，申请了哈佛法学院，他父亲也是该校毕业的。他没有本科学位，申请时处于劣势，但哈佛法学院的前院长罗斯克·庞德是他家的世交，他亲自为查理说情。查理被录取了，不过招生办决定让他先修本科的课程。

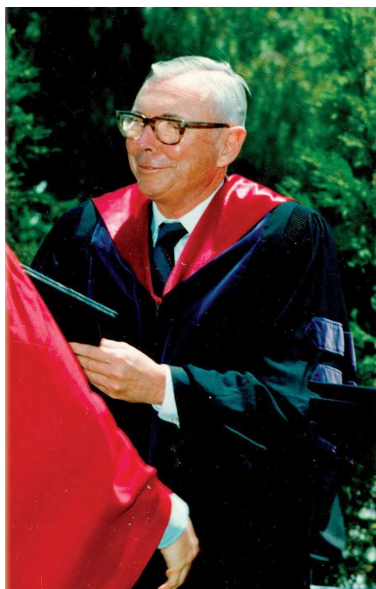
结果，查理轻而易举地在哈佛取得了成功，尽管在此期间他得罪了少数几个人。因为聪明过人（空军的测试表明他的智商极高），查理的行事往往出人意表，这通常被视为唐突鲁莽。实际上，查理只是有点毛躁，也不太喜欢在教室里跟同学玩笑嬉闹。尽管如此，他还是受到大多数同龄人的喜爱，也完全享受在哈佛丰富多彩的学生生活。



1948年，查理从哈佛法学院毕业，同届学生有335人，他是12名优秀毕业生之一。他原本想加入父亲的律师事务所，但和父亲商量之后，他们两人都认为查理应该去更大的城市发展。于是，他启程前往南加州，当年还是加州理工学院的学生时，他就喜欢这个地方。通过加利福尼亚州的律师执业考试之后，他供职于赖特&加雷特律师事务所，该公司后来更名为穆西克、毕勒&加雷特律师事务所。查理在南帕萨迪纳修建了一座房子，房子是由他的建筑师姨父弗雷德里克·斯托特设计的；他、南希和他们的三个孩子——泰迪、莫莉和温蒂——就住在那座房子里。



哈佛法学院院长罗斯克·庞德亲自出面，让查理被哈佛录取。



“说起来挺伤心的，但确实不是每个人都喜欢我。”

虽然外表风光无限，但查理的世界并非阳光普照。他的婚姻遇到了问题，他和他的妻子最终在1953年离婚。在那之后不久，查理得知他深爱的儿子泰迪罹患了致命的白血病。这对29岁的查理而言是难以承受的打击。当年骨髓移植尚未出现，白血病是没有希望治愈的绝症。有个朋友记得，那时查理会到医院探望垂死的儿子，然后痛哭着走在帕萨迪纳的街头。

在这段伤心的日子里，他的好友和律师事务所合伙人罗伊·托尔斯通过朋友搭线，安排查理和住在洛杉矶的南希·巴里·博斯韦克见面。她是斯坦福的毕业生，离了婚并有两个儿子，他们的年龄和查理的两个女儿差不多大。查理和南希有很多共同的爱好，相处得很快乐；在几个月的约会之后，他们订婚了。他们在1956年举办了一个小型的家庭婚礼，四个从四岁到七岁的孩子（男方的两个女儿和女方的两个儿子）参加了婚礼。

查理和南希在南希位于洛杉矶西部丘陵地带的房子住了好几年。后来为了缩短查理上下班的距离并加上其他原因，他们搬到汉考克公园，现在他们还住在那里。他们修建的房子很大，足以容纳这个人数不断增加的家庭：他们后来又生了三个儿子和一个女儿，总共拥有八个子女。幸运的是，他们两人都喜欢孩子！他们还喜欢高尔夫、海滩和社交俱乐部。查理和南希很快加入了大学俱乐部、加州俱乐部、洛杉矶乡村俱乐

部和海滩俱乐部。



查理终生对伦敦街头的建筑物极感兴趣。

由于背起了许多新的责任，查理在他的律师事务所卖命工作。即使是这样，他的收入仍然不能让他满意，因为律师的收入是按小时收费的，而且跟年资有关。他想要拥有相比资深律师更多的收入。查理想要成为他的律师事务所客户中一些大资本家那样的人物，尤其是哈维·马德——他后来创办了以自己的名字命名的大学。在南希的支持下，他进行了律师业务之外的投资，寻求别的赚钱办法。然而，他并没有忘记他祖父教导的铁律：专注于当前的任务，控制支出。



1956年1月27日，查理和南希·巴里·博斯韦克结婚。

应用这种保守的方法，查理抓住了许多发财致富的机会。他开始投资股市，并且获得了某个客户几家电器企业的股权——这种做法在20世纪50年代中期和60年代的美国律师中很常见。这项投资对双方都有利：查理获得了宝贵的经商知识，而他的客户则享受到了一位精通领域不仅限于法律的律师的先见之明。

1961年，查理第一次涉足房地产业，投资伙伴是他的客户和朋友奥蒂斯·布思。他们在加州理工学院附近的空地修建了分户式产权公寓，这项投资大获成功，两位合伙人投入了10万美元，得到了30万美元的可观利润。查理和奥蒂斯接着在帕萨迪纳成功地开发了另外一个项目。查理后来还在加州阿罕布拉市参与了一些相同的项目。在不断地谈判和签约的过程中，他的商业触觉变得更加敏锐了。他把从上述投资赚到的钱都用于房地产开发，这样一来，他所做的项目就变得越来越大了。等到1964年他收手的时候，光是房地产开发就给他带来了高达140万美元的收益。



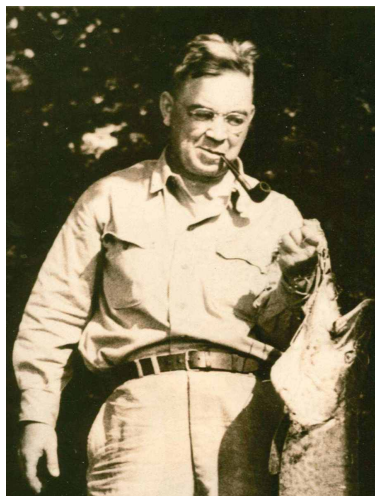
“我想你要是在为心爱的女人购买珠宝，你可能就不会计较花了多少钱。”



查理论吸引客户：“关键是把手头的事情做好……把手头的事情做好。把已经拥有的客户照顾好，其他的自然会来找你。”

1962年2月，他和四个来自穆西克、毕勒&加雷特的同事合伙成立了新的律师事务所。最初的五位合伙人分别是罗伊·托尔斯、罗德里克·希尔斯、狄克·艾斯本思赫德、弗雷德·沃尔德和查理。后来成为合伙人的还有罗德的太太卡拉拉，以及詹姆斯·伍德，他是一个独立的执业律师，也是希尔斯家的好友，而且重要的是他有一位客户。他们把律师事务所命名为芒格、托尔斯&希尔斯。多年以来，这个事务所更改了几次名字，但总是以芒格、托尔斯开头。随着罗恩·奥尔森的加入，它最终变成了芒格、托尔斯&奥尔森，简称“芒格托尔斯”或者“MTO”。

对于当年的芒格来说，在律师业的成功只是事业的起点，而非最终的目标。差不多在创办新的律师事务所的时候，他同时也在仔细地设计退出该行业的方案。查理和杰克·惠勒一起建立了一个投资合伙公司，后来艾尔·马歇尔也加入他们。几年之前查理有了这个投资合伙公司的想法，当时查理的父亲去世了，查理必须返回奥马哈料理后事。为了欢迎查理回家，查理的朋友兼医师埃德·戴维斯医生的子女们安排了一个晚宴。戴维斯的两个儿子埃迪和尼尔都是查理童年的死党，那个时候他们已经成了医生，而他们的妹妹薇拉则嫁给了奥马哈的商人李希曼。出席晚宴的有薇拉和李希曼、尼尔和他的妻子琼，以及一个叫做沃伦·巴菲特的小伙子。



查理的父亲阿尔弗雷德·芒格
查理正是因为回家料理父亲的后事，才会遇到沃伦·巴菲特。

查理认识沃伦的家人，因为他早年曾在巴菲特父子商店工作过；沃伦也听说过查理，那是几年前他在奥马哈募集投资资本金的时候。有一次，沃伦遇到戴维斯医生和他的太太多萝西，向他们解释自己的投资哲学，他们同意把毕生积蓄的很大一部分——10万美元——交给他。为什么呢？医生解释说沃伦让他想起了查理·芒格。沃伦并不认识查理，但至少已经有了一个喜欢他的理由。

在这次回家的晚宴上，查理和沃伦发现他们有很多相同的想法。餐桌上其他人也明显地看出来这将会是一次惺惺相惜的交谈。那天晚上，两位年轻人——沃伦29岁，查理35岁——相谈甚欢，他们无所不谈，话题包括商业、金融和历史的许多方面。如果其中一方在某个方面的知识比较丰富，另外一方就会很兴奋地洗耳恭听。

沃伦对查理继续从事律师职业不以为然。他说查理固然可以把当律师作为一种爱好，可是当律师赚的钱没有沃伦正在做的事情赚得多。沃伦的逻辑帮助查理在经济条件许可的时候第一时间放弃了律师生涯。

查理返回洛杉矶之后，他们的交流还在继续，通过电话和长长的信件，有时他们的信长达九页。他们都明白两个人注定要一起做生意。他们之间不存在正式的合伙关系或契约关系——这种纽带是由两个相互理解、相互信赖的中西部人的一次握手和拥抱创造出来的。

他们的伙伴关系带来了许多好处：友谊、投资机会，以及那种理解

彼此的思想和言语的独特能力。后来，他们各自领导的两家机构也开始互利互惠。沃伦投资或者收购企业的时候，会请芒格托尔斯律师事务所当法律顾问，他能随时享有全国顶尖的律师事务所，这给他带来了很多收益。与此同时，芒格托尔斯除了获得巴菲特的顾问费之外，也有其他收获，因为巴菲特的声誉给律师事务所带来了更多的高端客户。

但芒格托尔斯律师事务所并非唯利是图。芒格个人的生活原则在这个律师事务所也有所体现，该所不事声张地为洛杉矶地区的贫困人民和弱势群体提供了大量的法律援助服务。时至今日，查理对该所的律师仍有影响，他总是提醒他们，“别只看到钱”，要“选择那些你愿意与他交朋友的客户”。虽然芒格早在1965年就离开了这个律师事务所，只在那里干了三年，但他对该所的影响仍然是不可磨灭的，这可以从下面这点看出来：他的名字依旧排在该所175名律师的前列。离开的时候，他并没有撤出他在该公司的股份。相反地，他主动将他的股份划给他的年轻合伙人弗雷德·沃尔德——他死于癌症，留下了一个妻子和几个子女。

查理追求财务独立的计划很快获得了巨大的成功。他和杰克·惠勒合伙投资创立了惠勒芒格公司，他花了许多时间来打造该公司的资产基础。他也花时间参与了各种房地产开发项目。所有投资都是一帆风顺，没有遇到重大的波折。在惠勒芒格公司，查理用他自己的钱和其他人的钱来投资股票。查理更专注于让他的资本运转起来，而不是吸引新的客户。因为杰克·惠勒在太平洋海岸股票交易所拥有两个席位，惠勒芒格公司只需支付很低的交易费用，同时惠勒和芒格将行政开销一直保持在接近零的水平上。





太过相似？

查理对两个人太过相似的“担心”在2005年接受《基普林格个人理财杂志》的访谈中显露无遗：“沃伦·巴菲特和你在投资及决策方面的分歧多吗？”“不多。这就是问题所在：如果我们之中有一个人看好某件事情，往往意味着两个人都会看好。”



随着时间的流逝，查理和沃伦继续给对方打电话和写信，分享他们的想法和投资理念。有时候他们会同意投资同一家公司。有时候他们的意见产生了分歧。慢慢地，他们各自独立的投资产生了交集。沃伦投资了蓝筹印花公司，变成最大的个人股东。查理变成了第二大股东，最终，伯克希尔公司将其收归旗下。

《福布斯》400富豪榜

查理·芒格

16亿美元。

投资业。洛杉矶。

80岁。离异，再婚；8个子女。

与合伙人沃伦·巴菲特相比，他得到的赞美没那么多，财富更是少得多，但仍是伯克希尔·哈撒韦的重要人物。自1978年以来担任该公司的副董事长，擅长复杂的投资分析。1959年与巴菲特相识，随后开始投资伯克希尔。其他投资：持有好市多公司（Costco Wholesale，零售业）、每日快讯（Daily Journal，法律报纸）和传家地产（Price Legacy，地产投资）的表决权股。热衷教育事业，捐赠了帕萨迪纳市亨廷顿图书馆的新楼；是哈佛——西湖中学的校董。

《福布斯》，2004年10月11日

答题人



伯克希尔年会有20000人参加，西科年会有将近500人出席。在大约六个小时的伯克希尔年会和三个小时的西科年会上，查理无需彩排，也无需把问题显示在屏幕上，他只用铅笔和白纸，回答各种各样的提问。下面这个例子来自2004年西科年会：

问：下星期五晚上我想要去明尼苏达州的鹰湖钓鼓眼鱼。你有什么技巧或鱼饵推荐吗？

答：我不钓鼓眼鱼啦，年纪大了之后，我只钓鲈鱼了。但在我的湖里，鼓眼鱼在晚上比较好钓。



查理和惠勒的合伙关系从1962年持续到1975年。惠勒芒格公司的前11年表现非常优异，年均复合毛收益率为28.3%（净收益率为20%），同期道指年均复合增长只有6.7%，而且没有出现收益下滑的年份。但这家合伙公司在1973年和1974年的大熊市中遭到了沉重的打击，这两年的亏损率分别为31.9%和31.5%，因为该公司的主力重仓股蓝筹印花公司和新美国基金下跌得很厉害。该公司的业绩出现了下滑，尽管用查理的话来说，他“那些主要的投资最终肯定能以高于市场报价的价格售出”。不过这家合伙公司在1975年强劲反弹，年度收益猛增73.2%，将14年的年均复合回报率提高到19.8%（净回报率13.7%），而同期道指的年均复合增长只有5%。

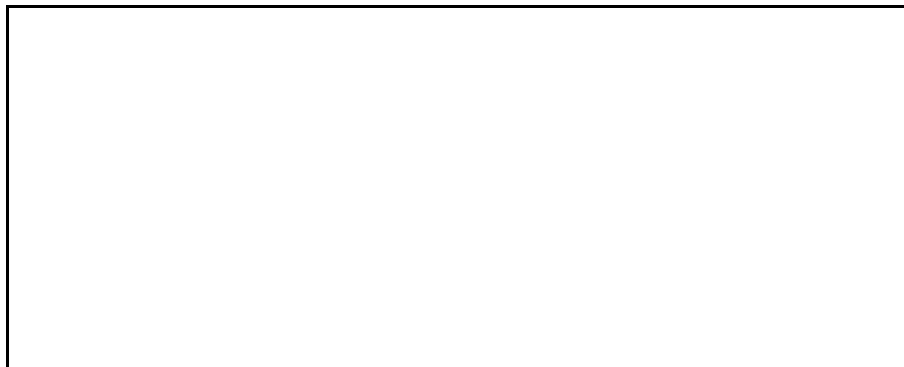
在这段艰难经历之后，查理效法巴菲特，最终决定不再直接为投资者管理基金（沃伦在1969年关闭了他自己的合伙公司）。他们决定通过控股一家股份公司来建立财富。惠勒芒格公司清算的时候，它的股东得到了蓝筹印花公司和多元零售公司的股份。这些股份后来被转为伯克希尔·哈撒韦的股票，1975年底的收市价是38美元。如今，每股价格超过85000美元（2005年本书英文版首次出版的时候），使查理成为《福布斯》400富豪榜上的一员。虽然查理对钱多钱少其实无所谓，但他为自己的名字出现在这样的榜单上而感到懊恼。尽管个人形象很健康，查理还是喜欢低调。

伯克希尔·哈撒韦在沃伦和查理的领导下获得非凡成功的故事已经在其他地方被讲述过很多次，所以这里就不赘述了。总而言之，在挑选价值被低估的公司、然后从公开市场上购买大量的股票或者直接将它们收

购方面，他们的业绩是无与伦比的。他们收购了各种各样的企业，包括约翰斯·曼维尔公司、布法罗晚报、飞行安全国际公司、Netjets飞机租赁公司、邵牌地毯、本杰明·摩尔油漆公司、政府职员保险公司和牛奶皇后公司等。此外，他们还在公开市场上收购许多上市公司的大量股票，这些公司包括华盛顿邮报、可口可乐、吉列和美国运通。大多数情况下，他们的主要投资都是长期的——实际上，他们仍然拥有几乎每一家他们直接收购的企业。

本杰明·富兰克林的职业生涯横跨政府、商业、金融业和工业多个部门；每当公开发表演讲或找到听众的时候，不管何时也无论听众是多是少，查理总是流露出对他的仰慕。在喜诗糖果公司75周年庆典上，查理说：“我本人是个传记爱好者。我认为当你试图让人们学到有用的伟大概念时，最好是将这些概念和提出它们的伟人的生活与个性联系起来。我想你要是能够和亚当·斯密交朋友，那你的经济学肯定可以学得更好。和‘已逝的伟人’交朋友，这听起来很好玩，但如果你确实在生活中与那些有杰出思想的已逝的伟人成为朋友，那么我认为你会过上更好的生活，得到更好的教育。这种方法比简单地给出一些基本概念好得多。”

富兰克林用他自己赚到的钱达到了财政独立的目标，所以他能够专注于社会改良。查理仰慕他的精神导师的这种品质，努力效仿富兰克林。他长年参与管理撒玛利亚医院和哈佛——西湖中学，这两家机构都在洛杉矶，他担任过各自的董事会主席。多年以来，他和南希一直资助斯坦福大学、亨廷顿图书馆，以及加利福尼亚州圣马力诺市的艺术收藏中心和植物园。他们最近捐建了亨廷顿图书馆的一座大楼，该楼名叫芒格研究中心。虽然查理自称是保守的共和党人，但他却大力提倡计划生育。他认为女性只有热爱孩子才能生育。他还资助各种旨在改善教育环境和教育质量的活动。身为8个孩子的父亲和16个孙辈的祖父，查理认为他的财富应该用于帮助子孙继承一个更美好的世界。





查理论当合伙人

“合伙人最好能够独立工作。你可以当一名指挥型的合伙人、服从型的合伙人，或者一名总是平等协作的合伙人。我三种都当过。

“人们无法相信我突然让自己变成沃伦的一名服从型合伙人，但有些人很好，你成为他的服从型合伙人也挺好的。我并没有妄自尊大，对此无法接受。总是会有人在某些方面比你优秀。你必须先成为下属，然后才能成为领导。人们应该学会扮演各种角色。”



认为不做好人也可以成为伟人的想法真是大错特错，我敢保证，人世间真正的伟人同时也必定是真正道德高尚的人。

——本杰明·富兰克林

聪明绝顶的查理·芒格如今仍是他最好的朋友沃伦·巴菲特的宝贵合伙人，也仍是更广阔的商业世界的导师。他们联手创建了历史上最成功和受到最广泛尊敬的公司之一。

沃伦·巴菲特答问录

好啊，第一个问题是，你是在什么时候、什么地方第一次见到查理·芒格的？你们怎么会认识？

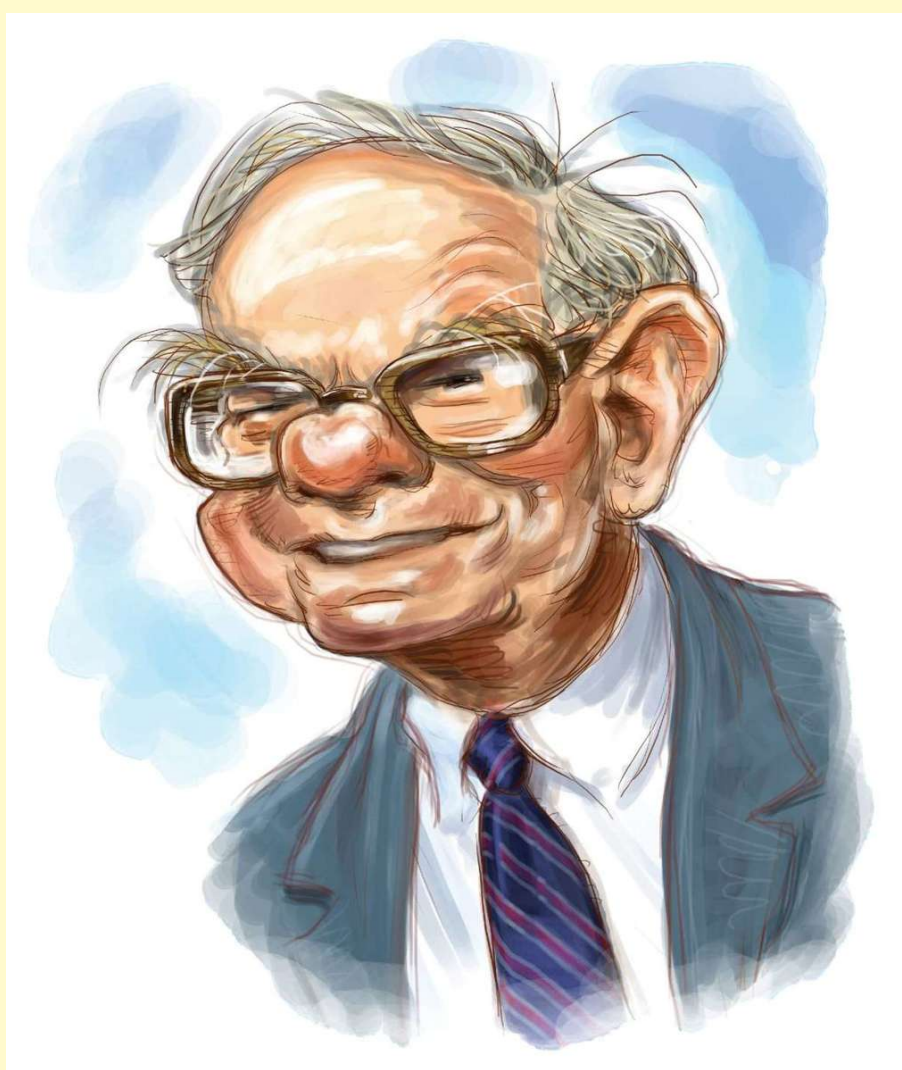
嗯，我最早遇到查理，是在1959年，当时戴维斯家的人介绍我认识他。戴维斯医生之前总是说我很像芒格，我想知道那到底是恭维还是侮辱。所以，当1959年查理返回奥马哈的时候，戴维斯家的人安排我们去吃晚饭；当时应该是在一个小包厢里，就我们两个和戴维斯家的几位。那天夜里某个时刻，当查理为自己讲的笑话而笑得前俯后仰时，我知道我遇到气味相投的人了。

你对他的第一印象是什么？

我的第一印象是，我遇到了某个和我有很多相同之处的人。我也经常为自己讲的笑话而笑得前俯后仰，也喜欢掌控对话的主动权。那天晚上，查理在这方面做得比我成功一点，但我从他那里学到很多东西。

那很好啊。喏，现在要提个大问题啦，他成功的秘密是什么？

嗯，有一次，有位漂亮的女士坐在查理身边，问是什么因素促成了他的成功，而且不幸的是，这位女士非要查理用一个词来回答。他当时准备了一通几个小时的长篇大论，但是女士强迫他用一个词来概括，于是他说他很“理性”。你知道的，他天生就是很理性的人，并把它用在做生意上。在其他方面，他倒不是一直都很理性，但在生意场上绝对是，那让他取得了巨大的商业成绩。



你认为还有哪些道德品质为他的成功作出贡献吗？

实际上，我认为他那些道德品质真的来自他十分敬佩的本杰明·富兰克林。我是说，他为人诚实正直，他做的总是比他的分内事要多，而且从来不抱怨其他人做了什么。我们合伙了40年，他从来不对我做的事情放马后炮。我们从来没有发生过一次争执。我们对许多事物的看法有时会有分歧，但他是个完美的合伙人。

你觉得他最异乎寻常的特点有哪些？

要我说的话，查理的一切都是异乎寻常的。我花了40年在他身上找

寻常的东西，现在还没找到呢。查理谱写了他自己的乐曲，那是真的没有人听过的乐曲。所以，我想说的是，我想不到有谁可以和查理归为一类。他是独一无二的。

最后一个问题，你认为南希给他的生活造成了什么影响？

我必须指出的是，查理并不寻找任何人来影响他，但尽管如此，南希还是干得很漂亮。如果我是婚姻介绍所的人，我可不愿意查理成为我的客户。

苏丝·巴菲特答问录

告诉我们沃伦和查理第一次相遇的情况吧。

他们最早相遇的那天晚上，尼尔·戴维斯把他们都请到这家餐厅来，我看着这两个人，心里想，尼尔把他们俩带到一起，是想要看这两个自负的人相互较劲吧？因为这是两个强势、爱说话、极其聪明的家伙。让我吃惊的是，沃伦居然肯安静下来，让查理掌握话语权。我还从来没有看到过那样的情况。沃伦总是掌控对话的一方，我从来没见过有谁能把这个角色抢走，那天晚上他把它让给了查理。这太少见，我永远不会忘记那个晚上。

那种情况很少见吗？



温蒂·芒格在1998年11月对沃伦·巴菲特和苏丝·巴菲特进行了这两次访谈。苏丝·巴菲特于2004年7月去世。

嗯，沃伦的才思通常比其他人敏捷得多，他就是比谁都聪明得多，敏捷得多。我是说，他总是情不自禁地掌控话语权。你知道的，当时是查理“主导”。我真的感到很好奇。在那之后发生的事情已经是传奇啦。

我想当时沃伦觉得查理是他遇到的人中最聪明的，查理也觉得沃伦是他遇到的人中最聪明的。他们都只对对方有这种感觉，后来也是这样，所以我想，他们对彼此的智力的尊敬是起点。你知道的，后来他们发现彼此还有很多共同点，比如说都很正直，等等。他们是天造地设的一对。



那是很令人兴奋的。他们在相处时，我总是能够看到他们之间的化学反应，他们的热情都被点燃了。那真的、真的很棒。我认为沃伦是他们家的怪胎，查理在他们家或许也是，他们就是那么幸运地相互认识了。

你认为南希给查理的生活带来了什么影响？

我认为查理生活的方方面面都因为南希而变得更好了，这是大家有目共睹的。她做事是那么优雅、幽默和庄重。和其他所有认识这位了不起的女性的人一样，我也很喜欢她——我尊重她，爱戴她，她是个非常重要的人物。查理一生中有很多幸运的事情，我想他最幸运的就是遇到南希吧。

芒格、托尔斯 & 奥尔森律师事务所

芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所是1962年芒格和其他六位合伙人创办的，是当今美国一流商业律师事务所之一，在洛杉矶和旧金山设有办事处。它的诉讼律师和非讼律师专注于替客户解决最重要的问题。查理的威望和那些朴素的箴言对该所产生了深远而持续的影响，促使该所的律师不知疲倦地致力于理解和解决客户的问题。这个律师事务所基本上不采用传统的律师事务所营销方式，而是听从查理的提议：“带来新客户最佳办法就是把案头工作做好。”该所的律师和沃伦、查理紧密合作，处理伯克希尔·哈撒韦的各种事务。罗恩·奥尔森曾经负责解决所罗门兄弟债券公司拍卖问题的一系列谈判。鲍勃·邓汉姆1991年离开该所，出任所罗门的总顾问（当时巴菲特是临时首席执行官），并在巴菲特辞职之后担任所罗门的董事长和首席执行官。1998年，在所罗门被现在的花旗集团收购之后，邓汉姆回到了芒格、托尔斯&奥尔森。该所的律师继续处理伯克希尔的并购业务和其相对而言极少的重要诉讼。

查理·芒格在他的从业生涯中一直在研究那些获得成功的人生和其他那些留下遗憾或者遭遇失败的人生。这种研究让我们明白他为什么拥有那么渊博的知识，为什么仍旧是芒格、托尔斯&奥尔森最重要的精神导师。

——罗纳德·奥尔森



罗伯特·邓汉姆，芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所合伙人，西科公司董事



罗纳德·奥尔森，芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所合伙人，伯克希尔·哈撒韦公司董事

查理·芒格的投资合伙公司的投资业绩

表5的业绩属于我的一位朋友，他是哈佛法学院的毕业生，也是一家大型律师事务所的创办人。我认识他是在1960年前后，当时我告诉他，当律师作为爱好不错，但他可以做得更好。他成立的合伙公司和沃尔特（沃尔特·史洛斯，该文提到的另一位超级投资者）的完全不同。他的投资组合集中在非常少的几只股票上，因而，他的投资业绩波动要大得多，但也是基于同样的价值投资策略。从历年的结果可以看出，他愿意接受业绩出现更大的起伏，他恰好是一个心理结构倾向集中的人，业绩显示也是如此。碰巧的是，这份业绩属于查理·芒格，他是我的合伙人，多年来和我共同管理伯克希尔·哈撒韦。然而，当他运作他的合伙公司时，他的投资组合和我以及前面提到的几位几乎完全不同。

（摘录自沃伦·巴菲特的文章“格拉汉姆——多德斯维尔式的超级投资者”）

表5—查理·芒格							
年 份	麻省投资者托拉斯 收益率 (%)	投资者股票基金 收益率 (%)	雷曼 收益率 (%)	三大洲基金 收益率 (%)	道指收益率 (%)	合伙公司毛 收益率 (%)	有限责任合伙人净 收益率 (%)
年度业绩							
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	30.1	20.1
1963	20.0	16.5	23.8	20.3	20.6	71.7	47.8
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	49.7	33.1
1965	10.2	9.8	19.0	10.7	14.2	8.4	6.0
1966	-7.7	-9.9	-2.6	-6.9	-15.7	12.4	8.3
1967	20.0	22.8	28.0	25.4	19.0	56.2	37.5
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	40.4	27.0
1969	-4.8	-7.9	-1.9	0.1	-11.6	28.3	21.3
1970	0.6	-4.1	-7.2	-1.0	8.7	-0.1	-0.1
1971	9.0	16.8	26.6	22.4	9.8	25.4	20.6
1972	11.0	15.2	23.7	21.4	18.2	8.3	7.3
1973	-12.5	-17.6	-14.3	-21.3	-13.1	-31.9	-31.9
1974	-25.5	-23.6	-30.3	-27.6	-23.1	-31.5	-31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.2	73.2
复合业绩							
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	30.1	20.1
1962-3	8.2	0.9	6.0	5.6	11.5	123.4	77.5
1962-4	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	234.4	136.3
1962-5	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	262.5	150.3
1962-6	27.5	14.1	39.5	23.2	27.5	307.5	171.3
1962-7	53.0	40.1	78.5	54.5	51.8	536.5	273.0
1962-8	68.8	51.4	90.5	65.0	63.5	793.6	373.7
1962-9	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	1046.5	474.6
1962-70	61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	1045.4	474.0
1962-71	76.3	56.2	119.5	100.1	72.5	1336.3	592.2
1962-72	95.7	79.9	171.5	142.9	103.9	1445.5	642.7
1962-73	71.2	48.2	132.7	91.2	77.2	959.3	405.8
1962-74	27.5	10.3	62.2	38.4	36.3	625.6	246.5
1962-75	69.4	47.0	112.2	87.4	96.8	1156.7	500.1
年均复合回报率	3.8	2.8	5.5	4.6	5.0	19.8	13.7

沃伦和瑞克谈“船长查理”

“沃伦，你说查理为什么要造这艘巨大的游艇啊？”

“嗯，整个航海界一直都有这个疑问，实际上，我们两人知道答案。瑞克·格伦和我曾经在明尼苏达遇到一件事，当时风和日丽，湖面上波平如镜，查理在没有任何外力的帮助下，硬是把一艘船弄沉了。当瑞克和我就要第三次沉到水里的时候，我们大声地对查理说，下次他应该搞一艘比较稳定的船。我们认为，有了这艘甲板面积达3400平方英尺的Channel Cat号游艇，查理终于找到了一艘他能够驾驶、并且不容易只凭他一个人的力量就可以弄沉的船。”



Channel Cat号游艇
圣塔巴巴拉，加利福尼亚

瑞克·格伦补充说：“第一次从水底冒出来的时候，我发现我正好和沃伦面对面。他的眼睛变得像碟子那么大。把他救起来之后，我才意识到我错过一个巨大的机会，你应该在救某人之前和他谈报酬，而不是把他救起来之后再谈。谁知道呢，我当时要是头脑清醒一点，现在说不定，只是说不定啦，已经是伯克希尔·哈撒韦的董事长啦。顺便说一声，我管查理那艘游艇叫‘芒格的蠢事’。那是查理唯一做过的完全非理性的

事情。”

查理的结语是：“设计和建造那艘船是很好玩的事，怎么就非理性了呢？”

查理·芒格的慈善课程

查理·芒格曾经对一群基金会的财务官员发表过题为“一流慈善基金的投资实践”的演讲，在演讲快结束的时候，他说：

.....现在出现了一种有害的趋势，美国越来越多有道德感的青年才俊醉心于收益丰厚的资产管理及其随之而来的现代摩擦，而对那些能够给别人带来更多价值的工作则不屑一顾.....从前的查理·芒格（他说起他自己）为这些年轻人提供了一种可怕的职业榜样，因为与他从资本主义得到的好处相比，他对文明作出的回报还不够多。

我能够用切身的体会来证明“后来”的查理·芒格已经变成一个令人钦佩的模范，给文明作出了许多回报。南希·芒格和查理·芒格总是稳定地、慷慨地捐款给许多教育机构和研究机构，但是他们从不张扬；后来他们资助了一些重要的新建筑物的建设，这才使他们的善举为世人所知。他们最初捐建的是位于加州北好莱坞的哈佛——西湖中学的科学中心，查理是该校的校董。后来他们又在这里为亨廷顿图书馆修建了新楼，该楼被命名为南希·芒格和查理·芒格研究中心；现在他们又继续捐资为斯坦福大学法学院兴建新的研究生宿舍楼，落成之后将会供法学院、商学院和其他学院的研究生入住。



亨廷顿是一所独立的研究型图书馆，位于加利福尼亚州圣马力诺市，是由铁路大亨亨利·亨廷顿在1919年设立的。它的主要功能是支持人文学科和社会科学方面的高级研究。该馆的馆藏强项是英美历史、文学、科学史、医学和技术方面的图书。图书馆藏书总量超过600万册，每年接待大约1800名进行博士后研究的学者。南希·芒格曾经担任该馆理事十年之久，现在仍是名誉理事。退而不休的她和查理希望送给这家机构一份厚礼，这家研究型图书馆的设施亟需扩建，于是他们决定捐款资助。

他们捐赠的建筑物在2004年9月份举行了命名仪式，同年11月中旬完全向学者开放。这是一座9万平方英尺的楼宇，新添巨大的藏书空间、一个用于查阅罕见资料的宽敞浏览室、供驻馆学者使用的办公室、新的会议室和摄影室，还有一套供图书馆管理人员使用的办公室。



和芒格夫妇一起工作，尤其是和查理共同确定芒格研究中心的布局和功能，是一种非常美妙的体验。查理对该建筑的外观有许多具体的想法，他设计了新古典式的外立面，使得这座房子和亨廷顿图书馆那些历史悠久的建筑相得益彰。不过查理把新楼内部的功能规划留给我的职员和我去完成。这是个复杂的过程，因为我们的预算不能超过他们捐款的数目，而且还必须考虑到已有的图书馆建筑，从1929年到1984年，这座图书馆增加了五幢楼宇。在项目施工期间，我意识到查理提出了一个精妙的数学问题让我们来解决，而且就像他参与其中的每件事一样，他期待得到合理的结果。我们雇用了帕萨迪纳的伯爵公司，这家兼营设计与施工的公司是查理向我们推荐的，最终我们拥有了一座宽敞的、功能齐全的建筑，它将在整个21世纪服务于我们的馆藏和学者。我们不但按时完工，而且预算还略有节余，但就在这座建筑成型期间，芒格夫妇的一些朋友和几家基金会也捐了款，作为装修和运作所需的费用。结果，我们得到了一个漂亮的、精装修的、功能齐全的研究中心，以及四年的运转资金，这让我们有时间来募集更多的经费。

上面提到查理的演讲，那次演讲另外一个重要的部分是“.....能够给别人带来更多价值的工作”。南希·芒格和查理·芒格馈赠给亨廷顿图书馆的芒格研究中心使我们能够成功地为这个世纪的学者提供价值。从资金中创造价值，这无论在慈善业还是投资业都同样重要。这是查理·芒格另外一堂重要的课程的结束语。

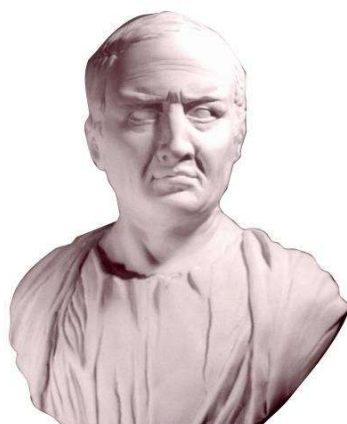
——戴维·齐德伯格

亨廷顿图书馆斯坦顿·艾维里分馆负责人

歌颂长者： 芒格论晚年

受西塞罗《论老年》启发

1744年，本杰明·富兰克林尚未成名，他是费城一个从事印刷业的默默无闻的商人。出于和商业无关的爱好，他在当年出版了一本书，书中包括了西塞罗《论老年》的译文，这是美国第一次有人将其从拉丁文翻译成英文。西塞罗在大约60岁的时候写下了这部歌颂老年的作品。



马尔库斯·图卢斯·西塞罗

(Marcus Tullius Cicero , 公元前106年——公元前43年)

马尔库斯·图卢斯·西塞罗活到63岁，在那个年代算是长寿的罗马人。公元前43年，马克·安东尼派人暗杀西塞罗，因为西塞罗反对继续沿用前几年恺撒登基之后用于取代民主制度的独裁制度。这位罗马最伟大的作家、演说家、律师和顶尖政治家的生命就此结束。

我最早听说这本书，是在2006年，当时我的朋友安格斯·麦克拜恩夫妇送给我一本富兰克林1744年译文的重印版，那本书名叫《西塞罗论美好人生》(Cicero , On a Life Well Spent , Levenger Press , 2005)。

我想不起来之前是否听说过这本书，但一看到西塞罗这部充满了对老年的歌颂的作品时，我就高兴到几乎上天了。也许麦克拜恩夫妇琢磨着我需要一本权威的书，以便让我明白82岁的老人仍旧可以得到许多机会和安慰。不管他们是怎么想的，麦克拜恩夫妇启发了我如下的反思。



希腊——罗马风格

加利福尼亚州马里布市的盖蒂别墅是典型的受希腊影响的罗马风格建筑。盖蒂别墅于2006年重新开放，其展品包括许多希腊、罗马和其他地方的古董。

公元前8世纪到公元5世纪是希腊文化和罗马文化的繁荣期，“希腊——罗马”风格反映了当时地中海世界本质上的统一性。

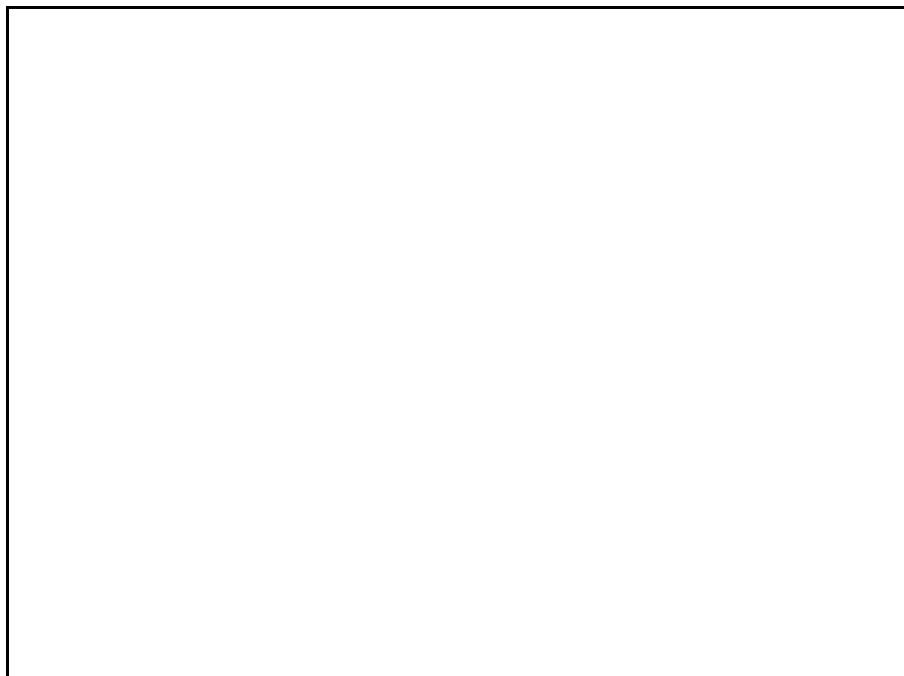
我第一次听说西塞罗这个人，是在大萧条快结束的时候，我正在奥马哈中央高中学习拉丁语。那时候我并不觉得西塞罗在他热爱的共和政体终结之后不久丧命有什么值得悲伤的。毕竟，他就算当时不死，也会很快由于其他原因而去世。而且所有我身边的事情让我明白，从某种重要意义上来讲，西塞罗并没有完全死去。事实上，死后的西塞罗显然比生前的西塞罗对更多的人造成了正面的影响。这种结果并非由他的殉道产生，而是由这位如此伟大的作家流传于世的文字引起。

他深爱的共和政体也没有彻底地消失。实际上，就以我所处的内布拉斯加州而言，这里的政治制度正是西塞罗所描绘的那样。此外，这里不但有西塞罗式的政府体制，还有西塞罗式的政府建筑。中央高中的建筑和雕塑本质上是希腊——罗马风格的，反映了早年内布拉斯加州人将

当今的幸福归功于古代模式的可敬的愿望。

我在中央高中时并没有完全领略由西塞罗提出、内布拉斯加州采用的特殊政治体制的全部优点，因为我在那儿并没有机会研究西塞罗对这种体制的论述。但后来我也赞同西塞罗的政府观。他认为好的政府制度应该将有限选举民主制、寡头政治和临时君主制三种制度的某些方面综合起来，形成一套缜密的权力制衡系统，以便防止任何一个政客造成不可容忍的破坏。他背后的基本哲学观点是一种深刻而现实的对人本性的怀疑精神，包括了对多数暴政及蛊惑人心的政治宣传的厌恶。当然，与这种怀疑精神相辅相成的另一面是他对公民责任的信仰，他认为全体公民，尤其是社会中最优秀最杰出的公民，有责任机智地、勤劳地为国家及其价值观奋斗，即使这种奋斗需要他们作出很大的牺牲。所有时代的人都会发现，他的处方中那味叫做责任的药最难以下咽。确实，西塞罗在当年就发现这种情况，所以他生造了拉丁文单词“moralis”，也就是我们现在所说的道德这个词的词根，用它来鞭策他的罗马同胞走上正确的道路。

持有和西塞罗相同的政治观点之后，我曾多次暗中以为，我提倡这种政治制度，是为我的同胞着想。但现在我觉得，一个人很少完全清楚他自己的动机。因此，我现在认为，我之所以赞同这种观点，在很大意义上是因为认识到在西塞罗的价值系统中，我将很有可能飞黄腾达。



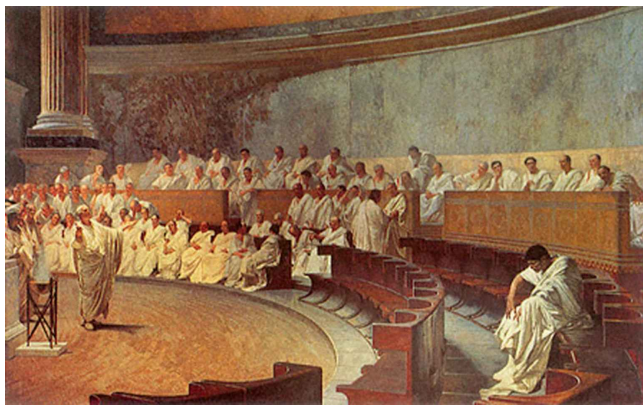


安东尼·特罗洛普

(Anthony Trollope , 1815——1882)

安东尼·特罗洛普是维多利亚时代最成功、最多产、最受尊敬的英国小说家之一。特罗洛普写了许多小说，尖锐地反映了他那个时代有关政治、社会和性别问题的冲突。他偶尔——有时花很大精力——也写传记，记录西塞罗和帕尔摩斯顿爵士等人的生活。特罗洛普在今天依然备受欢迎。

事实果然如此，我在生活中得到的比我应得的要多。如果某个人的思维模式在生活中给他带来好处，那么这种模式往往会变成他最坚定不移的信念。所以，随着时光的流逝，我越来越喜欢西塞罗。有一次我翻阅了特罗洛普撰写的西塞罗传记，看完之后，我甚至决定千万不要向那些尚未对西塞罗入迷的人推荐它。



喀提林阴谋

吕西乌斯·舍尔基乌斯·喀提林纳（公元前108年——公元前62年），别名喀提林，罗马政治家。他最广为人知的事情是曾经谋图颠覆罗马共和国，尤其是推翻当权的贵族议员。西塞罗是他最大的政敌，在“喀提林演说”中，西塞罗对他极尽冷嘲热讽之能事。喀提林阴谋是罗马共和国风雨飘摇的最后数十年中最著名的事件之一。

尽管麦克拜恩夫妇送给一位老人一本论衰老的图书这种社会策略并不怎么高明，但他们整体的判断是丝毫不错的。西塞罗的谈话对身处奥马哈中央高中的我毫无用处，因为当时我的雄心壮志是给某位大美女留下更好的印象。但在2006年，西塞罗关于老年的讨论受到了我的热烈欢迎。

例如，该书的第一页就减轻了我的精神负担。西塞罗如是报告：“在写作这本书的过程中……我所产生的种种想法……既轻松又有趣……以至于它们已经使老年生活显得美好而舒适。”显然，说这种话的人是我的同道中人，对自己说的话坚信不疑并为之洋洋自得。长久以来，我总是很热心地想要告诉别人他们应该知道些什么。我觉得这是一种社交缺陷。毕竟，我引起的往往是别人的反感，而且我只能通过大度到有时会让人生厌的慷慨来抵消这种反感。让我高兴的是，在西塞罗笔下，这种好为人师的性格是有益的，有助于在世界上传播知识。但是中央高中怎么会让这位伟人只向我提供两段有关喀提林阴谋的文字，而不是让他告诉我应该对自己说的话更有自信呢？我想答案是这样的：要么中央高中是那个时代的一所非常好的学校，无需教学生们自信；要么我那些校友们自信心极强，根本不像年轻的我那样需要鼓励。

在我继续阅读西塞罗这部作品的时候，我发现更多称赞我这种生活方式的内容。随着年岁的增长，我受到越来越多的批评，说别人和我谈话时，我常常因为深陷于自己的思维而表现得无动于衷。这种行为也被西塞罗视为优点，他在称赞天文学家伽鲁斯和与他类似的人时表达了这样的看法：“当他专注于整夜都没解决的数学题目时，如何还会为初升的朝阳而惊喜呢？我们见过多少睿智而可敬的老年人在他们的书房里表现得兴高采烈呢？”

西塞罗的话还增添了我的个人满足感，因为它支持我长久以来对一个正统观点的抵制。我向来拒绝接受人们对基督教《圣经》中法利赛人和税吏寓言的解释。依照这种解释，法利赛人既有学问，又很虔诚，终生循规蹈矩，却因为他庆幸自己最后没有像为非作歹的税吏那样堕入不道德的世俗境况而反遭指责。和我一样，西塞罗也不认为人们因这样的反差而欣喜有什么不对。在他看来，把工作做好的自豪感是非常有建设性的。例如，它能够激发年轻时的斗志，因为当年老时，你回想起来会感到更加快乐。对于他这种看法，我想用现代知识来补充一句：“此外，当你为自己表现得很好而感到满意时，你会在未来做得更好。”

为了证明进入晚年的人也有能力做好各种事情，西塞罗不惜长篇大论地引用许多在战场、治国和文学方面取得伟大成就的杰出老者作为例子，并指出这些老者为自己长期的优异表现而感到幸福。例如，他提到某位伟大的将军：“要是他能够再活一百年，你以为他会觉得打仗是一种负担吗？”

在描述这些老年人取得成功的例子时，西塞罗也提到了罗马政治体系许多有趣的方面。他通过老加图之口说道：“就任审查官之后，我把吕西乌斯·弗拉米尼努斯请出了参议院。他已经当了七年参议员，我为此感到非常不好意思。但他为了博取错过观看罗马斗剑比赛的心爱妓女一笑，竟然亲手杀害了一名高卢人，我无法坐视他为非作歹而不受惩罚。”天哪，这就是那个年代！要是美国的参议员也有这样的权力，现在还有哪个聪明人会高兴地走向参议院呢？也许会有人出版一份待审查的参议员名录？





《路加福音》18：9——14

（和合本）

耶稣向那些仗着自己是义人，藐视别人的，设一个比喻，说：“有两个人上殿里去祷告：一个是法利赛人，一个是税吏。法利赛人站着，自言自语地祷告说：‘神啊，我感谢你，我不像别人勒索、不义、奸淫，也不像这个税吏。我一个礼拜禁食两次，凡我所得的，都捐上十分之一。’那税吏远远地站着，连举目望天也不敢，只捶着胸说：‘神啊，开恩可怜我这个罪人！’我告诉你们：这人回家去比那人倒算为义了。因为，凡自高的，必降为卑；自卑的，必升为高。”

西塞罗不光赞美了老年人的美德，他还批评了年轻人的不足和愚蠢。有一次，他将某个伟大政府的垮台归咎于下述的原因：“几个开始表现得像政治家、并通过各种办法暗示他们能够管理人民的幼稚而无知的

年轻演说家。”



克罗顿的米洛

(公元前6世纪晚期)

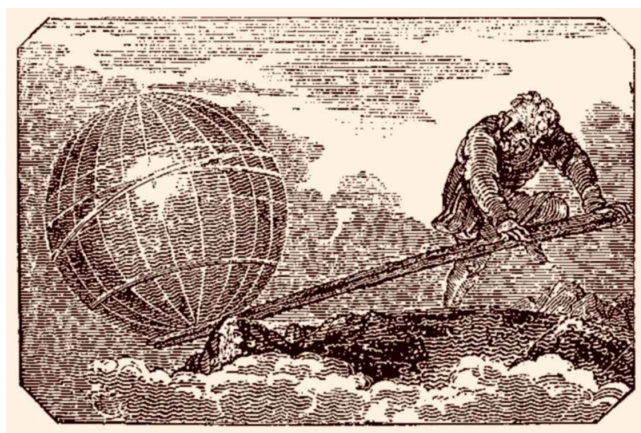
米洛曾六次在奥运会的摔跤比赛中获胜，是古代最著名的希腊运动员之一。甚至在过了奥运会运动员的黄金年龄之后许多年，他依然保持了很强的竞争力。按照古人的说法，米洛会通过平伸手臂、五指张开来展示他的力量，没有人能够弄弯他的小指头。在另外一个传说中，米洛在奥运会休赛的那些年每天会背着一头初生的牛犊进行训练。等到奥运会召开时，他就会背着一头四岁的牛进入奥林匹克竞技场。

西塞罗认为，年轻人的平均优势比不上老年人的。为了证明这一点，他指出，在特洛伊战争中，阿伽门农“从来不曾指望再拥有十个像埃阿斯那么孔武有力的猛将，而是希望能够再得到十个像内斯特那么聪明睿智的谋士”。

西塞罗的年龄偏好很明显来自他对智力和体力的看法，他认为前者的价值远远高于后者。他在书中写道：“据说米洛进入奥林匹克竞技场时背着一头牛。现在如果让你选择，你是愿意选择米洛的体力呢，还是选择毕达哥拉斯的智力？”对于西塞罗来说，这是只有一个答案的反问句。

西塞罗虽然知识渊博，但他还是认为，只要一息尚存，就应该不断学习，自我提高。他举了苏格拉底晚年学习演奏提琴和某位罗马老人学习希腊语这两个例子。实际上，西塞罗认为，最令人伤心的噩耗是那些你正在向其学习的人的死亡。所以他在书中让老加图这样谈论昆图斯·法比乌斯·马克西姆斯：“我非常喜欢听他的教导，真担心他会撒手离我们而去，到时我恐怕再也找不到第二个这样的人来提高自己的了。”西塞罗两次意味深长地引用了早期雅典伟人梭伦经常说的话：“活到老，学到老。”

西塞罗指出，试图解决基本问题的哲学研究是一种理想活动，适合所有年纪的人，哪怕是行将就木的老年人。



阿基米德

（Archimedes，公元前287年——公元前212年）

阿基米德是古希腊的数学家、物理学家、工程师、天文学家和哲学家，他是古代最伟大的思想家之一。他发现了众多有关密度、浮力和光学的原理，以及最著名的杠杆原理。关于杠杆原理阿基米德曾经说：“给我一根足够长的杠杆和一个支点，我能撬动整个地球。”

他对这种形式的学习赞不绝口：“我们再怎么仰慕哲学的出色都是不够的；人们只要献身于哲学，就永远不会在任何人生阶段或境况中迷失自我。”适才我回头去看上面描述西塞罗热爱知识的文字，正好想起他不用一个字就对罗马作出的我认为最明智、最尖锐的批评：在担任西西里

的大法官之后，他找到古代最伟大的数学家阿基米德的坟墓，看到一片墓草萋萋的荒凉景象——对数学和科学毫无兴趣的罗马文明的缺陷在此表露无遗。

所以不难想像，在这本由本杰明·富兰克林最早在美国出版的书中，西塞罗的论述也包括各种各样的行动建议；有时候这些建议还得到有说服力的理由的支持。例如，西塞罗反对富裕老人的贪婪行为，他说：“我们越来越接近人生的终点，有什么比在这时候仍然财迷心窍更加荒唐和没有意义的事吗？”

在这位罗马人看来，害怕死亡是愚蠢和不可接受的。因为他认为，人死后只有两种可能：1. 你将在阴间过上更好的、永恒的生活；2. 就算得不到这样的结果，你也将不再保留任何人间痛苦。

在西塞罗看来，老年人不应该只追求生前的享受。他认为有价值的生活方式是努力为后人造福，哪怕自己可能看不到这种努力的结果。

西塞罗批评了提前退休的做法，他认为这是不可思议的。他同意毕达哥拉斯的道德观，认为：“如果没有得到他的将军——也就是上帝——的命令，没有人应该放弃自己的岗位。”

总而言之，西塞罗并不认为晚年是人生较差的那一部分，是年轻时美好生活的残留。西塞罗也不赞同切斯特菲尔德爵士的态度，后者“先把人生这杯美酒喝掉四分之三，然后才愿意和一些贵夫人分享杯中的残留”。在西塞罗看来，如果你的生活方式是正确的，那么你到了晚年只会比年轻时更加幸福。

西塞罗认为人们应该给予长者高度的尊重。从这方面来讲，他的看法倒是和孔子相同。此外，他建议老年人保护他们的权利：“老年人更应该保护他们的正当权利，不应软弱地放弃它们，而是应该坚持到最后。”





毕达哥拉斯的哲学

毕达哥拉斯的几何学解决了那个年代最伟大的问题之一——乘方的算法。这个解决方法被称为勾股定理，或者毕达哥拉斯定理。毕达哥拉斯的哲学与西塞罗的思想也有相似之处，他认为人可以分为三种：爱智慧的人、爱名誉的人，以及爱私利的人。

西塞罗一向不喜欢抱怨个人的不幸，而且总有理由。例如，他认为老年人不应该抱怨性能力的减退，而是应该为此而高兴，因为他们因性丑闻蒙羞或者感染性病的几率大大地降低了。西塞罗在变老过程中找到的这些优点，我有个朋友也曾发现过。在这里姑且称这位朋友为“格罗兹”。就在去世之前，75岁的格罗兹告诉我：“从前我很苦恼，因为总是对朋友的妻子有非分之想，但谢天谢地，现在我终于没有这种念头了。”然而，西塞罗并不满意人们像格罗兹那样到了75岁才觉悟。60岁刚出头的西塞罗如此夸耀他的思想境界：他认为“感官的愉悦”比“演说和诉讼辩护”差远了。这位伟人在推己及人的路上未免走得太远了，作为当时全世界最好的律师，他可能被自己的特长给误导了，我们其他人在60来岁的时候当然不太可能像西塞罗那样更喜欢打官司。

西塞罗一贯反对抱怨，他认为抱怨年纪变老是很愚蠢的。依照西塞罗的说法，年轻人最大的希望应该是不要未死先老，而且呢，抱怨你得到了可以合理预期的最好结果显然是不太合适的。

和在他之前的老加图一样，西塞罗也承认几个志同道合的好友欢笑畅饮能够改善生活。偶尔到收拾整洁的乡间别墅小住也是如此；杰弗逊

也喜欢这么干，他和西塞罗持有相同的观念，认为到僻静的乡间居住有助于培养合理的价值观。

西塞罗就像个法官，心中有一杆公平的秤，所以他能够客观地看待问题。他让某个人去问老加图，晚年生活幸福美满的老加图是否更多地受益于他的道德态度、他的智慧，也就是说，老加图的晚年幸福是否跟他的极大财富无关。老加图回答说：可能跟他的财富也有一些关系。

西塞罗也从反面说明了这个道理。西塞罗说，如果一个人正直而又勤奋，那么他就算最终得到贫困潦倒的结果，也跟那些获得巨大成功的人一样值得尊敬；但他也承认，太过贫穷会让晚年的生活变得很艰难。

但西塞罗并不认为财富能够使那些道德水平低下而又缺乏信仰的人避开悲惨的遭遇。在西塞罗看来，富人如果缺乏良心和信仰，那一定会遭受痛苦。

《论老年》最著名的段落当属下面这段了不起的总结：“晚年的最佳保护铠甲是一段在它之前被悉心度过的生活，一段被用于追求有益的知识、光荣的功绩和高尚的举止的生活；过着这种生活的人从青年时代就致力于提升他自己，而且将会在晚年收获它们产生的最幸福的果实；这不仅是因为有益的知识、光荣的功绩和高尚的举止将会陪伴他终生，甚至直到他生命的最后一刻，也会因为见证了正直的人生的良心和对过往美好功绩的回忆将会给灵魂带来无上的安慰。”

如果完全听从西塞罗的这些忠告，我们真的能够改善生活吗？嗯，非常碰巧的是，率先在美国出版《论老年》的本杰明·富兰克林尽他的最大努力去遵守这些忠告，结果他很长寿，逝世时万流景仰，他的晚年是有史以来最富有建设性和最幸福的。而且这还是在他饱受疾病等不利因素折磨的情况下发生的。

如同往常一样，本杰明·富兰克林改进了西塞罗的发现。富兰克林并不满足于只是快乐地接受老年的生活，他还快乐地将这个角色演绎得淋漓尽致，并为子孙后代造福。因此，西塞罗的这些思想对富兰克林来说很有用。毫无疑问的是，对于许多其他人而言，它们也仍是有用的。出于这个特殊的原因，再加上西塞罗在政治科学上的贡献，于是我们在公共场合摆放那么多西塞罗的塑像。从这个方面来看，虽然马克·安东尼曾试图将西塞罗的影响从人世间清除，但直到两千多年后的今天，西塞罗

依然能够给人们以帮助。



老加图

(Marcus Porcius Cato , 公元前234年——公元前149年)

“耐心是最伟大的美德。”马尔库斯·博尔西乌斯·加图是罗马政治家，绰号“审查官”，史书称其为“老加图”，以区别于他的曾孙“小加图”。他出身于豪门望族，是声誉卓著的学者，在罗马帝国担任过数个不同的官职。在担任罗马审查官期间，老加图非常严格地审查参议员和骑士的名单，拒绝了许多他认为品德恶劣或者能力不足的候选人。老加图铁面无私的例子之一是，他曾拒绝了荒淫无度的吕西乌斯·昆克提乌斯·弗拉米尼努斯。

此外，作为西塞罗思想的现代传人，沃伦·巴菲特现在正很好地师法了晚年的西塞罗和富兰克林。巴菲特很像老加图，他坚守岗位，毫无退休的计划。他快乐地工作着，为那些耐心地信任他的人提供很好的回报。在一个由尘世的成功堆砌而成的高高讲台之上，他模仿西塞罗、老加图和富兰克林，不厌其烦地告诉其他人应该如何思考和行动。他的话语往往睿智而又幽默，让人非常乐于接受。



马克·安东尼

(公元前83年——公元前30年)

在公元前44年3月15日恺撒遇刺身亡之后，恺撒的两个大臣西塞罗和马克·安东尼变成了罗马帝国的领袖：西塞罗是参议院的发言人，安东尼是恺撒遗嘱的监护人和执行人。这两人本来就相处不睦，在西塞罗认为安东尼肆意篡改恺撒的政治主张和愿望之后，他们间的关系变得更加糟糕。西塞罗发表了一系列名为“腓力比克”的演讲，大肆攻击安东尼，并抬高安东尼的政敌。借助“腓力比克”系列演讲和他众所周知的智慧，西塞罗成了一名广受欢迎的领袖。安东尼最终召集了一支军队，击败了西塞罗，重新控制了罗马。上台之后，安东尼宣布西塞罗是国家公敌，在公元前43年将其处死。

我认为巴菲特是个异数，其他人没有必要像他那样努力遵从西塞罗的所有忠告。在现代社会，尽管财富与日俱增，人均寿命也很长，但有许多人在晚年会遭遇重大的疾病，而且有些人就算依然健康，还有很多年可活，也会被迫离开世俗的高位。所以呢，如果老年人没有像巴菲特那样工作一辈子，而是对他们失去的世俗角色稍作愉快的调整，那通常也是明智的选择。最后，那些好为人师者最好记住萧伯纳之死留下的教训：牛虻式的人物很少受到世人的欢迎，有少数例外者，是因为他们和萧伯纳一样，都将智慧和道德说教结合在一起。



古罗马将军马克·安东尼

富兰克林论衰老

汉译世界学术名著丛书

论老年 论友谊 论责任

〔古罗马〕西塞罗 著



“我想除了又老又胖，我并不那么介意变老。我应该不会拒绝从头到尾把生活再过一遍：只是希望获得唯有作家才有的特权，在再版的生活中修正初版的错误。生活的悲哀之处在于，我们总是老得太快，而又聪明得太慢。等到你不再修正的时候，你也就不在了。”

富兰克林以求知欲强、心灵手巧和兴趣广泛而闻名。他在发明、写作和从政方面均有所建树。而且晚年的他涉足的范围更广：62岁时，他发明了一套音标字母系统；5年之后，他出版了他最著名的两篇支持美国独立的讽刺文章——“使泱泱大国沦为蕞尔小国的方法”和“普鲁士国王之诏书”；1776年，70岁的富兰克林参与《独立宣言》的定稿，大刀阔斧地编辑了杰弗逊的草稿；同年稍后，他以合众国大使的身份前往法国，并担任该职位到1785年；回国之后，富兰克林成了废奴主义者，解放了他的两个奴隶，并最终成为“释放遭到非法禁锢的自由黑人协会”的会长；1787年，81岁的富兰克林作为代表参加了制宪会议，参与制定了取代《联邦条例》的《美利坚合众国宪法》。他是惟一同时参与制定三份为美国奠定基础的重要文件——《独立宣言》《巴黎和约》和《美利坚合众国宪法》——的开国元勋。1790年4月17日，84岁高龄的富兰克林于费城家中与世长辞，留下了那部尚未完稿的著名自传。由于只写到1757年，富兰克林许多为后世铭记的功勋并没有出现在他的自传中。



晚年的最佳保护铠甲是一段在它之前被悉心度过的生活。

——查理·芒格

萨克拉门托河畔，2005年



忆念： 晚辈谈芒格

小查理·芒格如是说

大约在我15岁的时候，我们全家去太阳谷滑雪；假期的最后那天，爸爸和我冒着风雪开车出去，他绕了十分钟的路去给我们开的那辆红色吉普车加油。当时他正争分夺秒地让我们全家能赶得上回家的飞机呢，所以到加油站后当我发现油箱里还有半箱油时，我感到很吃惊。我问爸爸，还有那么多汽油，我们为什么要停下来；他教导我说：“查理，你要是借了别人的车，别忘了加满油再还给人家。”



我在斯坦福念大一时，有个熟人把车借给我。倒不是因为他跟我关系很好，而是因为一个我们都认识的朋友迫使他这么做。那辆奥迪佛克斯是红色的，油箱里还有一半油。所以我想起了吉普车的事，先把油加满了，再将车还回去。他发现了。自那以后，我们共同度过了很多美好的时光，我结婚的时候，他是我的伴郎。



从斯坦福毕业之后，我才知道当年度假时我们住的是瑞克·格伦的房子，开的是瑞克·格伦的吉普。瑞克是爸爸的朋友，当他回到太阳谷，就算吉普车的汽油比他离开的时候少，他也自然不会介意，甚至可能都不会发现。但爸爸无论什么事情都做得公平和周到。所以那天我不仅学到了如何交朋友，还学到了如何维护友谊。



芒格餐桌上的家庭价值观 ——温蒂·芒格如是说

爸爸从前经常利用家庭餐桌这个讲坛来教育他的子女。他最喜欢的教育工具是德育故事，讲的是某个人面临道德难题，并作出了正确的选择；还有反面教材，讲的是某个人作出了错误的选择，最终遭遇一系列不可避免的灾难，生活和事业都损失惨重。

利用反面教材是他的特长。他真的很喜欢讲那些结局很悲惨的故事。他讲的故事非常极端，非常可怕，每当他讲完之后，我们通常会一边尖叫一边大笑。就描绘各种悲惨后果和教导我们能够从这些后果中吸取什么教训而言，爸爸是无人可比的。

他的德育故事更浅显直白一些。我记得爸爸曾经讲过一个故事，当时我们兄弟姐妹几个从5岁到25岁不等。在故事里，他旗下某家公司的财务负责人犯了错误，给公司造成了几十万美元的损失。那人发现错误之后，马上向该公司的董事长汇报。爸爸告诉我们，当时董事长说：“这是个可怕的错误，我们不希望你再犯同样的错误。但人孰无过呢，我们可以不追究这件事。你做了正确的事情，就是承认你的错误。如果你试图掩盖错误，或者拖延一段时间再坦白，你将会离开这家公司。不过现

在我们希望你留下来。”每当我听到又一个政府官员犯错之后试图掩盖事实而不是诚实地坦白时，我就会想起这个故事。

我不知道刚才为什么要用“从前”这两个字来形容爸爸在餐桌上的教育课。如今，他年纪最大的孩子接近60岁了，仍在听取他的教导，那张餐桌现在坐满了他的孙子孙女，他仍然用他独特的讲故事方式来让我们继续和天使站在一边。有他坐在餐桌的主位上，我们真是非常幸运。

威廉·哈尔·布斯韦克如是说

查理和妈妈结婚已将近50年，在这段迷人而美好的时光里，我曾经给过查理许多好好教育我的机会。下面举两个例子。



“蓝色海盗号”

1. 把工作一次就做好

这个故事发生的时候我们还住在明尼苏达州。当时我已到了可以开车的年纪，去卡斯湖镇接送女佣是我的一项任务。这项任务不是光开车就可以完成的，我必须先开船越过卡斯湖，到了对岸的码头再开车去镇上，然后沿原路返回。我每天早晨的任务还包括在镇上买报纸。嗯，有一天风雨交加，湖面上的浪很大。经过所有的惊险和困难，我终于去镇上把女佣接了回家，可是忘了买报纸。查理问我：“报纸在哪？”我说没买。他停顿了一秒钟之后说：“再去一次，把报纸买回来，以后别忘记了！”所以我只好冒着风雨回镇上买报纸，湖面上波涛汹涌，风雨扑打着小船，当时我告诉自己，我再也不会让这样的事情发生了。

2. 承担责任

每年夏天，查理的母亲都会从奥马哈开车到明尼苏达。她在明尼苏达的时候，我们有事可以用她的车。但车的钥匙只有一套。有一次，我和几个朋友在帆船上玩，车钥匙从我口袋里掉进了五英尺深的浑水。我回家坦白了。那里是明尼苏达北部的大森林地区，根本就没几个锁匠，而且查理也无法容忍如此愚蠢的行为。同样不到一秒钟之后，他提出了解决方法：“和你的朋友们潜到水底去找钥匙，没找到别回家。”在水底找了差不多两个小时之后，太阳快要下山了，我看到前面的水草丛中奇迹般地闪耀着金属的光芒，我终于可以回家了。

在明尼苏达那些年还有许多这样宝贵的小故事，因为当时查理工作太忙了，这是我们唯一可以真正同他在一起度过的时光。平时工作的时候，他总是天没亮就出门，吃晚饭时才回家，接着研究标准普尔指数，然后跟沃伦通一两个小时电话。

戴维·波斯韦克如是说

许多年前，我们家在明尼苏达州的房子位于湖畔，父亲决意为早几年修建的网球场添置一台发球机。他固然是希望孩子们能够提高球技，但他的用意不仅于此。因为父亲比任何人更常去球场，摆好发球机之后，他就能无休止地练习网前截击。不久之后，他就掌握了网前截击的技术，这类球每个人都本能地想要扣杀，但通常会把球击到网上，或者打出球场之外十英尺远。这种练网球的方法就像高尔夫球的打短杆，其他人很少愿意采用，然而父亲却乐此不疲，由此他在生活的其他方面也拥有了令别人抓狂的竞争优势。我真的很怕跟他做对手，尤其是在双打比赛中，因为在双打比赛中，网前截击是取胜的关键。幸好我和父亲是网球场而不是生意场上的对手。



想到父亲就让我回忆起很久之前一个很幽默的啤酒广告。广告里有个穿着时髦的男人，坐在桌子旁边，聚精会神地凝望着手中的啤酒，完全无视身前一头咆哮的公牛正准备顶一个斗牛士。当公牛把桌子撞得粉碎时，他的眼睛连眨都不眨一下。旁白的声音好像是“品尝某某牌啤酒，享有独特感受”之类的话。

把啤酒拿走，换成上市公司的年报、建筑设计图纸，或者一本学术性的凯恩斯传记，你就会看到父亲和电视上的情景一模一样：夜复一夜，他总是坐在心爱的椅子上，研读某些东西，充耳不闻身边孩子们的打闹、电视机的喧哗和妈妈喊他吃饭的声音。

即使不在阅读，爸爸在开车送莫莉和温蒂去帕萨迪纳的途中，也常常陷入沉思，要不是妈妈大声提醒他正确的高速公路出口，他就会把车开到圣伯纳蒂诺。我不知道他脑中在想什么，但肯定不是某场橄榄球比赛的结果或者一次打得很糟糕的高尔夫球。父亲思考时能够抵制绝大多数的外界干扰，如果你试图在此时引起他的注意，你会觉得他让人又好气又好笑。但正是有了这种能力，他才会如此成功。

莫莉·芒格如是说

我是1966年上的大学，非常幸运的是，那时我已经深受爸爸的影响。在那个愤怒和激进的时代，我会穿着牛津装，在学校门口外面的地铁站书报亭买《华尔街日报》或者《财富》杂志，然后把它塞到腋下，大步流星地去上经济和商业课程。当年的学生若不是正在霸占院长办公室，就是在去往监狱的路上。而我则在拉蒙特图书馆的地下室学习如何

爸爸教导我们遇事要抱怀疑态度，甚至逆其道而行，这种思维方式在面对20世纪60年代末期的混乱局面时特别有帮助。许多年来，在我们位于六月街的家里，他经常坐在书房里，跟我们讲一些有趣的故事，故事中的人要么盲目地随大流，要么太过自以为是。“疯狂”、“茫然”、“傲慢”、“自满”——我们知道这是他认为我们应该避免的形容词。



水上飞机

在明尼苏达，他找到一种方法把同样的信息灌输给我们。他请原来的拉尔森造船公司为我们制作了“水上飞机”；那是一片厚实的木板，他开船拖着它，让我们站在它上面。他会突然拐弯，看我们是否还能站稳；唯一能够避免掉进水里而出丑的方法是不停地调节力道来抵消角度变化引起的失衡。从那时起，直到现在和将来，如果有任何念头或者行动似乎将要朝这个或者那个方向离开我的控制，我就会感到深深的恐惧。

我上大学时，爸爸还得抚养其他七个子女。当时他只拥有一家小公司，位于破旧的春天街，地方又小又脏，专门生产汽油添加剂。但他认为那是个混乱的年代。他给了我一个富裕得多的父亲才能付得起的生活费，让我能够穿着经过专业熨烫的衬衣，感到自己衣着光鲜。他在3000英里之外继续帮我把握自己的平衡。

我可以继续再说下去，但我无需多说，我只想指出，我们的父亲总

是很好地尽到他的义务，无论是作为父亲的义务还是其他义务。从前我就非常感激，现在我仍然感激不尽。

艾米莉·欧格登如是说

“你的手长得很像你父亲。”我们正在分享一杯葡萄酒时，我的丈夫突然这么说。我看着他，有点震惊，倒不是因为他拿我的手和父亲的手作比较，而是因为他和我心有灵犀。我之前在构思一篇关于我父亲的文章，脑中想着的恰好是他提到的这点。



我早已发现，我大儿子的手很像他外公，都是手指头有点方，甲床不是浑圆的，而是像茶杯。但最相似的地方是我们的手摆放的方式。父亲、我和儿子在边散步边想事情的时候，都会把手放到身后，而且都会如出一辙地用左手握住右腕。

“我的手到底哪里像我父亲的手啊？”我问。“就是你的食指和大拇指形成的那个U型，”他说着做样子给我看，“好像你们拿着东西一样。”

父亲在我头顶上伸出他的双手。他的手指收了起来，两个大拇指相互对着，像自行车的把手。年幼的我伸直手臂，抓住他的两个拇指，让他把我吊离地面。我高兴地悬挂着，直到力气用完。当某个孩子长大了不适合玩“拇指”游戏，总会有另外一个孩子能玩，现在他的孙子孙女也还在玩。

有时候我们会让他放下《华尔街日报》，跟我们玩“三明治”。他坐在书房的绿色扶手椅上，我们像BLT三明治中的培根、生菜和番茄那样依次叠起来，然后他伸手将我们几个紧紧抱住。

父亲手里拿着的鸡蛋是完好的。我们赢得了父女扔鸡蛋大赛，得到了我很喜爱的奖品：装饰着莨苳叶的大理石底座，上面是实物大小的金色鸡蛋复制品。这座奖杯摆在我的书桌上，时刻让我想起那个阳光灿烂

的日子，爸爸是那么细心、那么温柔地不让鸡蛋在我们两个人的手里破裂。

父亲的手能够感知不同钓鱼线的拉力。鱼线系着草绿色钓钩或者普通的老式鱼钩。他的手伸到嘴边，用牙齿把结拉紧，然后咬断多余的线。他的手伸进装鱼饵的铁桶，湿淋淋地捏住黑色的水蛭或者著名的勒罗伊牌鱼饵，就是那种“保证钓到鱼”的活饵。他手里拿着黄绿色包装的辛格尔牌点心，辣得咬一口就会带来一阵笑声的泡菜，以及芥末花生酱三明治。

我父亲的手和他身体的其他部位一样，很早就起床，然后出现在报纸财经版的边缘。当我们还住在明尼苏达州时，他会把这份报纸揉成几个蓬松的纸团，把它们扔进本杰明·富兰克林发明的木制火炉，划火柴将其点燃，按压扁桃状的鼓风机。把火生起来之后，他就会用一把红漆已经剥落的旧木柄刮铲在炉子上烤蓝莓荞麦面饼。

但如果你玩猜谜游戏，谜面是“查理·芒格的双手”，多数人给出的第一个谜底都是“书籍”。无论他在什么地方，他的双手总是捧着一本打开的书，通常是本杰明·富兰克林的传记，或者最新的遗传学著作。也有人会给出“图纸”这个谜底，因为他曾经设计过许多建筑。

当我想起父亲的手，我还能看到它们每年在奥马哈数千人前的舞台上举起。他的手指抓住健怡可乐，拿着花生糖或者巧克力脆皮香草冰淇淋，或者离开人们的视线，伸进喜诗糖果盒，去摸索酒心杏仁巧克力。他双手抱胸，摇着头说：“我没有什么要补充的。”他的双手随着一次充满哲理的漫长回答而有节奏地起伏，让体育馆里所有的手都鼓起掌来。

父亲的手伴随每个有趣的笑话和每个具有教育意义的故事而做出各种手势，它们像雕塑家的手那样塑造了我。我和我儿子的手很像我父亲，这让我既高兴又感激。

巴里·芒格如是说

几年前，我看过加尔文·特里林写的《父亲的密信》。那是一本关于他父亲艾比·特里林的回忆录。艾比生于乌克兰，在密苏里州长大，他的职业生涯大半花在打理堪萨斯市几家相邻的杂货店上。艾比·特里林认为

节俭是美德，收到账单当天便去付费，每周六天凌晨四点就起床，去为他的商店挑选新鲜的水果和蔬菜。他话很少，然而天性开朗而且诙谐，跟孩子们说话从不装腔作势。他打牌打得很好。他喜欢说风凉话，但始终乐观地认为，只要有良好的表现和性格，人们就能过上好日子。

尽管不以懂得挑选水果和蔬菜闻名，我父亲和艾比有很多相似之处，但这并不是我喜欢这本轻松、活泼而有趣的小书的全部原因。读这本书的时候，我总是想起我的父亲，虽然他走过的人生经历和艾比·特里林大相径庭，唯一的共同点是我父亲曾经在一家中西部的杂货店——奥马哈的巴菲特父子商店——做过兼职。

就像我父亲，艾比·特里林也有一种和他的个性不符的老派作风，这部分是由于他也在中西部生活吧。他从来不认为驾驶轿车长途奔袭或者钓鱼是“与时俱进”的机会。他也不爱打电话。他的儿子最终惊叹道：“我听说有些父亲会在书房或者划艇或者轿车中和儿子进行真心的交流，我父亲从来没做过这样的事情，但他依然对我产生了极大的影响。”作者采用《父亲的密信》这个书名，是因为觉得他父亲肯定借由某种经过加密的信息来传达他的期望。“有可能我父亲使用的密码太过微妙，乃至我根本察觉不到它的存在”，他写道。



所有认识我父亲的人都知道他的表达方式并不总是微妙的，但他有许多发送信息的方法。例如，打桥牌的时候，假设他不喜欢对家总是出昏招，便会直截了当地说：“你打牌打得像个水管工人。”但如果想要向他的孩子们提供严肃的建议，他更有可能将他要传达的意思编进某个故事，让孩子们坐下来，讲给他们听，这样就不会显得是专门责怪一个人。在这两个例子中，他都表现得既坦诚又和蔼——那就是无与伦比的

查理——在牌桌上，他并不拐弯抹角，而是直接不带恶意地挖苦对方；在餐桌上，他则用旁敲侧击来顾及孩子们的感受。他实际比表面看上去微妙多了。

我有个朋友最近谈起我父亲时这么说：“你爸爸坐在他的椅子上，看上去就像总统山……”我完全清楚他的意思。很少有人只需坐在靠背椅上就能让人想起5700英尺的高山和四位总统的脸孔，但我父亲就是这么令人高山仰止。芒格家的孩子们都曾向这座总统山提出要求，感觉就像《绿野仙踪》里的桃乐丝请求奥兹女巫一样，只不过奥兹女巫更为饶舌。这座总统山并非有求必应。父亲有时候从喉咙里发出低沉的声音，仿佛总统山刚刚经历了火山喷发，让人很难弄清楚他的意思。还有什么比沉默更微妙费解的吗？

也许不同于艾比·特里林的是，我父亲确实通过他写下的讲稿、收发的信件，以及许多有关社会政策、心理学、商业伦理、法律和其他领域的文章传达信息。本书收录了许多这样的讲稿、信件和文章。没有收录在内的是我父亲写的便条。便条一般非常简短，只是一份“收件人”名单，但偶尔会出现一些风趣的言语，比如1996年他贴在伯克希尔·哈撒韦某个瑞典股东所写的长篇感谢信后面的便条——“我希望你们觉得这封信很好玩，”我父亲写道，“要是我对我的太太和子女的影响，也像我对其他某些人的影响那样就好了。”

看完特里林那本书之后，我把它寄给我爸爸。我想他就算在书中看不到自己的影子，也应该会喜欢书中描写的中西部风情、特里林家的移民奋斗史和幽默的文笔。作者在字里行间流露出深厚的感情，我想我可以用这本书向我父亲表达这些感情，虽然不够直接，但我喜欢这样的表达方式。至少，我想这本书可以让父亲感到欣慰：他的信息已被收到，尽管我们并没有总是牢牢记住。



大约一个星期后，书被寄回来了，信封上的地址条是他的秘书贴上去的。信封里没有字条，所以我不知道他是把它看完了呢，还是拒绝这本书。那本书光洁如新，所以我认为我的用意就像散落在总统山的纸张，并没有被领会。然而，没有太多东西能逃过我父亲的眼睛。原来他只是告诉秘书，给家里的每个人都寄上一本。

菲利普·芒格如是说

最令我感动的记忆是关于我和父亲去布鲁克斯兄弟商店和马莎百货

购买衣服。大多数人已经知道，父亲并不是一个时髦的人。他曾说过，他的行为和观点足够离经叛道了，所以在穿衣上应该循规蹈矩。他说，虽然他有时候脾气暴躁，但他对正统社会风俗的遵从和他的幽默感使他能够和其他人和睦相处。

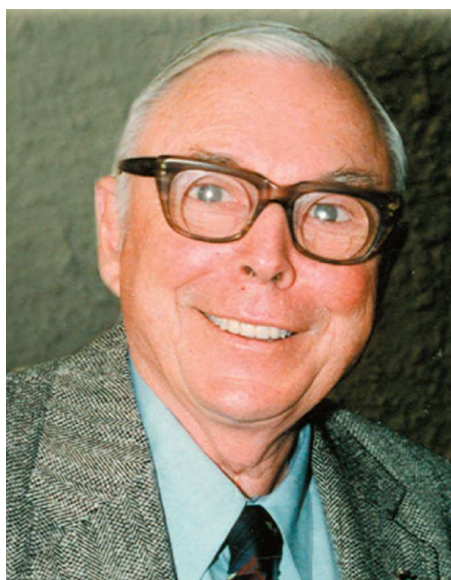
我记忆犹新地回想起父亲带我去布鲁克斯兄弟商店给我买第一套正装的情形。当时这家商店仍在洛杉矶市区那座漂亮的木板建筑中营业。那时我肯定是11岁或者12岁。我至今依然能看见该店电梯两扇光亮的铜门正在打开，我们在货架上挑选。父亲选了一套深灰色的细条纹西装。16岁那年，我们去买了另一套西装，这次是三件套；在我参加辩论队期间，我始终穿着这套衣服。参加巡回赛的时候，它在码头帮我挡住了西北的湖泊吹来的寒风。我们同时还买了一双休闲皮鞋，那是给我暑假到《每日快讯》实习（这是父亲为我们兄弟安排的成年礼）穿的，这双鞋直到今天还能穿。这就引起另外一个话题了。我们曾在伦敦的马莎百货购买一件棕色的粗花呢外套，当时父亲说：“这件衣服的面料很耐磨。”他钦佩这两家商店，因为它们都历史悠久，也因为它们的商品价格比较公道。在我父亲看来，经久耐用永远是排在首位的优点，此外还有庄重和正统。和富兰克林相同，一旦养成习惯之后，无论是穿衣服的习惯还是其他习惯，他便不想去改变。

我仍然还在布鲁克斯兄弟商店买衣服，部分原因是每年圣诞节，父亲会给所有子女每人一张购物卡，那时候正好是冬天换季打折的时机。但我总是去不只这么一次。有一年，我用他送的购物卡买了一条带纵褶的西裤。我父亲瞟了我几眼说：“你想穿得像个爵士鼓手吗？”在纽约，布鲁克斯仍在那座美丽的老楼营业。我每次去都会想起父亲；我非常喜欢那个地方。1988年冬天，我去牛津上学，父亲把他一件旧的布鲁克斯外套送给我，它是暗绿色的，有带拉链的衬里，我想它可能是父亲在1940年代买的。我每天晚上从博德莱安图书馆回家时，它帮我挡住了英国那潮湿刺骨的寒冷。回到美国之后，我发现我把这件外套忘在公交车上了。这次损失让我非常难过。时至今日，我仍在想，要是这件衣服还在就好了。



2001年8月，芒格夫妇和家人在英国肯特郡庆祝他们结婚45周年。

朋友们如是说：“查理聪明、好奇、专注……而且有点心不在焉。”



我们都有一些小毛病——我的亲友说我有时候会心不在焉和固

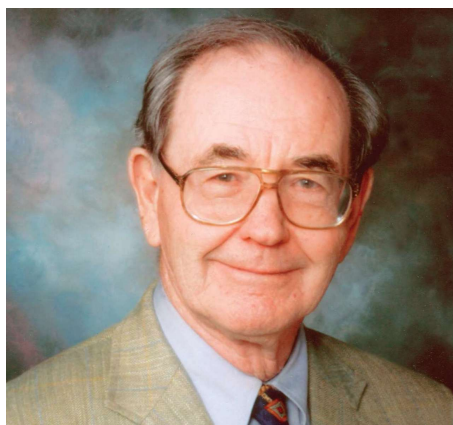
执己见。也许他们说得没错。

——查理·芒格

罗伊·托尔斯，1946年以来的朋友和生意上的伙伴

查理有把事情彻底弄清楚的欲望。他遇事喜欢穷根究底，无论该事跟他有密切关系与否。任何引起他注意的事情，他都想对其有更多的认识，更多的了解，弄清楚那到底是怎么回事。

（注：罗伊·托尔斯在2008年2月1日去世）



格伦·米切尔，1957年以来的朋友



他知道如何聚精会神、全神贯注地钻研一个问题而不受外界的干扰。就算有人走进房间，拍拍他的后背，给他端另一杯咖啡或者别的东

西，查理也不会察觉到他们的存在，因为他那过人的聪明才智全都被用上了。

鲍勃·伯德，西科金融公司总裁，1969年以来的朋友和合伙人



当查理陷入沉思的时候，他往往对周遭的一切视若无睹，甚至会忽略社交礼仪。我记得当时我们去跟森费德（CenFed）金融集团谈判，请他们接管我们的储蓄和贷款业务，查理和我去他们的办公楼找他们的总裁塔德·罗威利。我们的洽谈很成功——查理只要用心，就能够显出魅力——我们双方对谈判的结果都非常满意。

塔德送我们到电梯口。我们刚走到那里，电梯门就开了，查理直接走了进去。他没有道别，没有握手，什么也没有。留下塔德和我站在外面，微笑着，一句话也说不出。

沃伦·巴菲特，1959年以来的朋友和合伙人



我曾经和查理去纽约市参加所罗门兄弟公司的董事会。我们走出该公司的大楼，站在人行道上，讨论早先会谈的结果。反正我认为我们当时正在交谈，突然间，我发现我自说自话有一会了。我四处张望查理，只见他爬上一辆出租车的后座，直接去机场了。没有道别，什么也没有。

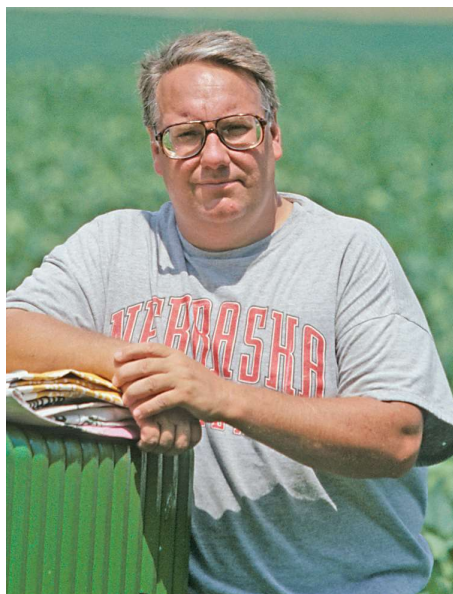
人们认为使查理看不到某些事情的是他的眼睛（许多年前，查理做过白内障手术，在手术中他失去了一只眼的视力）。但那其实并不在于他的眼睛，而是他的头脑！查理曾经把车停在十字路口，跟我讨论一个复杂问题，红绿灯都变了三次，许多车在我们后面按喇叭，而查理只顾说个不停。

狄克·艾斯本思赫德，1959年以来的朋友和合伙人



说到好奇和专注，如果查理对某样东西感兴趣，他就会真的用心去钻研。我记得他在我们的事务所发表过三次演讲，说的是他在广泛的阅读中遇到的“已逝的伟人”：艾萨克·牛顿、阿尔伯特·爱因斯坦和西蒙·马克斯。我印象特别深刻的是他在关于西蒙·马克斯（马莎百货的第二任掌门人）的演讲中那句画龙点睛的评语：“找出你最擅长的事情，然后持之以恒、乐此不疲地去把它做好。”当然，这也是查理一贯的生活方式。

霍华德·巴菲特，沃伦·巴菲特之子，1959年以来的朋友



多年以来，查理常常到我们位于南加利福尼亚海滨的家里做客。我记得跟他“交谈”时其实只有他一个人在说话。我觉得我应该随身带本词典，查阅他说的话中那些我不认识的单词。我记得我很少开口，因为我怕问了不该问的问题会显得像个傻子。他太聪明啦，跟我父亲一样，是个聪明绝顶的人。

从前有人引用我的话（当然是断章取义了），说我父亲是我认识的人里面第二聪明的，最聪明的那人是查理。为了家庭和睦，对这样的报道我就不予评价啦。

比尔·盖茨如是说



本杰明·富兰克林曾经说过：“天父并不需要我们的崇拜或赞美，因为他的伟大，更在我们的赞美之上，除此之外，我想不出别的理由。”

我想这句话也适用于查理·芒格——不管我或其他人在这本书中给予他什么样的赞美，他仍是那个最善于自嘲和最欣赏自己的笑话的人。

认识查理之前，沃伦告诉我，查理是生意场上的最佳拍档。他还警告我，跟查理说话的时候，别指望能插上嘴，因为在鸡尾酒会上，查理连喝酒的空当也会举起手来，阻止别人开始说话。

他还警告我，说如果我要找一个船长，查理可能不是最佳人选。他讲了一个故事：查理曾经将船舵打到急转弯的方位，然后全速倒退，在波平如镜，也没有其他船只的湖面上，硬是把船给弄沉了。

查理甚至超越了沃伦给予我的高度期望。他确实是我遇到过的最渊博的思想家。从经商原则到经济规律，从学生宿舍的设计到游艇的设计，他都没有对手。

我们最值得纪念的一次通信谈论的是股票期权及其扭曲商业结果的力量。我们最长的一次通信详细地讨论了裸鼯鼠的择偶习惯以及它们对人类的启示。

查理拥有用简单的描述来抓住要点的本领。在讨论后代的智力时，他说那就像购买“基因彩票”。当说起那些为股票期权辩护的风险投资家时，他称他们为“连在妓院里弹钢琴的人都不如”。当谈起成本补偿合同对效率的有害效应时，他喜欢说“就算是蠢驴也知道要慢下来”。

这本展现查理智慧的书早就该出版啦！

我们的经验往往会验证一个长久以来的观念：只要做好准备，在人生中抓住几个机会，迅速地采取适当的行动，去做简单而合乎逻辑的事情，这辈子的财富就会得到极大的增长。

上面提到的这种机会很少，它们通常会落在不断地寻找和等待、充满求知欲望而又热衷于对各种不同的可能性作出分析的人头上。

这样的机会来临之后，如果获胜的几率极高，那么动用过去的谨慎和耐心得来的资源，重重地压下赌注就可以了。

——查理·芒格

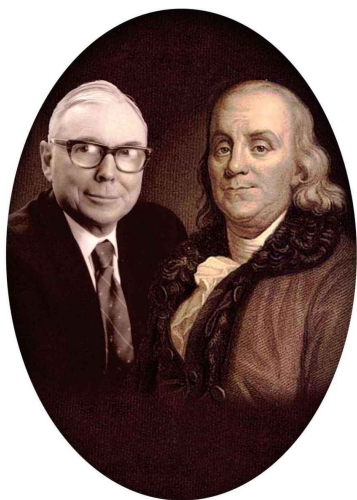


第二章

芒格的生活、学习和决策方法

凡事往简单处想，往认真处行。

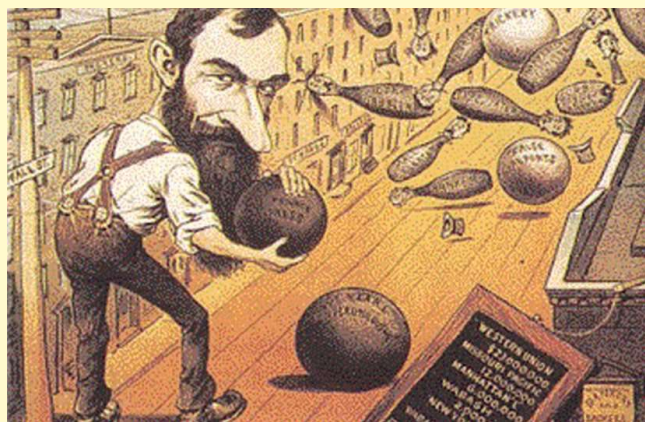
——查理·芒格



虽然主要是靠自学，本杰明·富兰克林在新闻、出版、印刷、慈善、公共服务、科学、外交和发明等不同领域都取得了惊人的成功。富兰克林的成功主要归功于他的性格——尤其是他勤奋工作的劲头，还有他永不满足的求知欲望和从容不迫的行为方式。除此之外，他头脑聪明，乐于接受新事物，所以每当选择新的钻研领域，他很快就能融会贯通。查理·芒格将富兰克林视为最大的偶像并不奇怪，因为芒格主要也是靠自学成材，而且也拥有许多富兰克林的独特品格。就像富兰克林那样，查理本人也是一个未雨绸缪、富有耐心、律己严厉和不偏不倚的超级大师。他充分利用这些特性，在个人生活和生意场上——尤其是在投资领域——都取得了巨大的成功。

作为生态系统的商业世界

如果我们试图理解一样看似独立存在的东西，我们将会发现它



“我发现把自由的市场经济——或者部分自由的市场经济——当作某种生态系统是很有用的思维方式。动物在合适的地方能够繁衍，同样地，人只要在社会上找到了专属于自己的位置，也能够做得很成功。”

“可惜能这么想的人不多，因为早在达尔文时代以来，工业大亨之类的人就认为，适者生存的法则证明他们确实拥有过人的能力。但实际上，经济确实很像生态系统，它们之间有很多相似之处。”

“在商业世界，我们往往会发现，取胜的系统在最大化或者最小化一个或几个变量上走到近乎荒谬的极端——比如说好市多仓储超市。”

对查理来说，成功的投资只是他小心谋划、专注行事的生活方式的副产品。沃伦·巴菲特曾经说：“查理能够比任何活着的人更快、更准确地分析任何种类的交易。他能够在60秒之内找出令人信服的弱点。他是一个完美的合伙人。”巴菲特为什么会给他这么高的评价呢？答案就在于芒格独创的生活、学习和决策方法——这也是本章的主题。

本章正式开始之前，请允许我们作点简单的介绍：考虑到查理的方法十分复杂，我们无意将接下来的内容编成“怎么做”课程，以供有抱负的投资者参考，而是对“他看上去是怎么做的”进行概述。我们在这里的目标是展示查理方法的基本轮廓，让你能够更好地理解本书剩下篇章中

的大量细节。如果你急于了解具体的方法，《芒格主义：查理的即席谈话》和《查理十一讲》——这两章包含了大量出自查理自己手笔的文字——就各种各样的领域提出了“怎么做”的具体建议。在本章，能做到呈现查理在考虑投资时运用的思维过程，然后再扼要地指明他的投资指导方针，我们就很满足了。

芒格进行商业分析和评估的“多元思维模型”

“你必须知道重要学科的重要理论，并经常使用它们——要全部都用上，而不是只用几种。大多数人都只使用学过的一个学科的思维模型，比如说经济学，试图用一种方法来解决所有问题。你知道谚语是怎么说的：‘在手里拿着铁锤的人看来，世界就像一颗钉子。’这是处理问题的一种笨办法。”

查理的投资方法和大多数投资者所用的较为粗陋的系统完全不同。查理不会对一家公司的财务信息进行肤浅的独立评估，而是对他打算要投资的公司的内部经营状况及其所处的、更大的整体“生态系统”作出全面的分析。他将他用来自作出这种评估的工具称为“多元思维模型”。他在几篇讲稿（尤其是第二、第三和第四讲）中详细地讨论了这些模型，它们是一个收集和处理信息、并依照信息行动的框架。它们借用并完美地糅合了许多来自各个传统学科的分析工具、方法和公式，这些学科包括历史学、心理学、生理学、数学、工程学、生物学、物理学、化学、统计学、经济学等。查理采用“生态”投资分析法的无懈可击的理由是：几乎每个系统都受到多种因素的影响，所以若要理解这样的系统，就必须熟练地运用来自不同学科的多元思维模式。正如约翰·缪尔谈到自然界万物相互联系的现象时所说的：“如果我们试图理解一样看似独立存在的东西，我们将会发现它和宇宙间的其他一切都有联系。”

思维模型的复式框架



简单是长期努力工作的结果，而不是起点。

——弗里德里克·迈特兰德

长久以来，我坚信存在某个系统——几乎所有聪明人都能掌握的系统，它比绝大多数人用的系统管用。你需要的是在你的头脑里形成一种思维模型的复式框架。有了那个系统之后，你就能逐渐提高对事物的认识。

然而，我这种特殊的方法似乎很少得到认可，甚至对那些非常有才能的人来说也是如此。人们要是觉得一件事情“太难”，往往就会放弃去做它。

——查理·芒格

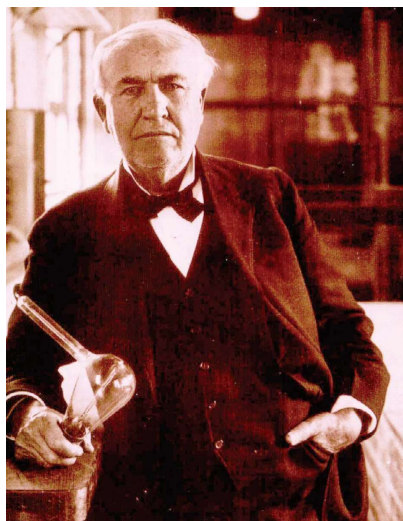
愿意改变想法

当面临要么改变想法、要么证明无需这么做的选择时，绝大多数人都会忙于寻找证据。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷思

查理养成了一种异常罕见的性格——愿意甚至渴望去证实和承认他自己的错误，并从中吸取教训。他曾经说：“如果说伯克希尔取得了不错的发展，那主要是因为沃伦和我非常善于破坏我们自己最爱的观念。哪年你没有破坏一个你最爱的观念，那么你这年就白过了。”

查理喜欢把人们的观念和方法比喻为“工具”。“如果有了更好的工具（观念或方法），那还有什么比用它来取代你较为没用的旧工具更好的呢？沃伦和我常常这么做，但大多数人会像加尔布雷思说的那样，永远不舍得他们那些较为没用的旧工具。”



以愿意改变自己的想法而闻名的托马斯·阿尔法·爱迪生（1847—1931）坚持不懈地尝试了“一万种失败的方法”，最终成功地发明了电灯泡。

查理试图发现与他的每个投资项目相关的宇宙，他所用的方法是牢牢地掌握全部——或者至少大部分——候选待投资公司内部及外部环境相关的因素。只要得到正确的收集和组织，他的多元思维模型（据他估计，大概有100种）便能提供一个背景或者框架，使他具有看清生活本质和目标的非凡洞察力。我们在本章中更想指出的是，他的模型提供的分析结构使他能将纷繁复杂的投资问题简化为一些清楚的基本要素。这些模型中最重要的例子包括工程学的冗余备份模型，数学的复利模型，物理学和化学的临界点、倾覆力矩、自我催化模型，生物学的现代达尔文综合模型，以及心理学的认知误判模型。

这种广谱分析法能够让人更好地理解许多和候选投资公司相关的因素是怎样相互影响、相互联系的。有时候，这种理解会揭示出更隐秘的情况，也就是会产生“波浪效应”或者“溢出效应”。在其他时候，这些因素联合起来可能会创造出或好或坏的巨大“lollapalooza效应”。通过应用

这个框架，查理得到了与绝大多数投资者不同的投资分析方法。他的方法接受了投资问题本质上非常复杂的现实，他不知疲倦地对投资问题进行科学的探讨，而不是传统的“调查”，他为它们进行充分的准备和广泛的研究。

查理在进行投资评估时采用的“重要学科的重要理论”方法在商业世界中肯定是独一无二的，因为这种方法是原创的。查理找不到现成的方法来解决这个任务，所以他费劲地自创了大部分通过自学得来的系统。说他“自学”并非夸大其辞，他曾经说：“直到今天，我从来没在任何地方上过任何化学、经济学、心理学或者商学的课程。”然而这些学科——特别是心理学——却构成了他的系统赖以立足的基础。

正是这种通过惊人的才智、耐心和数十年的相关经验支撑起来的这种标志性方法，使得查理成为备受巴菲特看重的商业模式识别大师。他就像一名国际象棋特级大师，通过逻辑、本能和直觉决定最具前景的投资“棋步”，同时又给人一种幻觉，似乎他的洞察力是轻易得来的。但请别弄错了：这种“简单”唯有在到达理解的漫长旅途的终点——而非起点——才会到来。他独到的眼光得来不易：那是他毕生钻研人类行为模式、商业系统和许多其他科学学科的产物。

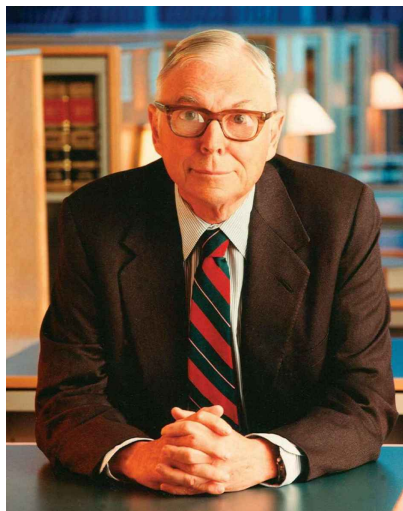
查理认为未雨绸缪、富有耐心、律己严厉和不偏不倚是最基本的指导原则。不管周围的人怎么想，不管自己的情绪有什么波动，他永不背离这些原则，尽管许多人都认为“做人要懂得随机应变”。这些原则若是得到坚定不移的遵守，便能产生最著名的芒格特征之一：不要非常频繁地进行买卖。和巴菲特相同，芒格认为，只要几次决定便能造就成功的投资生涯。所以当查理喜欢一家企业的时候，他会下非常大的赌注，而且通常会长时间地持有该企业的股票（参见第一章中的《查理·芒格的合伙公司的投资业绩》）。查理称之为“坐等投资法”，并点明这种方法的好处：“你付给交易员的费用更少，听到的废话也更少，如果这种方法生效，税务系统每年会给你1%——3%的额外回报。”在他看来，只要购买三家公司的股票就足够了。所以呢，查理愿意将大比例的资金投给个别“受关注”的机会。没有哪家华尔街机构、哪个理财顾问或者哪个开放式基金的经理会作出这样的宣言！

接受现实

恐怕事情就是这样的。假如有20种相互影响的因素，那么你必

须学会处理这种错综复杂的关系——因为世界就是这样的。但如果你能像达尔文那样，带着好奇的毅力，循序渐进地去做，那么你就不会觉得这是艰巨的任务。你将会惊讶地发现自己完全能够胜任。

——查理·芒格



也许所有教育最有价值的结果是，当你不得不完成一件事情的时候，不管你是否喜欢它，你都有能力去完成这项必须的任务。这是每个人应该学的第一课，然而，无论一个人多早接受教育，这可能是他彻底学到的最后一课。

——托马斯·亨利·赫胥黎，自称是达尔文的信徒或“门下走狗”



《耐心的农夫》（Patience Escalier）
1888年，梵高。

耐心：
“不厌倦等待地等待”的艺术

“你看那些对冲基金——你认为他们能够等待吗？他们不知道怎么等待！在我个人的投资组合里，我曾经一连几年就只持有1000万到1200万的国债或地方债，然后不去动它们，只是一直等待、等待……”

“正如杰西·利弗莫尔说过的：‘赚大钱的诀窍不在于买进卖出……而在于等待。’”

既然查理取得了成功，而且也得到巴菲特的称赞，为什么其他人并没有更多地使用他的投资技巧呢？也许答案是这样的：对大多数人来说，查理的跨学科方法真的太难了。此外，很少投资者能够做到像查理那样，宁愿显得愚蠢，也不愿随“大流”。查理坚持不偏不倚的客观态度，他能够冷静地逆流行观点的潮流而上，一般投资者很少拥有这种素质。尽管这种行为往往会显得固执或反叛，但查理的为人决不是这样的。查理只是相信他自己的判断，即使那与大多数人的看法相左。很少有人看得出查理这种“独狼”性格是他在投资界取得优异业绩的原因。但实际上，性格主要是天生的，一个人如果没有这种性格，那么他再怎么努力，再怎么聪明，阅历再丰富，也未必能够成为像查理·芒格这么伟大的投资家。我们在本书其他的篇章中将会看到，先天的性格也是查理成

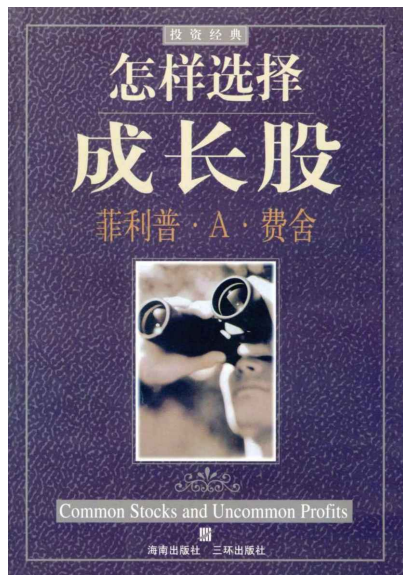
功的决定性因素之一。

在2004年的伯克希尔·哈撒韦年会上，有个年轻的股东问巴菲特怎样才能在生活中取得成功。巴菲特分享了他的想法之后，查理插话说：“别吸毒。别乱穿马路。避免染上艾滋病。”许多人以为他这个貌似调侃的回答只是一句玩笑话而已（这句话确实很幽默），但实际上它如实反映了查理在生活中避免麻烦的普遍观点和他在投资中避免失误的特殊方法。



旅鼠

菲尔·费舍尔的影响

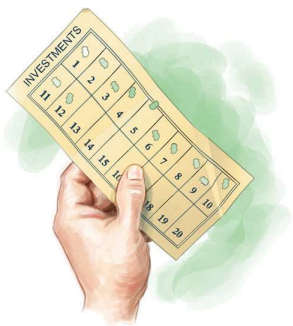


“如果某个吸引我的人同意我的观点，我就会很高兴，所以我对菲尔·费舍尔有很多美好的回忆。”

菲利浦·费舍尔（1907-2004），《怎样选择成长股》和许多其他书的作者，他在1931年开始他的投资生涯。和本杰明·格拉汉姆一样，他毕生取得的成绩让人印象深刻，但费舍尔采用的是一种十分不同的方法。格拉汉姆通常投资价格低廉的“烟屁股”（当然，他对政府职员保险公司的投资是著名的例外），费舍尔则偏好购买那些能够“增长、增长再增长”的高品质公司的股票。

查理一般会先注意应该避免什么，也就是说，先弄清楚应该别做什么事情，然后才会考虑接下来要采取的行动。“我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里啦。”这是查理很喜欢的一句妙语。无论是在生活中，还是在生意场上，查理避开了“棋盘”上那些无益的部分，把更多的时间和精力用在有利可图的区域，从而获得了巨大的收益。查理努力将各种复杂的情况简化为一些最基本、最客观的因素。然而，在追求理性和简单的时候，查理也小心翼翼地避免他所说的“物理学妒忌”，就是人类那种将非常复杂的系统（比如说经济系统）简化为几道牛顿式普遍公式的倾向。他坚定地拥护阿尔伯特·爱因斯坦的告诫：“科学理论应该尽可能简单，但不能过于简单。”查理自己也说过：“我最反对的是过于自信、过于有把握地认为你清楚你的某次行动是利大于弊的。你要应付的是高度复杂的系统，在其中，任何事物都跟其

他一切事物相互影响。”



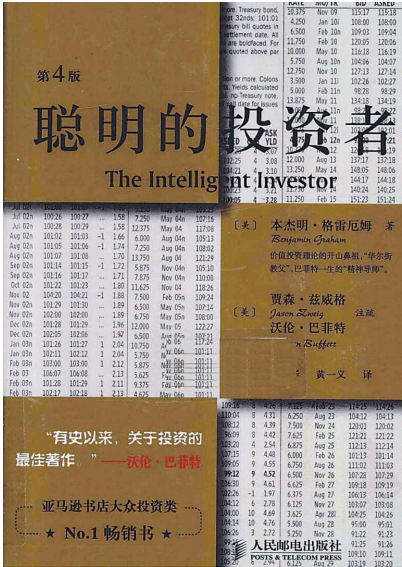
“当沃伦在商学院上课时，他说：‘我用一张考勤卡就能改善你最终的财务状况；这张卡片上有20格，所以你能只有20次打卡的机会——这代表你一生中所能拥有的投资次数。当你把卡打完之后，你就再也不能进行投资了。在这样的规则之下，你将会真正地慎重考虑你做的事情，你将不得不花大笔资金在你真正想投资的项目上。这样你的表现将会好得多。’”

另外一个本杰明——格拉汉姆，不是富兰克林——也对查理的投资观念的形成产生了重要的影响。格拉汉姆的《聪明的投资者》中最具生命力的观念之一是“市场先生”。在一般情况下，市场先生是一个脾气温和、头脑理智的家伙，但有时候他也会受到非理性的恐惧或贪婪的驱使。格拉汉姆提醒投资者，对于股票的价值，要亲自去作出客观的判断，不能依赖金融市场常见的躁狂抑郁的行为。同样地，查理认为，即使是那些最有能力、最有干劲的人，他们的决定也并不总是基于理性作出的。正因为如此，他把人类作出错误判断的某些心理因素当作能用于判断投资机会的最重要的思维模型：

“从个人的角度来讲，我已经养成了使用双轨分析的习惯。首先，理性地看，哪些因素真正控制了涉及的利益；其次，当大脑处于潜意识状态时，有哪些潜意识因素会使大脑自动以各种方式形成虽然有用但往往失灵的结论？前一种做法是理性分析法——就是你在打桥牌时所用的方法，认准真正的利益，找对真正的机会，等等。后一种做法是评估那些造成潜意识结论——大多数是错误的——的心理因素。”（关于这个问题，更详细的讨论请参考第四章的第十一篇讲稿，查理在讲稿中用心理学的思维模型阐明了人类作出错误判断的25种常见诱因。）

很明显，到目前为止描述过的各种方法都不可能在大学课堂或者华尔街学到。它们是查理为了满足他自己独特的要求而凭空创造出来的。如果给它们起一个共同的名字，那应该是这样的：“迅速歼灭不该做的事情，接着对该做的事情发起熟练的、跨学科的攻击，然后，当合适的机会来临——只有当合适的机会来临——就采取果断的行动。”努力去培养和坚持这种方法值得吗？查理是这么想的：“如果你把自己训练得更加客观，拥有更多学科的知识，那么你在考虑事情的时候，就能够超越那些比你聪明得多的人，我觉得这是很好玩的。再说了，那样还能赚到很多钱，我本人就是个活生生的证据。”

本杰明·格拉汉姆的影响



市场先生

就短线投资而言，市场是一台投票机器。
但就长线投资而言，它是一台称重机器。

价值评估

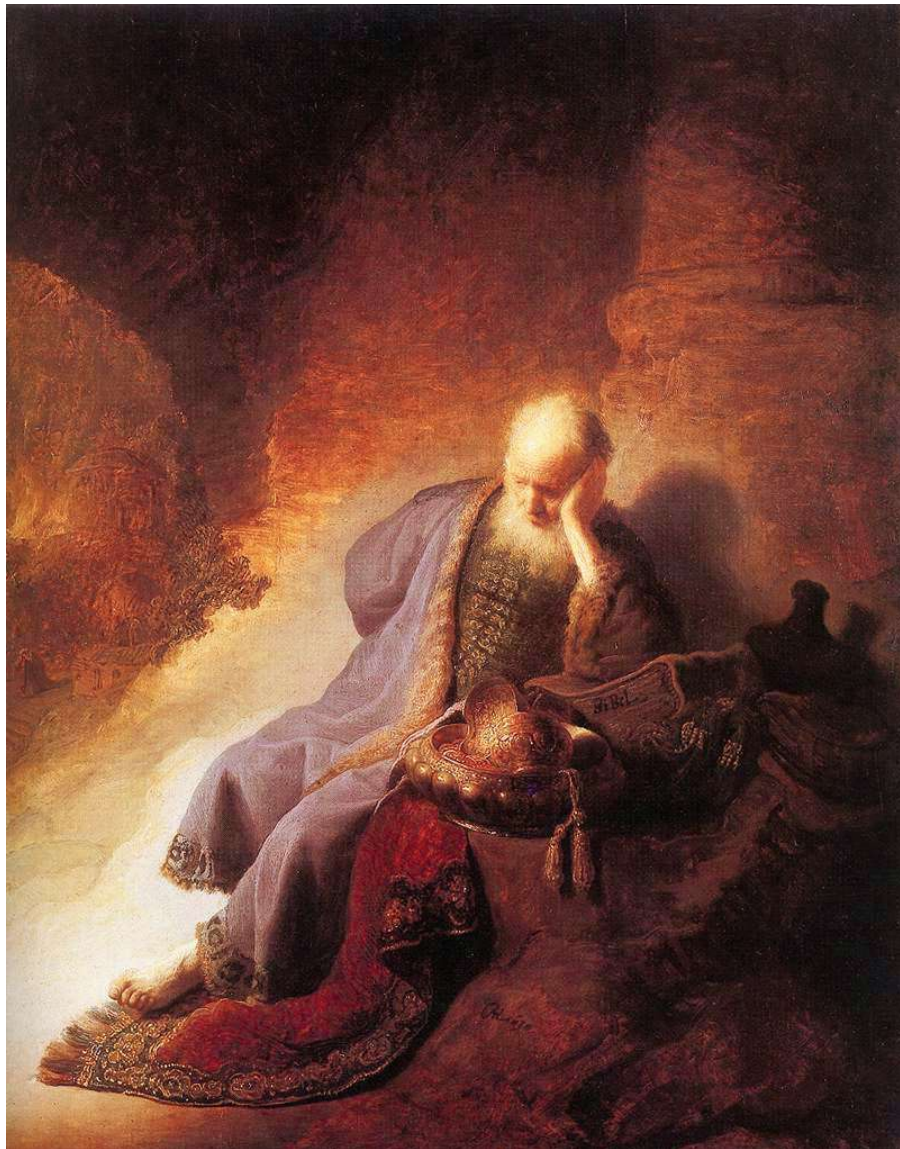
最成功的投资必定是最像生意的投资。
投资者购买股票应该像购买日用品——而不是像购买香水。

——本杰明·格拉汉姆

悖论

给你带来麻烦的不是坏主意，而是好主意。你也许会说：“那不可能。那是相互矛盾的。”他（格拉汉姆）想说的是，如果一件事情是个坏主意，你不会做过头。但如果一件事情是个好主意，蕴含着重要的真理，那你就没办法忽略了。然后你就很容易做过头。所以呢，如果你把它们做过头了，那些好主意是让你遭受可怕后果的好方法。

——查理·芒格



《先知耶利米哀悼耶路撒冷的毁灭》
(Jeremiah Lamenting the Destruction of Jerusalem)
1630年，伦勃朗。



逆流游泳

“我们通过预测哪些人和公司会逆流游泳来强调可知因素。我们并不预测水流的波动。”（照片：阿尔卡特拉斯岛鲨鱼节游泳赛让有经验的游泳者在寒冷的海水中逆流前进）

双轨分析

“一般来说，股票的估值方式有两种。第一种是人们评估小麦价值的方法——在使用者看来，小麦有多少实际的使用价值。第二种方法是人们评估伦勃朗等艺术家的价值的方法。从某种程度上来讲，伦勃朗们被认为价值很高，是因为它们的价格在过去一路上涨。”

“对我们来说，投资等于出去赌马。我们要寻找一匹获胜几率是两分之一、赔率是一赔三的马。你要寻找的是标错赔率的赌局。这就是投资的本质。你必须拥有足够多的知识，才能知道赌局的赔率是不是标错了。这就是价值投资。”

芒格的投资评估过程

“最重要的观念是把股票当成企业的所有权，并根据它的竞争优势来判断该企业的持有价值。如果该企业未来的贴现现金流比你现在购买的股票价格要高，那么这个企业就具有投资价值。当你占据优势的时候才采取行动，这是非常基本的。你必须了解赔率，要训练你自己，在赔率有利于你时才下赌注。我们只是低下头，尽最大努力去对付顺风 and 逆风，每隔几年就摘取结果而已。”

正如我们已经看到的，查理投资的项目并不多。也许IBM的创始人老托马斯·沃森的话最好地概括了查理的方法。托马斯·沃森说：“我不是天才。我有几点聪明，我只不过就留在这几点里面。”查理最清楚他的“点”：他小心翼翼地划出他的能力圈。为了停留在这些圈子之内，他首先进行了基本的、全面的筛选，把他的投资领域局限在“简单而且好理解的备选项目”之内。正如他所说的：“关于投资，我们三个选项：可以投资，不能投资，太难理解。”为了确定“可以投资”的潜在项目，查理先选定一个容易理解的、有发展空间的、能够在任何市场环境下生存的主流行业。不难理解，能通过这第一道关卡的公司很少。例如，许多投资者偏爱的制药业和高科技行业就直接被查理归为“太难理解”的项目，那些大张旗鼓宣传的“交易”和公开招股则立即被划入“不能投资”的项目。那些能够通过第一道关卡的公司还必须接受查理思维模型方法的筛选。这个优胜劣汰的过程很费劲，但也很有效果。查理讨厌“披沙拣金”，也就是从一大堆沙子里淘洗出几粒小小的金子。他要用“重要学科的重要理论”的方法，去寻找别人尚未发现的、有时候躺在一眼就能看见的平地上的大金块。

能力圈

如果说我们有什么本事的话，那就是我们能够弄清楚我们什么时候在能力圈的中心运作，什么时候正在向边缘靠近。

——沃伦·巴菲特

如果你确有力量，你就会非常清楚能力圈的边界在哪里。如果你问起（你是否超出了能力圈），那就意味着你已经在圈子之外

了。

——查理·芒格



我不是天才。我有几点聪明，我只不过就留在这几点里面。

——老托马斯·沃森

明确你的能力范围

在第九讲中，查理讲述了一个关于马克斯·普朗克和他的司机的趣闻。司机经常拉着普朗克到德国各地举办公开的讲座。有一次，对讲座内容了如指掌的司机建议普朗克和他互换位子。司机完美无瑕地将讲座的内容背诵出来之后，一个物理学家站了起来，提出了一个非常难的问题。司机早就准备好了，“好吧，”他说，“慕尼黑这么发达的城市，居然有市民提出如此简单的问题，这让我太吃惊了，所以我想请我的司机来回答。”

在现实世界，弄清楚你何时是“马克斯·普朗克”、何时是“司机”是很关键的。如果无法称职地回答下一个问题，那么你就缺乏真正的本领，非常有可能处在你的“能力圈”之外。



沃伦和查理论“护城河”

巴菲特：“那么，让我们来把护城河、保持它的宽度和保持它不被跨越作为一个伟大企业的首要标准。我们告诉我们的经理，我们想要护城河每年变宽。那并不意味着今年的利润将会比去年的多，因为有时候这是不可能的。然而，如果护城河每年都变宽，企业的经营将会非常好。当我们看到的是一条很狭窄的护城河——那就太危险了。我们不知道如何评估那种情况，因此，我们就不考虑它了。我们认为我们所有的生意——或者大部分生意——都有挖得很深的护城河。我们认为那些经理正在加宽它们。查理你说呢？”

芒格：“你还能讲得比这更好吗？”

巴菲特：“当然。请给这位先生来点花生糖。”

——录自2000年伯克希尔·哈撒韦年会

在整个详尽的评估过程中，查理并非数据资料的奴隶：他将各种相关因素都考虑在内，包括企业的内部因素和外部因素，以及它所处的行业情况，即使这些因素很难被识别、测量或者化约为数字。不过呢，查理的缜密并没有让他忘记他的整体的“生态系统观”：有时候最大化或者最小化某个因素（他最喜欢举好市多仓储超市为例子）能够使那个因素变得具有与其自身不相称的重要性。

对待那些财务报告和它们的会计工作，查理总是持中西部特有的怀疑态度。它们至多是正确地计算企业真实价值的起点，而不是终点。他要额外检查的因素似乎有无穷多，包括当今及未来的制度大气候，劳动

力、供应商和客户关系的状况，技术变化的潜在影响，竞争优势和劣势，定价威力，环境问题，还有很重要的潜在风险变为现实的可能性（查理知道没有无风险的投资项目这种东西，他寻找的是那些风险很小，而且容易理解的项目）。他会根据他自己对现实的认识，重新调整财务报表上所有的数字，包括实际的自由现金或“所有者”现金、产品库存和其他经营性资本资产、固定资产，以及诸如品牌声誉等通常被高估的无形资产。他也会评估股票期权、养老金计划、退休医疗福利对现今和将来的真实影响。他会同样严格地审查资产负债表中负债的部分。例如，在适当的情况下，他也许会认为像保险浮存金——可能许多年也无需赔付出去的保费收入——这样的负债更应该被视为资产。他会对公司管理层进行特别的评估，那可不是传统的数字运算所能囊括的——具体来说，他会评估他们的“能干、可靠和为股东考虑”的程度。例如，他们如何分配现金？他们是站在股东的角度上聪明地分配它吗？还是付给他们自己太多的酬劳？或是为了增长而盲目地追求增长？



除此之外，他还试图从方方面面——包括产品、市场、商标、雇员、分销渠道、社会潮流等等——评估和理解企业的竞争优势以及这种优势的持久性。查理认为，一个企业的竞争优势是该企业的“护城河”，是保护企业免遭入侵的无形沟壕。优秀的公司拥有很深的护城河，这些护城河不断加宽，为公司提供长久的保护。持有这种独特观点的查理谨

慎地权衡那些长期围困大多数公司的“竞争性毁灭”力量。芒格和巴菲特极其关注这个问题：在漫长的经商生涯中，他们了解到，有时是很痛苦地了解到，能够历经数代而不衰的企业非常少。因此，他们努力识别而且只购买那些有很大机会击败这些围攻力量的企业。

最后，查理会计算整个企业的真正价值，并在考虑到未来股权稀释的情况下，去确定和市场的价格相比，每股的价值大约是多少。后面这种比较是整个过程的目标——对比价值（你得到的）和价格（你付出的）。关于这方面，他有个著名的观点：“（购买）股价公道的伟大企业比（购买）股价超低的普通企业好。”巴菲特经常说，是查理让他更加坚信这种方法的智慧：“查理很早就懂得这个道理，我是后来才明白的。”查理的睿见帮助巴菲特摆脱纯粹的本杰明·格拉汉姆式投资，转而关注一些伟大的企业，比如《华盛顿邮报》、政府职员保险公司（GEICO）、可口可乐、吉列等等。

独立思考

你是正确的或错误的，并不取决于大家是否同意你。你是正确的，是因为你的资料和推理是正确的。

——本杰明·格拉汉姆

做生意时，最困难的事情是先让你自己思考，再让别人思考。

——哈维·费尔斯通

运用逻辑，避免愚弄你自己。查理不会只因为一件事情是我说的而接受它，尽管世界上大多数人会这样。

——沃伦·巴菲特

别愚弄你自己，记住，你是最容易被自己愚弄的人。

——理查德·费曼



安全边际

安全边际总是取决于付出的价格。它在某个价格会很大，在其他一些价格会很小，而价格更高时，它便不复存在。

——本杰明·格拉汉姆

（关于安全边际，查理经常说，投资者能够从工程学的“冗余思维模型”中获益。工程师设计桥梁时，会给它一个后备支撑系统以及额外的保护性力量，以防倒塌——投资策略也应该如此。）

查理虽然极其仔细，但不会像其他人那样，有时候深受无关紧要的细节和旁骛之害。查理在分析的过程中会逐步排除一些投资变量，就像他排除其他变量那样。等到分析结束时，他已经将候选投资项目简化为一些最显著的要素，也完全有信心决定到底要不要对其进行投资。价值评估到最后变成了一种哲学的评估，而不是数学的衡量。在分析本身和查理毕生积累的经验及其在认知模型方面的技巧的共同作用之下，他最终能够得到一种投资“感觉”。

本杰明·格拉汉姆曾经教我只买便宜的股票，查理让我改变了这

种做法。这是查理对我真正的影响。要让我从格拉汉姆的局限理论中走出来，需要一股强大的力量。查理的思想就是那股力量，他扩大了我的视野。

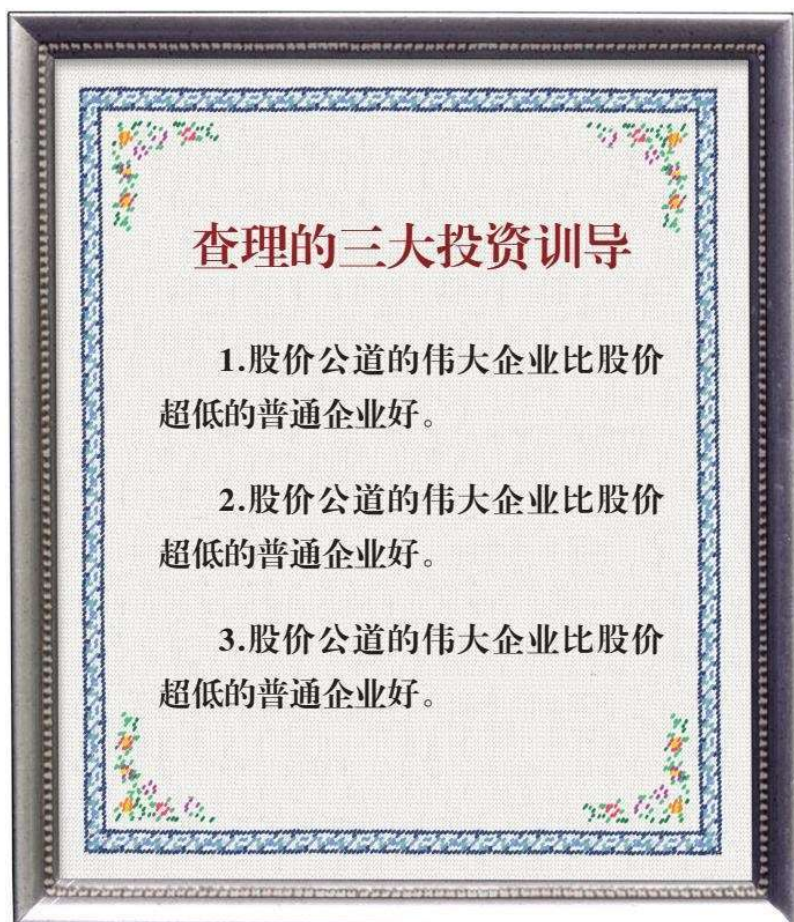
——沃伦·巴菲特

到了这个时候，剩下的必定是一家极其优秀的候选投资公司。但查理并不会立刻冲出去购买它的股票。他知道在正确地评估股票的价值之后，还必须在正确的时间买入，所以他会进行更精细的筛选，也就是“扣动扳机之前”的检查。当需要短时间内完成评估（他称之为“急诊”）的时候，这种方法特别有用。检查清单上的项目如下：目前的价格和成交量是多少？交易行情如何？经营年报何时披露？是否存在其他敏感因素？是否存在随时退出投资的策略？用来买股票的钱现在或将来有更好的用途吗？手头上有足够的流动资金吗？或者必须借贷？这笔资金的机会成本是多少？诸如此类。

查理这种详尽的筛选过程需要很强的自制力，而且会造成长时间没有明显的“行动”。但正如查理所说：“对于提出并完善投资策略或者执行这种策略来说，勤奋工作是至关重要的。”就查理和沃伦而言，勤奋工作一直在进行，不管它是否会促使他们决定投资——通常不会。他们花在学习和思考上的时间，比花在行动上的时间要多，这种习惯绝对不是偶然的。这是每个行业真正的大师身上所体现出来的纪律和耐心的混合物：一种绝不妥协的“把手上的牌打好”的决心。就像世界级的桥牌大师理查德·萨克豪瑟那样，查理在意的并不是他本人是否能赢牌，而是是否能把手上的牌打好。尽管在芒格和巴菲特的世界里，糟糕的结果是可以接受的（因为有些结果并不在他们的掌握之中），但准备不足和仓促决策是不可原谅的，因为这些因素是可以控制的。

在稀有的“黄金时机”，如果所有条件都刚刚好，查理决定要投资，那么他很可能会决心下很大的赌注。他绝不会小打小闹，或者进行“小额的投机性的投资”。这类行为包含着不确定性，然而查理为数极少的投资行为却绝不是不确定的。正如他说过的，他的投资行为“结合了极度的耐心和极度的决心”。查理自信的来源并非谁或者多少人同意或反对他的观点，而是客观地看待和衡量自己的能力。这种自知之明使他在衡量他的实际知识、经验和思维的正确性时，能够拥有一种罕见的客观态度。在这里，我们再次看到，良好的个性素质——自律、耐心、冷静、独立——扮演了重要角色。如果缺乏这些品质，查理恐怕不可能取得如此杰

出的投资业绩。





熟练和眼光

你必须有浓厚的兴趣去弄明白正在发生的事情背后的原因。如果你能够长期保持这种心态，你关注现实的能力将会逐渐得到提高。如果你没有这种心态，那么即使你有很高的智商，也注定会失败。

你若想在任何领域拥有竞争力，就必须熟练地掌握该领域的方方面面，不管你是否喜欢这么做，这是人类大脑的深层结构决定的。

——查理·芒格

我发现，如果一个人的全部信息都局限于他的工作领域，那么他的工作不会做得很好。一个人必须有眼光， he 可以从书籍上或者人们身上——最好是两者兼有——培养眼光。

——哈维·费尔斯通

正确出牌

“正确的思考方式是萨克豪瑟打桥牌的方式。它就是那么简单。”



大多数玩家从被群体接受或者从对群体的归属感中得到快乐。然而，好的玩家从他应付游戏里各种局面的能力中得到快乐。

——约翰·费恩

投资就像打棒球，你要让记分牌上的得分增加，就必须盯着球场，而不是盯着记分牌。

——沃伦·巴菲特

好吧，这是一家好公司。但它的股价足够低吗？它的管理层是由芒格和巴菲特满意的人组成的吗？如果股价低到可以购买的水平，那么它这么便宜正常吗？背后有什么蹊跷？是否存在我现在没看见的隐患？

查理这种伟大的商业模式是怎么来的呢？我们可以从他推荐的阅读书目（见附录）中看出一些端倪。《枪炮、病菌与钢铁》《自私的基因》《冰河世纪》和《达尔文的盲点》都有一个共同的主题：关注前面提到的“竞争性毁灭”问题，研究为什么有些事物能够适应环境，存活下来，甚至在经过很长的时间之后占据统治地位。当这个主题被应用于投资选择时，芒格偏爱的企业就出现了：有些是通过消灭竞争对手而达到繁荣的企业（就像《自私的基因》里面描绘的），有些是通过合作而兴旺的企业（《达尔文的盲点》）。我们再次看到，查理能够熟练地应用许多学科的知识：有多少投资者能够像查理经常做的那样，考虑到如此之多、如此之复杂的因素呢？简要举几个例子，他经常思考的因素包括“转换”——比如热力学的定律跟经济学的定律有何相似之处（例如纸张和石油如何变成一份投递到门口的报纸），心理倾向和激励因素（尤其是它们创造的极端行为压力，无论是好的压力还是坏的压力），以及基本的长期可持续发展性（诸如“护城河”之类的正面因素和竞争性毁灭的破坏之间持续不断而且往往非常致命的相互影响）。查理极其熟练地

掌握了各种不同的学科，所以能够在投资时考虑到许多普通人不会考虑的因素，就这方面而言，也许没有人可以和他相提并论。

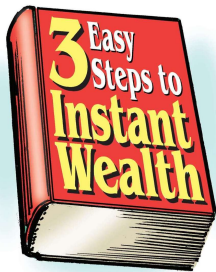
TODAY'S STOCK MARKET				
WALL STREET. Close—The market closed steady. The following table, showing today's fluctuations, is furnished exclusively to the NEWS by Ford, Egan, Volcott & Ransom, Fidelity Building.				
	Open	High	Low	Close
Amalgamated Copper.....	54	55	54	55
American Beet Sugar.....	65 1/2	66 1/2	65 1/2	66 1/2
American Can Foundry.....	69	69 1/2	68 1/2	69 1/2
American Ice.....	23 1/2	24	23	23 1/2
American Locomotive.....	47	47 1/2	46 1/2	47 1/2
American Smelter.....	16 1/2	16 1/2	16 1/2	16 1/2
American Sugar.....	12 1/2	12 1/2	12 1/2	12 1/2
Anconda.....	43 1/2	43 1/2	42 1/2	43
Atchafalca.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
Baltimore & Ohio.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
B. & O.	8 1/2	8 1/2	8 1/2	8 1/2
Canadian Pacific.....	25 1/2	25 1/2	25 1/2	25 1/2
C. & N.	9 1/2	9 1/2	9 1/2	9 1/2
Chicago, M. & St. Paul.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
Colorado Fuel & Iron.....	25 1/2	25 1/2	25 1/2	25 1/2
Consolidated Gas.....	14 1/2	14 1/2	14 1/2	14 1/2
D. & H.	22 1/2	22 1/2	22 1/2	22 1/2
Dixie.....	21 1/2	21 1/2	21 1/2	21 1/2
Erie.....	17 1/2	17 1/2	17 1/2	17 1/2
General Electric.....	17 1/2	17 1/2	17 1/2	17 1/2
Great Northern.....	12 1/2	12 1/2	12 1/2	12 1/2
Great Northern pfd.....	12 1/2	12 1/2	12 1/2	12 1/2
Illinois Central.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
Lake Superior.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
M. & E.	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
Missouri Pacific.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
National Lead.....	12 1/2	12 1/2	12 1/2	12 1/2
Northern Pacific.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
Norfolk & Western.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
New York Central.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
New York, Ohio & Western.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
Pennsylvania.....	12 1/2	12 1/2	12 1/2	12 1/2
People's Gas.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
Reading.....	10 1/2	10 1/2	10 1/2	10 1/2
Republic Iron & Steel.....	24 1/2	24 1/2	24 1/2	24 1/2
Rock Island.....	23 1/2	23 1/2	23 1/2	23 1/2
Rock Island pfd.....	23 1/2	23 1/2	23 1/2	23 1/2
Southern Pacific.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
Southern Railway.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
Union Pacific.....	12 1/2	12 1/2	12 1/2	12 1/2
United States Rubber.....	21 1/2	21 1/2	21 1/2	21 1/2
United States Steel.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
United States Steel pfd.....	11 1/2	11 1/2	11 1/2	11 1/2
Western Union.....	8 1/2	8 1/2	8 1/2	8 1/2

“竞争性毁灭”

“我有一张剪报，那是1911年的《布法罗晚报》，上面列出了当时纽约证券交易所成交最活跃的50家公司的股票。到今天，唯一一家公司仍是大型的独立企业，那就是通用电气公司。从中我们可以看出‘竞争性毁灭’的力量有多么强大。历史证明，一家公司能够长期以一种让它的拥有者满意的方式保留下来的可能性是微乎其微的。”

“当你专注的市场被狂热的小型竞争对手——比如说露丝·布卢姆金、勒斯·施瓦伯或者山姆·沃尔顿——盯上时，那么你要活下来就变得更难了。要怎样才能和狂热的对手竞争呢？惟一的办法是挖一条尽可能好的护城河，然后不断地努力加宽它。”

公式的局限



人们总是想要一道公式——但那样是行不通的。你必须估算公司从现在到无限的将来能挣到的所有现金，再把它们折回到现值。像市盈率这样的标尺本身是不够的。

——沃伦·巴菲特

遇到不同的公司，你需要检查不同的因素，应用不同的思维模型。我无法简单地说：“就是这三点。”你必须把它（投资技巧）种到你的头脑里，然后用毕生的时间去培养它。

——查理·芒格

“所有聪明的投资都是价值投资——获得比你的付出更多的东西。你必须先评估一个企业的价值，然后才能评估它股票的价值。”

价格是你付出的， 价值是你得到的

价值投资者往往会招致别人的怀疑，美国几次精明的土地收购就是这样的。1803年，托马斯·杰弗逊政府花费1500万美元和拿破仑的法国政府达成了路易斯安那交易，平均每英亩土地的价格是2.9美分。1867年，美国政府用价值720万美元的黄金向俄罗斯收购了阿拉斯加地区，每英亩土地的价格大约是2.5美分，这在当时被称为“锡瓦德的愚蠢交易”。相比之下，在2006年，阿拉斯加交易所涉及土地的价格等于16700亿美元，根据美国获得的石油、矿产价值和战略优势来衡量的话，这桩交易当然不是愚蠢的。





L · O · L · L · A · P · A · L · O · O · Z · A 效应

当然，芒格为那些相互强化并极大地放大彼此效应的因素而发明的词组就是“lollapalooza效应”。

——亨利·爱默生，《杰出投资者文摘》

最重要的事情是要牢牢记住，这100种模型往往能够带来特别大的力量。当几个模型联合起来，你就能得到lollapalooza效应；这是两种、三种或四种力量共同作用于同一个方向，而且你得到的通常不仅仅是几种力量之和。那就像物理学里面的临界质量，当你达到一定程度的质量，你就能引发核爆炸——而如果你没有达到那种质量，你将什么也得不到。有时候各种力量只是简单地相加，有时候它们会在临界点或者临界质量的基础上联合起来。

更为常见的情形是，这100种模型带来的各种力量在某种程度上是相互冲突的。所以你会面临鱼和熊掌不可兼得的境况。如果你不明白有舍才有得的道理，如果你以为鱼与熊掌可以兼得，那么你就太傻了。对于需要高级思维的活动，你这种头脑不清对于旁人而言就变成了一种风险。你必须辨认出这些事情之间的关系。你必须意识到生物学家朱利安·赫胥黎的那句话是千真万确的——他说：“生活无非就是一个接一个的联系。”所以你必须拥有各种模型，你必须弄清楚各种模型的相互关系以及它们的效应。

——《杰出投资者文摘》，1997年12月29日

多元思维模型



“那我就自己来吧”

“当我的朋友沃伦和我各自从研究生院毕业的时候，我们发现商业世界中的许多预测模型明显是极端不理性的。对于我们从事的商业而言，这种情况至关重要，然而我们的教授从来没有提起过它。我们使用了小时候在保育院学到的方法——‘那我就自己来吧，’小红母鸡说。

“所以，如果你的教授没有给你合适的跨学科方法，如果每个教授都想要滥用他自己的模型，而贬低其他学科的重要模型，你可以亲自纠正那种愚蠢。”



英雄所见略同

芒格和巴菲特并不是仅有的两个使用非商业模型取得巨大成功的精英投资者。传奇式的债券投资专家比尔·格罗斯（太平洋投资管理公司）曾经告诉加州大学洛杉矶分校安德森商学院的学生：“我的书房咖啡桌上摆的并不是彼得·林奇的《战胜华尔街》或是我自己的著作，而是历史学家保罗·约翰逊几本有关19世纪和20世纪的历史书。”

“就确定未来而言，没有比历史更好的老师……一本30美元的历史书里隐藏着价值数十亿美元的答案。”

特别是在第二、第三和第四篇讲稿中，查理讲述了在商业世界使用多元思维模型的价值和重要性。他阐明了他在什么地方找到他的各种特殊模型，以及如何掌握它们，他还引用了具体的例子，说明如何将它们应用于现实生活的分析和决策中。

纪律和耐心 泰德·威廉姆斯的77格击球区

有性格的人才能拿着现金坐在那里什么事也不做。我能有今天，靠的是不去追逐平庸的机会。

——查理·芒格



在进行投资时，我向来认为，当你看到某样你真正喜欢的东西，你必须依照纪律去行动。为了解释这种哲学，巴菲特或芒格喜欢用棒球来打比方，我觉得特别受启发，虽然我本人根本不算棒球专家。泰德·威廉姆斯是过去70年来惟一个单个赛季打出400次安打的棒球运动员。在《击球的科学》中，他阐述了他的技巧。他把击打区划分为77个棒球那么大的格子。只有当球落在他的“最佳”格子时，他才会挥棒，即使他有可能因此而三振出局，因为挥棒去打那些“最差”格子会大大降低他的成功率。作为一个证券投资者，你可以一直观察各种企业的证券价格，把它们当成一些格子。在大多数时候，你什么也不用做，只要看着就好了。每隔一段时间，你将会发现一个速度很慢、线路又直，而且正好落在你最爱的格子中间的“好球”，那时你就全力出击。这样呢，不管你的天分如何，你都能极大地提高你的上垒率。许多投资者的共同问题是他们挥棒太过频繁。无论是个人投资者，还是受“机构行为铁律”所驱使的

专业投资者，他们都有这种倾向；这种“机构行为铁律”的某一变种也是让我离开同时做长线和短线投资的对冲基金的原因。然而，另外一个与挥棒太过频繁相对立的问题也同样有害于长期的结果：你发现一个“好球”，却无法用全部的资本去出击。

——李录，喜马拉雅资本管理公司

投资原则检查清单

“聪明的飞行员即使才华再过人，经验再丰富，也决不会不使用检查清单。”

我们现在已经了解了查理的总体思维方式和他的投资思维方式。为了继续关注“他是怎么做到的”，我们将会使用他推崇的“检查清单”检验法来再次展现他的方法（若要了解查理本人关于价值和检查清单的重要性的说法，请参见第四章的第五讲）。然而，要注意的是，查理当然不会按照清单上的次序逐一应用下面这些原则，这些原则出现的先后也跟它们的重要性无关。每个原则都必须被视为整个复杂的投资分析过程的一部分，就像整幅马赛克图案中每个单独的小块那样。

■风险——所有投资评估应该从测量风险（尤其是信用的风险）开始

- 测算合适的安全边际
- 避免和道德品质有问题的人交易
- 坚持为预定的风险要求合适的补偿
- 永远记住通货膨胀和利率的风险
- 避免犯下大错；避免资本金持续亏损

■独立——“唯有在童话中，皇帝才会被告知自己没穿衣服”

- 客观和理性的态度需要独立思考
- 记住，你是对是错，并不取决于别人同意你还是反对你——惟一重要的是你的分析和判断是否正确

复利



.....这是能够将你所有的铅块变成金块的石头.....记住，钱是一种繁殖力特别强大的东西。钱会生钱子，钱子会生更多的钱孙。

——本杰明·富兰克林

如果你把我们15个最好的决策剔除，我们的业绩将会非常平庸。你需要的不是大量的行动，而是大量的耐心。你必须坚持原则，等到机会来临，你就用力去抓住它们。

有很多情况比淹没在现金中却又什么都不做糟糕得多。我记得从前我缺乏现金的情况——我可不想回到那个时候。

——查理·芒格

反过来想，总是反过来想



知道如何避免

“只要得到严格的遵守，光是‘避免犯傻的芒格体系’就能帮助你超越许多在你之上的人，无论他们有多么聪明。”

- 随大流只会让你往平均值靠近（只能获得中等的业绩）

- 准备——“惟一的获胜方法是工作、工作、工作、工作，并希望拥有一点洞察力。”

- 通过广泛的阅读把自己培养成一个终生自学者；培养好奇心，每天努力使自己聪明一点点

- 比求胜的意愿更重要的是做好准备的意愿

- 熟练地掌握各大学科的思维模型

- 如果你想要变得聪明，你必须不停地追问的问题是“为什么，为什么，为什么”

■谦虚——承认自己的无知是智慧的开端

●只在自己明确界定的能力圈内行事

●辨认和核查否定性的证据

●抵制追求虚假的精确和错误的确定性的欲望

●最重要的是，别愚弄你自己，而且要记住，你是最容易被自己愚弄的人

“理解复利的魔力和获得它的困难是理解许多事情的核心和灵魂。”

■严格分析——使用科学方法和有效的检查清单能够最大限度地减少错误和疏忽

●区分价值和价格、过程和行动、财富和规模

●记住浅显的好过掌握深奥的

●成为一名商业分析家，而不是市场、宏观经济或者证券分析家

●考虑总体的风险和效益，永远关注潜在的二阶效应和更高层次的影响

●要朝前想、往后想——反过来想，总是反过来想

■配置——正确地配置资本是投资者最重要的工作

●记住，最好的用途总是由第二好的用途衡量出来的（机会成本）

●好主意特别少——当时机对你有利时，狠狠地下赌注吧（配置资本）

●别“爱上”投资项目——要依情况而定，照机会而行

■耐心——克制人类天生爱行动的偏好

●“复利是世界第八大奇迹”（爱因斯坦），不到必要的时候，别去打断它

●避免多余的交易税和摩擦成本，永远别为了行动而行动

●幸运来临时要保持头脑清醒

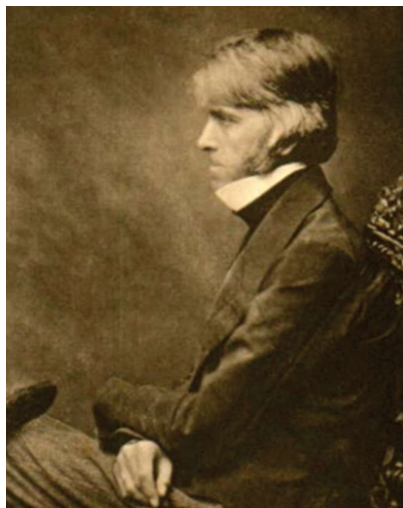
●享受结果，也享受过程，因为你活在过程当中

■决心——当合适的时机出现时，要坚决地采取行动

定错价格的赌注



“上天并没有赐予人类在所有时刻了解关于一切事情的一切的天赋。但对于那些努力在人世间寻找定错价格的赌注的人，上天有时会赐给他们一次这样的赌注。”



托马斯·卡莱尔

“人的任务不是去看清远处模糊的东西，而是去做好身边清楚的事情。”

查理的总结

“为什么有些人会比其他人聪明呢？这跟与生俱来的性格有部分的关系。有些人的性格并不适合投资。他们总是按捺不住，或者总是忧心忡忡。但如果你拥有好的性格，在这里主要是指非常有耐

心，又能够在你知道该采取行动时主动出击，那么你就能通过实践和学习逐渐了解这种游戏。很明显，你吸取教训的来源越广泛，而不仅仅从你自己的糟糕经验中吸取教训，你就能变得越好。

“我还没发现有谁能够很快做到这一点。作为投资者，沃伦·巴菲特比我第一次遇到他时好得太多了，我也是这样的。如果我们在某个阶段停滞不前，满足于已经拥有的知识，我们的业绩会比现在差得多。所以诀窍就在于不断学习，而且我不认为那些不享受学习过程的人能够不断地学习。”

- 当别人贪婪时，要害怕；当别人害怕时，要贪婪
- 机会来临的次数不多，所以当它来临时，抓住它
- 机会只眷顾有准备的人：投资就是这样的游戏
- 改变——在生活中要学会改变和接受无法消除的复杂性
- 认识和适应你身边的世界的真实本质，别指望它来适应你
- 不断地挑战和主动地修正你“最爱的观念”
- 正视现实，即使你并不喜欢它——尤其当你不喜欢它的时候
- 专注——别把事情搞复杂，记住你原来要做的事
- 记住，声誉和正直是你最有价值的财产——而且能够在瞬间化为乌有
- 避免妄自尊大和厌倦无聊的情绪
- 别因为过度关心细节而忽略了显而易见的东西
- 千万要排除不需要的信息：“千里之堤，溃于蚁穴”
- 直面你的大问题，别把它们藏起来



自从人类开始投资以来，他们就一直在寻找能够快速致富的神奇公式或者捷径。正如你已经看到的，查理的优异业绩并非来自一道神奇公式或者某些商学院教导的体系，它来自查理所说的“不停地寻找更好的思维方式的追求”，通过一丝不苟的准备进行“预付”的意愿，以及他跨学科研究模式的非凡后果。总而言之，它来自查理最基本的行为守则，最根本的人生哲学：准备、纪律、耐心、决心。每个因素都是互不相干的，但它们加起来就变成了威力强大的临界物质，能够催化那种因芒格而闻名的lollapalooza效应。

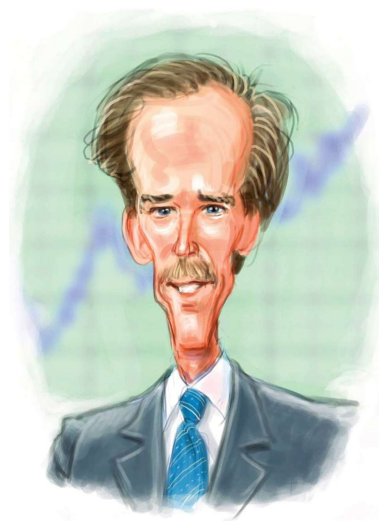
最后，简单来讲一下这篇概述芒格投资哲学的文章极其关注“买什么”而极少关注“何时卖”的原因。芒格亲自对这个问题作出了回答，下面这段话很好地概述了高度集中专注的“芒格学派”的投资哲学：

“我们偏向于把大量的钱投放在我们不用再另外作决策的地方。如果你因为一样东西的价值被低估而购买了它，那么当它的价格上涨到你预期的水平时，你就必须考虑把它卖掉。那很难。但是，如果你能购买几个伟大的公司，那么你就可以安坐下来啦。那是很好的事情。”

如同他的偶像本杰明·富兰克林那样，查理·芒格努力培养并完善了他独特的生活和经商方法。通过这些方法以及终生培养和维持的良好习惯，他取得了非凡的成功。

所有这些高深的睿智长者小心翼翼地照顾他们的复利机器——那是两位出类拔萃的人联合发明的。其他人也许会试图复制伯克希尔·哈撒韦，但他们永远无法复制这两位出类拔萃的人物。

诚实是最好的策略



比尔·格罗斯

由于深受故乡（美国中西部）文化的影响，查理·芒格向来是诚实和正直的同义词。正如查理曾经说过的：“做正确的事情能给个人的品格和事业带来很大的好处。”查理有多么诚实和正直，他的女儿温蒂最有发言权。温蒂说，在水门事件发生之后，她很同情理查德·尼克松的女儿，因为大家都知道她们的父亲品行有亏。“我完全相信我爸爸不会让我们陷入相同的处境。我无法告诉你那给我的感觉有多么好。”

我们曾经找到传奇的债券投资专家比尔·格罗斯（太平洋投资管理公司），问他如何评价查理的诚实。他的回答是这样的：“如果东海岸和西海岸同时被海水淹没，不管是由于风暴、地震还是道德沦丧，芒格的奥巴马哈将依然会存在。应该用卫星将查理的道德标准播送到世界各地的金融中心，以便防止未来再出现安然或世通之类的丑闻。”

“查理和沃伦是极好的榜样和教师，对青年人来说更是如此。阿尔伯特·施威策尔说：‘榜样在教学中不是主要的东西——它是惟一的東西。’在持续终生的商业‘赛跑’中，查理和沃伦不但处于领先地位，而且沿途还从来不抄近道。”

“人们无法在金融界找出比沃伦·巴菲特和查理·芒格更具榜样意义的诚实人物。他们的年报就像传奇，不仅讲述了真正的投资智慧，而且在有必要时也不惮于自责。”

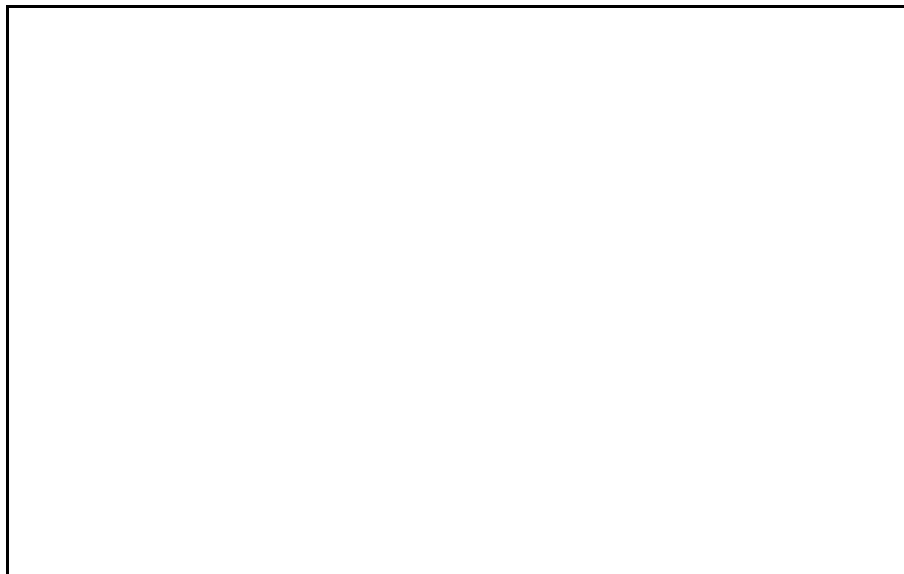
我认为保持良好的记录是非常重要的。如果你从一开始就能够在诸如诚实这样简单的事情上拥有完美的记录，你将会在这个世界上取得很大的成功。

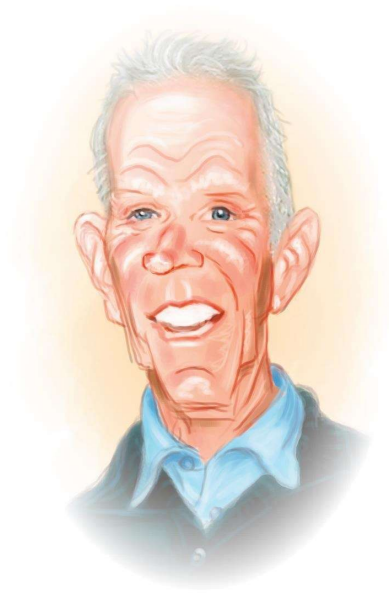
——查理·芒格

瑞克·格伦是查理的老友和商业伙伴，他补充说：

“我曾有两次看到查理在商业交易中付出了比他需要支付的金额更多的钱。第一次是在我们收购一家企业的时候，当时有两位老太太持有该企业发行的债券，我们本来很容易以远低于面值的价格收购这些债券——但是查理却按照面值给她们钱。第二次是在我需要一些现金去做另外一项投资的时候。当时我想要把我们合资成立的公司的一半股权卖给他，他说你开个价——我说13万美元，他说不行，23万美元才对，他真给了我那么多钱。这给查理抓到机会说出一句他非常喜欢的台词：‘我是对的，你很聪明，迟早你将会明白我是对的。’当然啦，他这两点都说对了——他给出的价格确实更准确，而我最终也确实明白了这一点。

“在股票交易所占价格低廉的股票便宜是一回事，但是占合伙人或者老太太便宜是另外一回事——这是查理绝对不会做的事。”

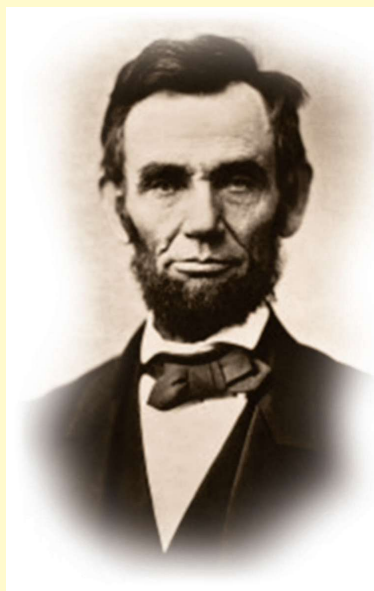




瑞克·格伦

“查理很爱对我说一句他非常喜欢的台词：‘我是对的，你很聪明，迟早你将会明白我是对的。’”

查理论诚实：在2004年西科年会上的讲话

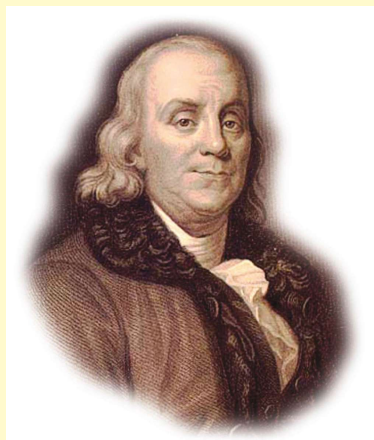


“能力会让你到达巅峰，但只有品德才能让你留在那里。”

“过去坐在我今天所坐椅子上的是路易斯·文森狄，他以前曾经说：‘如果你说真话，你就不用记住你的谎言啦。’我们不想搞得太复杂，所以总是说实话。由于拥有如此之多长期以来不离不弃的股东，我们无需为哪个季度的盈利上涨或下跌而烦恼——至少我们无需在乎它们给股东造成的影响。我们显然喜欢盈利多过喜欢亏损，但我们并不愿意操控任何东西来让某些季度的业绩显得更好看一些，那么做和我们的道德标准相差太远了。

“就过往的情况来看，我认为这个地方比绝大多数地方都更加努力地争取做到理性。而且我认为它比绝大多数地方更加努力地去争取做到有道德——这意味着说真话，不乱搞。现在伯克希尔·哈撒韦有175000名员工，大概有这么多人，我坐在这里，我敢打赌，他们之中至少有一个人正在做让我感到非常懊恼的事情。然而，尽管有些人会乱来，我们公司在过去几十年里很少遇到什么诉讼或者丑闻之类的事情。人们注意到了这一点。

“我们认为，有些事情就算你能做，而且做了不会受到法律的制裁，或者不会造成损失，你也不应该去做。你应该有一条底线。你心里应该有个指南针。所以有很多事情你不会去做，即使它们完全是合法的。这就是我们试图做到的经营方式。

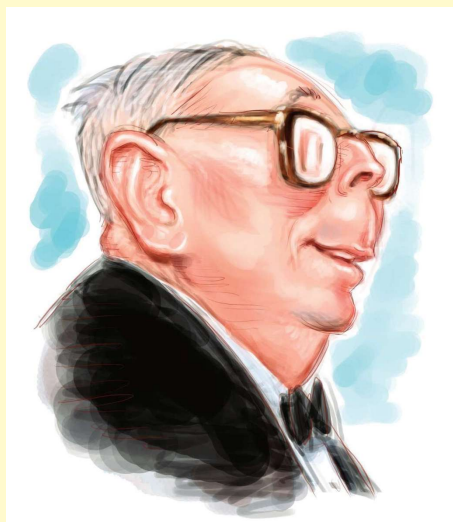


“阴谋诡计是蠢货的伎俩，他们缺乏足够的智慧去以诚待人。”

“我觉得我们不应该由此而得到太多的赞誉，因为我们很早就知道，这种经营方式能让我们赚更多的钱。而由于我们对此十分了解，我不确定我们是否有资格被视为道德高尚的人。

“当然，要了解自己的动机是很难的。但我愿意相信，就算这种经营方式并没有给我们带来许多经济上的好处，我们也会这样做好。而且每隔一段时间，我们就会有机会证明这一点。但更多的时候，我们由于固守道德而赚到更多的钱。在我们看来，本杰明·富兰克林是对的。他并没有说诚实是最好的道德品质，他说诚实是最好的策略。”

“我没有什么要补充的”第一篇



有时候，查理会向他的听众提出一个很难回答的问题，或者在被问到很难回答的问题时置之不理。他说他这么做是为了鼓励听众亲自去“寻找”答案，从而更好地了解和掌握他们发现的信息。查理说他父亲从前常常对他使用这种技巧，让他到今天还受用不尽。

为了履行通过这本书来展现查理的智慧和妙语的承诺，我们觉得有责任和义务来回答查理长久以来留给我们去“寻找”答案然而我们又未能彻底掌握的谜团和问题。

我们先从1994年10月6日查理在哈佛教职员俱乐部发表题为“人类误判心理学”的演讲时的一个问题开始：

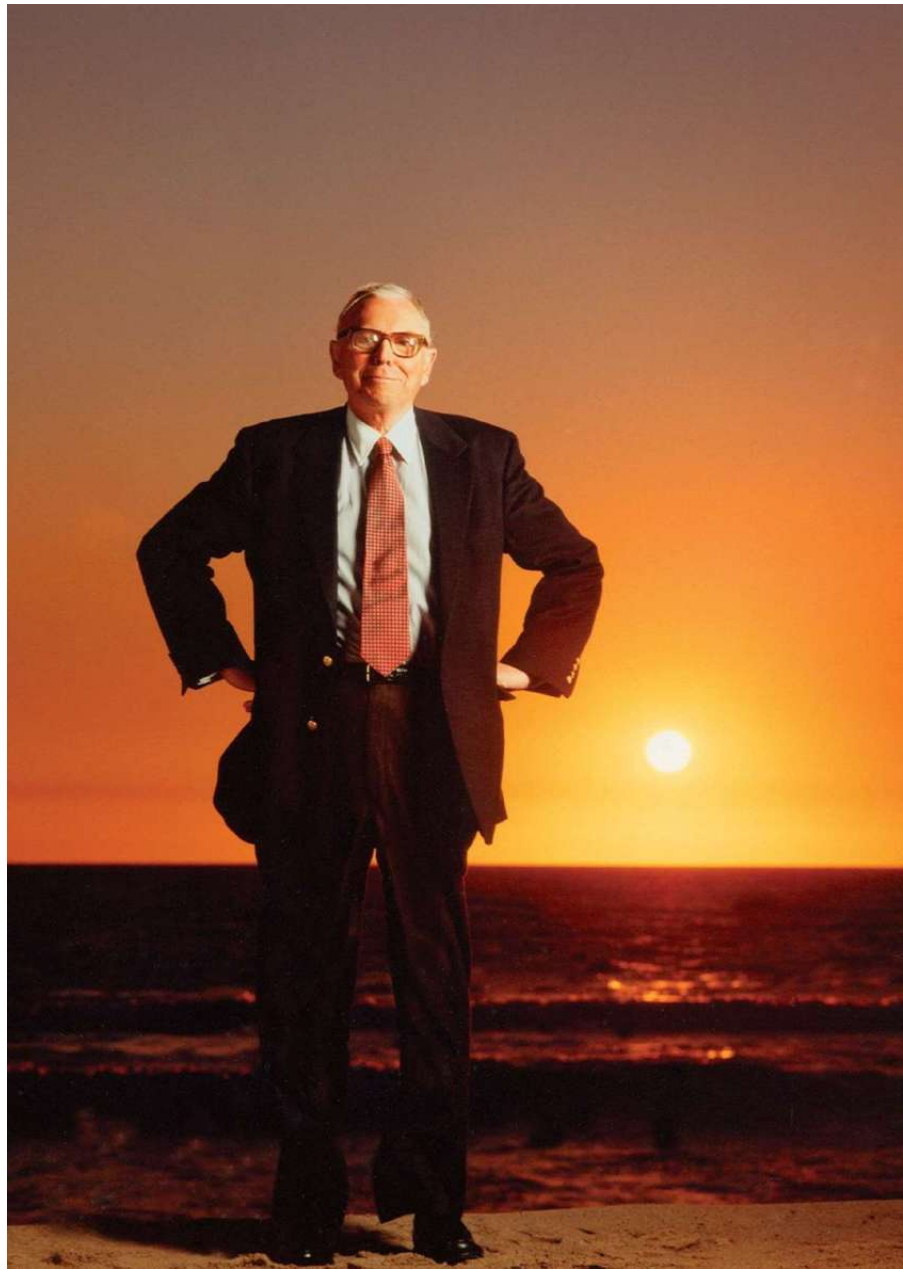
问：你提到沃伦·巴菲特对待公开竞拍的原则——“别去”。然后你还说：“我们也不参加封闭式投标拍卖（亦即招标），不过那是出于另外一个原因，一个萨克豪瑟会理解的原因。”

萨克豪瑟——他是哈佛教授，也是桥牌高手。封闭式投标拍卖的问题与公开竞拍不同，赢得拍卖的往往是那些犯了技术错误的人，壳牌花两倍价钱买下贝尔里奇石油公司的情况就是如此。在公开竞拍的拍卖会上，你付的价钱不可能是你击败的对手的两倍。你不会遇到这样的问

题，你会遇到别的问题。但封闭式投标拍卖使人们容易犯下定错价的大错。



(你可以在全书各章找到更多的“我没有什么要补充的”的时刻。)



第三章

芒格主义：查理·芒格的即席谈话

（2001年至2006年在伯克希尔·哈撒韦公司和西科金融公司年会上的谈话摘录）

惠特尼·提尔逊

智者的聪慧和长者的经验，也许能够通过语录得以保存。

——埃萨克·狄斯雷利

沃伦·巴菲特和查理·芒格毫无疑问是有史以来最伟大的投资二人组，所以如果有投资者不去尽可能多地了解这两个人，尽可能多地学习他们如何取得成功，那么这个投资者就是——用查理很喜爱的一个词来说——“疯子”。

但是向沃伦和查理学习的真正乐趣并不在于人们能够了解大量关于如何在长时间内让金钱以很高的复利增长的知识——尽管这当然是一种很不错的额外收获——而是在于通过听取他们的教导，人们将能够更加深刻地理解人类的本性、世界的现状、如何理性思考，以及最重要的，如何更好地过上一种正直、幸福、善良的生活（提示：这三种要素是相辅相成的）。向沃伦学习并不难——写他的书有很多本；他经常发表演讲，撰写文章，出席公众场合；几十年来，他每年都会发表一篇很长的信件（你可以在伯克希尔·哈撒韦网站上免费阅读最近的30封信，网址是www.berkshirehathaway.com；如果你还没去看过，那你还在等什么呢？！）但查理就神秘多了：关于他的书只有两本，和沃伦相比，他发表的演讲和撰写的文章要少得多。





没受过教育的人看看几本语录是好事情。

——温斯顿·丘吉尔爵士



由于这个原因，许多人并不知道查理本人是个天才，而且他对沃伦的投资哲学产生了深刻的影响，这一点沃伦是公开承认的。他们之间的互动会让观者忍俊不禁。在伯克希尔年会的主席台上，沃伦一般会率先回答提问，但然后往往会转过身说：“查理，你说呢？”查理的典型反应是一动不动、面无表情地（人们很容易用一个假人来代替他，在大多数

情况下保管没有人会发现）说：“我没有什么要补充的。”这九个字已经变成了查理的标志，通常让沃伦和听众会心一笑。（实际上，1998年9月，在为收购通用再保险公司而召开的特别大会上，沃伦真的用一个硬纸板做成的查理人像和一段查理说“我没有什么要补充的”的录音出现在主席台上。我的一个朋友参加了该大会，据他说，“沃伦大概播了六次这段录音，每次都会露出顽皮的神色。”）这几个字也反映了查理古怪的脾气——至少他的公众形象是这样的——以及这两个心灵相通的杰出生意人“合二为一”的关系。



有了这套芒格语录，我就可以比过去更加频繁、准确地剽窃查理的话啦！

——C. B.“查克”·索恩顿

但每当查理确实有话要补充，那么他说的话往往很尖锐、很深刻，而且他也不会拐弯抹角。用他自己的话来说，查理是一个“古怪的、老派的”人，而且从来不为政治正确而担忧——他想到什么就说什么。

因为在伯克希尔年会上，大多数讲话都是由沃伦来发表，所以我总是喜欢参加几天后在帕萨迪纳举行的西科年会，去领略查理深邃的思想（他是西科金融公司的主席，西科是一家结构和伯克希尔相同的控股公司，后者拥有西科80.1%的股份）。人们不用是股东也可以参加；查理——就像他和沃伦在伯克希尔年会上那样——欢迎所有来到格拉汉姆、多德、巴菲特和芒格教堂的朝圣者。我从来不曾后悔从奥马哈回来没几天就长途奔波，横跨大半个美国去听查理演讲，因为他的思维依然处在

巅峰状态。在2003年的会议上，查理作出一个又一个充满睿见的点评，我有个朋友侧过身来，低声对我说：“真难相信他已经80岁了！”确实如此！

作为导师和思想家，查理同沃伦旗鼓相当，我从他那里学到了很多知识，所以我听到彼得·考夫曼正在编撰这本书时，我感到特别高兴，马上就同意为此尽绵薄之力！

查理的正式文章和讲稿遍布全书，本章的目的是对它们进行补充。这部分内容是从过去五年我在伯克希尔和西科的年会上所作的记录中抽取出来的，包括了查理在这些会议上说过的最有洞察力、最发人深思、最抒发胸臆、最好玩有趣的话。由于他的大多数发言都是为了回应股东的提问，所以他广泛地谈论了伯克希尔·哈撒韦的情况，还有许多和商业、投资相关的话题。

为了让查理的教诲更加容易被接受，我依照话题对它们进行了组织，也稍微做了些编辑工作，但目的是让他亲自说出他的话。请尽情享受吧！



“我没有什么要补充的”的硬纸板查理

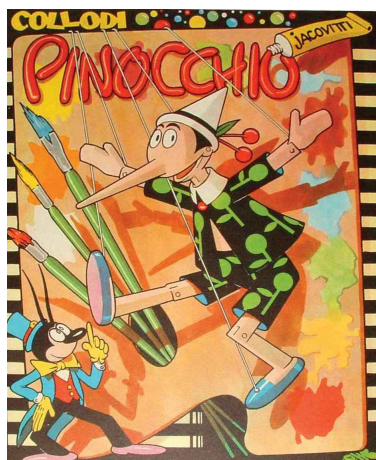
1998年9月，在为收购通用再保险公司而召开的特别大会上，沃伦真的用一个硬纸板做成的查理人像和一段查理说“我没有什么要补充的”的录音出现在主席台上。我的一个朋友参加了该大会，据他说，“沃伦大概播了六次这段录音，每次都会露出顽皮的神色”。



我和一个眼光极准的传奇人物合作了许多年，我总是很惊讶地发现，原来人们只要掌握和不停地应用所有明显而且容易学习的原理，就能够精通许许多多的领域。

—— 查理·芒格

我们成功的关键



1. 如果乌龟能够吸取它那些最棒前辈的已经被实践所证明的洞见，有时候它也能跑赢那些追求独创性的兔子或者跑赢宁愿跻身那些忽略前人最优秀的工作的蠢货之列的兔子。乌龟若能找到某些特别有效的方法来应用前人最伟大的工作，或者只要能避免犯下常见的错误，这种情况就会发生。我们赚钱，靠的是记住浅显的，而不是掌握深奥的。我们从来不去试图成为非常聪明的人，而是持续地试图别变成蠢货，久而久之，我们这种人便能获得非常大的优势。

2. 我们并不自称是道德高尚的人，但至少有很多即便合法的事情，也是我们不屑去做的。我们不会去做那些事情。目前美国有种文化认为，所有不会把你送进监狱的事情都是可以做的事情。

我们认为，在你应该做的事情和就算你做了也不会受到法律制裁的事情之间应该有一条巨大的鸿沟。我想你应该远离那条线。我觉得我们不应该由此而得到太多的赞誉。这样做事的原则帮我们赚到更多的钱。我相信就算这种经营方式没有给我们赚这么多钱，我们也不会做坏事。但更多的时候，我们由于做正确的事情而赚到更多的钱。

记住路易斯·文森狄的规则：说真话，你将无须记住你的谎言。就是这么简单的一个概念。

论伯克希尔·哈撒韦



1998年，伯克希尔收购了Netjets飞机租赁公司，它是查理和沃伦收归伯克希尔旗下的许多成功企业之一。在里奇·桑图利——产权分享的鼻祖——的有效管理之下，这家公司继续在世界各地扩展业务，下面的阿拉伯文广告便是证据。

伯克希尔是一家极好的企业

我们就像（伯林教授所讲的）刺猬，只知道一个大道理：如果你能够用3%的利率吸取浮存金（指理赔之前伯克希尔能够用于投资的现金保费收入），然后将其投资给某家能够带来13%的收益的企业，那么这就是一桩很好的生意。

伯克希尔收购的企业能够给我们带来的税前回报率是13%，也许还要更多一点。由于资本成本利率只有3%——这些资本金是别人的钱，以浮存金的形式得到的——这就是非常棒的生意。所以伯克希尔的股东完全不必感到绝望。就复合回报率而言，伯克希尔是没以前那么好，但它仍然是一家极好的企业。

我不喜欢当乐观主义者，但过去几年，我们确实为伯克希尔增加了好多很棒的企业。

伯克希尔以前的回报

伯克希尔以往的业绩好到几近荒谬。如果伯克希尔愿意举债经营，比如说吧，就算负债率只有鲁珀特·默多克（新闻集团）的一半，它的规模也应该是现在的5倍。

伯克希尔的未来展望

一个人可以做的最聪明的事之一是调低投资预期，尤其是调低对伯克希尔的收益的预期。那是成熟而负责任的表现。我喜欢我们的模式，我们应该做得不错。

伯克希尔的未来不容乐观，原因有两点：

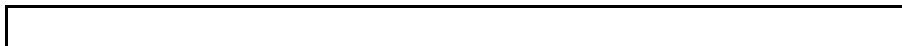
1. 我们的规模太大了。这迫使我们只能投资那些竞争更为激烈的领域，一些非常聪明的人也在研究这些领域，比如说爱丽丝·施罗德（她是保险分析专家，曾先后供职于普惠和摩根士丹利，当时正坐在听众席上）。

2. 从当前的大气候来看，在未来15到20年里，普通的股票市场不会像我们在过去15到20年中体验到的那么景气。请参看沃伦发表在《财富》杂志上的文章——我完全赞同那篇文章的观点。（《巴菲特先生论股票市场》，1999年11月22日）

在未来20年里，伯克希尔·哈撒韦的市值将会增加，但可以肯定的是，每年的增长率将会比以前低得多。

但这并不是悲剧。我们很满意。伯克希尔·哈撒韦和西科的现金每年都在增加，我们的结构使我们拥有很大的回旋余地。虽然我们规模太大，不可能去购买小公司的股票，但我们在收购整体出售给我们的公司时占有优势。我们总是能够遇到很好的机会。我不感到丧气，但我认为你们放在这里的钱，不会用于你们以前习惯看到的事情。

这个世界是有限的，竞争非常激烈。所有资金庞大的企业最终都会发现增长变得越来越难，从而将会发现回报率变得越来越低。





大数定理：沉重的铁锚

所有的经济发展都会在规模越来越大的过程中锻造出它们自己的数学铁锚。

——巴菲特

我们说很难保持从前那种复合回报率，这并非是在喊“狼来了”——那是不可能做到的事情。不信你看看，现在做什么生意都很难赚到1亿美元的税前利润。那么要赚10亿，50亿、100亿呢……

——芒格



安德鲁·卡内基

(Andrew Carnegie , 1835——1919)

原本是身无分文的移民，后来成为地球上最富有的人。他将其钢铁帝国作价5亿美元出售，然后创办了许多学校、一家和平组织、纽约的卡内基礼堂，还有2811家免费的公共图书馆。他还花钱为7689个教堂购买和安装了风琴。他的憧憬是“创造一个理想国家，使少数人的多余财富能够在最佳意义上变成许多人的财产”。



我个人认为伯克希尔将来会比现在大得多，强得多。至于这支股票未来会不会是一个好的投资，那是另外一个问题。我们总是能够保证的事情是，未来将会比过去差很多。

在未来，伯克希尔和西科的收益将不会像过去那么好。（所有大型成功企业的情况都是这样的。）惟一的区别是我们会告诉你们。

伯克希尔·哈撒韦的文化

我们的文化是非常老派的，像本杰明·富兰克林或安德鲁·卡内基的文化。你能想像卡内基聘请公司顾问吗？！让人吃惊的是，这种方法现在仍然非常有效。我们收购的企业有许多都像我们这样古怪而老派。

对于我们的许多股东而言，我们的股票是他们拥有的一切，我们非常清楚这一点。我们的（保守主义）文化发挥的作用非常深远。

这里是个非常可靠的地方。我们比绝大多数其他地方更能抵御灾难。我们不会像别人那样盲目扩张。

我很高兴我有90%的净资产是在伯克希尔的股票里。我们将会在不回避不合理风险和负债的前提下，努力使它保持合理的增长率。如果我们做不到这一点，那就真的太糟糕了。

伯克希尔和西科的股票价格

我们希望伯克希尔和西科的股票价格和我们认为它们的固有价值相差不要太远。如果股价升得太高，我们就会呼吁它降下来。并非所有的美国企业都这么做，但这是我们的做事方式。

我可不想回到GO（起点）。我是从GO走过来的。我们的许多股东把大部分净资产都投在伯克希尔了，他们也不希望回到GO。

现在很多人似乎认为企业CEO的责任就是让股票价格上涨。这种观点导致了各种各样的愚蠢行为。我们会实话实说，值多少就说多少。

伯克希尔股东

我们喜欢现在的股东，不想诱惑谁来成为我们的股东。

考虑到这个企业的复杂性，我认为就向股东披露他们需要的信息而言，我们的年报比我知道的任何一家公司都要好。我们是凭着良心这么做的。



Go，或者第一格，来自派克兄弟游戏公司的经典棋类游戏“大富翁”。该游戏是由宾夕法尼亚州日耳曼城的查尔斯·达罗在1934年发明的。



手插口袋的奥蒂斯·布思

我本人是个很好的投资者，但我无法做得像沃伦和查理那么好——几乎从来没有失过手。我做过的最好的投资决定就是，这些年来把我的双手放进口袋里，有名无实地在伯克希尔占据一个职位，让这两个家伙去施展拳脚。我只是认识到他们比我更出色。

——奥蒂斯·布思伯克希尔·哈撒韦的大股东，房地产开发业务合伙人，和查理有着逾50年的友情。

伯克希尔的收购策略

三分之二的收购是失败的。而我们的收购很成功，那是因为我们从来不试图为收购而收购——我们等着那些不用多想也知道会成功的机会。

收购竞争

长久以来，许多私募股权投资公司一直与我们展开竞争，但不管怎么样，我们还是设法收购了一些企业。

一般的假设是，最好是坐在办公桌后面，然后人们会带来一个又一个的好机会——这是早期风险投资者的态度，直到最近几年才有所改变。但我们从来不这么做——我们到处寻找值得收购的公司。20年来，我们每年购买的企业只有一家或者两家。可以说，我们不停在找。我们不跟上门推销的人打交道。如果你只是坐着，等交易上门，那么你坐的位子就会非常危险。

被兼并公司的管理人员

我们收购一家又一家的企业，是因为我们敬佩它们的创办人和这些创办人在生活中取得的成就。在绝大多数情况下，他们会留下来，而且从来不曾让我们失望。

激情和天分，哪个更重要呢？伯克希尔充满了对他们自己的事业特别有激情的人。我认为激情比头脑的能力更加重要。

我认为我们的管理人员来参加这个会议（股东大会），并不是为了学习管理技巧——他们精通所有跟他们的企业相关的技巧——而是因为这是个有趣的地方，而且每年都变得更加有趣，他们愿意成为它的一部分。

管理附属企业

基本上，我们会选择那些我们非常钦佩的人来管理我们的附属公司。一般来说，我们跟他们很容易相处，因为我们喜爱并敬佩他们。他

们的企业中应该有什么样的企业文化，都由他们自行决定，我们并不会干预。他们总是能够积极进取，及时更正以往的错误。

有些美德是所有伯克希尔的附属公司都有的。我们并不创造这些美德——我们选择那些已经拥有这些美德的公司。我们只是不把它搞坏。我们把权力分散到几乎全面退位的程度。

如果让伯克希尔管理的附属公司的那些CEO来发言，可能对现在的股东会有帮助，但我们向他们承诺过，他们可以把100%的时间花在他们的企业上。我们对他们管理他们的企业不设置任何障碍。许多人对我说他们很高兴，因为不用把25%的时间浪费在各种他们不喜欢的活动上。

合力

我们不说“合力”这个词，因为人们总是宣称兼并之后会产生合力作用。是的，合力确实存在，但有太多关于合力的不实承诺了。伯克希尔充满了合力——我们并不回避合力，只是回避那些对合力的宣称。

作出正确的人事决定

过去几十年来，我们解雇职员的次数少得令人吃惊——远远少于其他企业。这并不是因为我们太心软或者太愚蠢，这是因为我们更加聪明和更加幸运。很多人会回过头来看，并说他们最大的错误是没有及早地解聘某个人（我们从来不这么说）。我们的纪录惊人的好。我们是老派的企业。例如，在收购CORT商业服务公司（西科收购的一家从事家具出租的企业）的时候，沃伦对我说：“你会喜欢保罗·阿诺德（CORT的CEO）的。”他说得没错。保罗自还在法学院念书的时候就管理这家企业了，并且热爱它。





如果你想要把公司卖掉，但又想要根本没把它卖掉的感觉，那么去找沃伦和查理。他们想要你做的就是去把你的企业管理好，如果你做到这一点，他们完全不会干预你。我并不觉得我把飞行安全公司卖掉了；我只是把飞行安全公司的股权证换成伯克希尔的股权证而已。

——阿尔·尤厄兹奇飞行安全公司的创办人和董事长



阿吉特·杰恩领导着伯克希尔·哈撒韦旗下的国民赔偿再保险公司。他被许多人看作保险界最优秀的人物，经常有新的办法搞到低利率的浮存金，供沃伦和查理再投资调动。

沃伦常常提醒股东别忘了阿吉特对他们公司的贡献，比如说在2001年的年度报告中，他这么说：

“阿吉特的业绩会有波动——但他的承保原则决不会动摇。他对伯克希尔的贡献之大，是怎么说都不为过的。”

伯克希尔的保险业务

表面上看，再保险是一种过度竞争的生意，但其实不是这样的。保险合同的签署和赔付之间有很大的时间差，所以投保人必须评估保险公司未来的支付意愿和支付能力。在这方面，我们信誉良好，拥有一定的优势，不过这种优势本来应该更大的。

我认为我们在再保险行业拥有某些优势，是因为人们信任我们的支付意愿和支付能力，所以再保险并不是价格低就能卖得好的无特性商品。我认为我们拥有一些特殊的才能。这么说吧，我觉得依靠特殊的才能是很危险的——最好是拥有许多价格不受管制的垄断性企业。但这在今天的世界上是不可能的，我们从前依靠才能赚钱，未来也将继续如此。

我很高兴我们拥有保险业务，但我要提醒你们，它不是一门简单的生意。我们必须很聪明，才能把它做好。

总的来讲，我们做得相当不错——意味着位于（整个行业的）前10%，因为我们做得与众不同，而且我们愿意做一些不那么令人愉快的事情。

总而言之，我们对我们的保险业务感到中等的乐观。

用很低的成本让浮存金以可观的速度增长几乎是不可能的任务——但不管怎么样，我们想要做到这一点。

我曾经为我们的浮存金的增长和成本感到惊讶。我们得到了几十亿美元的浮存金，而所支付的利率比国债的利息还要低，这真的太好了。



华尔街的纽约证券交易所是全世界领先的、最为先进的证券市场。纽交所平均每天成交的股票为14.6亿股，成交额高达461亿美元。

波动的业绩以及在市场不景气时愿意少签保单.....是我们作为保险公司的优势之一，我们并不在意业绩的波动，而其他人都试图讨好华尔

街。这个优势可不算小了。

别人都不这么做，但在我看来，这（别总是想着要取悦华尔街）明显是惟一可行的道路。伯克希尔基本上是这样的。关键是控股股东能够说了算——如果要是让董事会来作这样的决定就难了。

伯克希尔·哈撒韦回购股票

在过去，当伯克希尔的股价变得便宜时，我们会去买比它更便宜的股票。（相比回购股票）我总是更喜欢这么做。拥有一家声名狼藉的公司，得通过收购某些股东的股份来让其他股东赚钱，这可不好玩。



芒格和巴菲特都推荐罗伯特·哈格斯特朗的这本著作，它清楚地列出了伯克希尔·哈撒韦的成功方法，让每个人都能学习。



美泰克家电维修员

自1967年起，演员杰西·怀特在美泰克公司的广告中扮演了家电维修员的角色，由于美泰克产品经久耐用，这位维修员变成了“镇上最孤独的人”。怀特饰演这个角色直到1989年，继任者是戈登·詹普。2003年詹普退休，该角色由演过通用汽车的好扳手先生的哈代·罗尔斯接替。

分割伯克希尔的股票以创造出更多的流动性

有人认为可交易的普通股票的流动性对资本主义贡献极大，我觉得这种观念大多是胡说八道。流动性给我们带来了这些疯狂的泡沫，所以它的问题和好处一样多。

（巴菲特插话说：“伯克希尔股票平均每天的成交额为5000万美元，所以如果人们想把它卖掉，根本不会遇到问题。”）

但我们正在努力让更多的人拥有这只价格如此高昂乃至流动性成了问题的股票。

为什么没有更多的公司和投资者效仿伯克希尔·哈撒韦

这是一个好问题。我们的方法让我们取得了成功。看看我们、我们的管理人员和股东有多么开心就知道啦。大多数人应该效仿我们。我们

的投资方法并不难学，但表面上看起来很难，因为它跟一般的投资方法不同——它不是常见的方法。我们的管理费用很低，没有季度目标和预算，也没有一套标准的人事体系，我们的投资集中度比一般企业高得多。就这么简单而且合情合理。最近我跟杰克·麦克唐纳聊天，他在斯坦福商学院上一门以我们的原则为基础的投资课。他说那很孤独——他觉得自己像是那个美泰克家电维修员。

对巴菲特的评论

人们很难相信他的业绩一年比一年好。这种情况不会永久地持续下去，但沃伦的确在进步。这是很罕见的：绝大多数人到了72岁就停滞不前了，但沃伦依然在进步。

查理对沃伦的影响

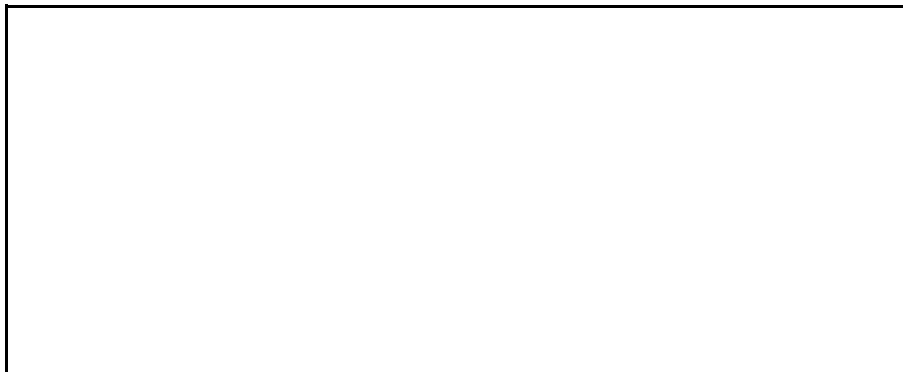
我认为那些作者言过其实地夸大了我对沃伦的影响。沃伦确实有过发蒙的时候，因为他曾在本杰明·格拉汉姆手下工作过，而且赚了那么多的钱。从如此成功的经验中跳出来确实很难。但如果世上未曾有过查理·芒格这个人，巴菲特的业绩依然会像现在这么漂亮。

我想那些认为我是沃伦的伟大启蒙者的想法里有好些神话的成分。他不需要什么启蒙。但我们现在比五年前更能明白这个道理。

沃伦走后会怎样？

关键是拥有许多优秀的企业。优秀的企业能给伯克希尔的发展带来很多动力。（然而，）我认为我们的继任者在资本配置方面将不会像沃伦这么出色。

伯克希尔钱多成灾——我们拥有许多不断产生现金的伟大企业。如果股价下跌，伯克希尔可以把它买回来。没有理由认为它会很快完蛋，而且我觉得有理由认为它将会继续运转良好。如果伯克希尔没有随着时间的流逝——就算是在沃伦去世之后——而变得更大、更强，我会感到非常吃惊。





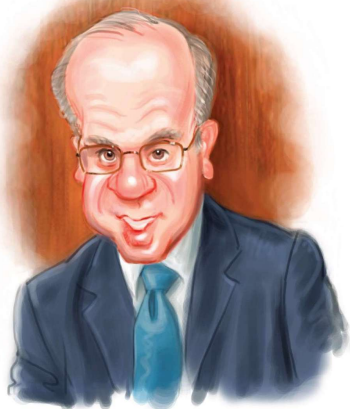
他们让我这个80岁老头坐在这里的主要目的，是让沃伦显得很年轻。

——查理在2004年伯克希尔·哈撒韦年会上

等到沃伦离开的时候，伯克希尔的收购业务会受到影响，但其他部门将会运转如常。收购业务应该也还行。反正我们可以向你们保证的是，从前那种增长速度将会下降，我们可不想在这个问题上说谎。

我想到那时伯克希尔的最高领导人应该没有沃伦那么聪明。但别抱怨：“天啊，给我沃伦·巴菲特40年之后，怎么能给我一个比他差的混蛋呢？”那是很愚蠢的。

对巴菲特的另一个评论



马克·汉堡

伯克希尔·哈撒韦的首席财务官

“和沃伦·巴菲特这么出色的人共事有什么感想？”

“和沃伦共事非常容易——他是我遇到过的最好合作的人。我觉得很棒，因为他能够很准确地预料到营运结果。（实际上，如果结果跟他的估计有很大的出入，我们就会怀疑我们犯了错误。）他拥有非凡的本领，他研究的数字别人也都在研究，但他就是能够提出独到的看法和观点。他总是这样的——提出一些伟大的想法，你听完之后会觉得很简单，可是别人却怎么也想不到。”

如果说谁有理由担忧的话，那个人应该是我，但我认识巴菲特家族几十年了，我可以告诉你：“别担心这件事。你应该感到非常幸运。”

要是查理去世了呢？

正如你能看到的，我们打算永远在这里待下去。（但就算我去世了）你拥有大量的现金，还有巴菲特坐镇总公司——还有什么好担心的呢？

查理是可恶的“说不大师”

巴菲特：你千万要学会如何校准他的答案。如果你问查理某个项目，他说“不”，那么我们会用所有的钱来投资它。如果他说“这是我听过的最愚蠢的事情”，那么我们会适当地做一点投资。如果你能够校准他

的答案，你就能获得很多智慧。



查理是可恶的“说不大师”

在最近一次伯克希尔股东大会上的对话：

沃伦：“查理，你还有什么要说的吗？”

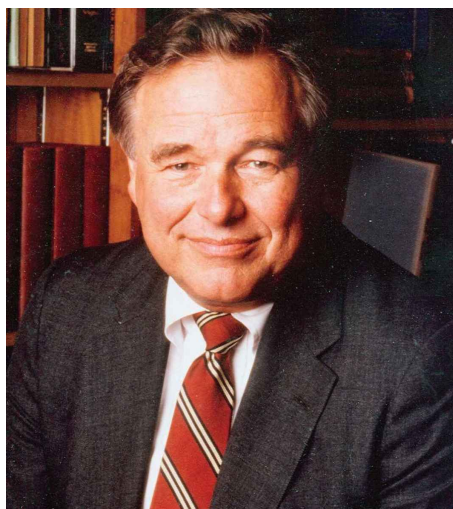
查理：“没有，我觉得你说‘不’说得很完美了。”

可恶的“说不大师”

摄影：基里·克里斯蒂安·克鲁斯，《奥马哈世界先驱报》《奥马哈世界先驱报》2005年版权所有，保留一切权利。

查克·瑞克斯豪瑟

芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所前合伙人，1964年以来的朋友



沃伦曾经告诉我一个故事，他们刚认识的时候，还没有一起做生意，各自拥有一家合伙投资公司，沃伦经常给查理打电话说“我想做某件事”，并对这件事加以描绘，查理会说：“天啊，你在开玩笑吗？有这种风险和那种风险。”他们将会仔细考虑查理看到的这些风险，然而沃伦通常会说：“我想你是对的。”但有时候他也会说：“查理，你说的我都听进去了，但我还是想做这件事。”沃伦说他直到那一刻才能知道查理的真正想法，因为查理有时会说：“沃伦，如果你要做这件事，我能不能参股？”人们通常认为查理的价值在于识别风险和说“不”，但其实查理最有价值的地方，在于他能够识别那些可以参股的时机。

奥蒂斯·布思

1956年以来的朋友和生意合伙人



查理明白要找到真正好的东西很难。所以，就算你90%的时间都在说“不”，你也不会错失太多的东西。

投资建议



对查理的赞美

乔治·基勒斯派，多年老友：

“查理聪明绝顶，人品又好，他把家人照顾得很好，对朋友非常周到。在我看来，他是个完美的男人。”

弗雷德·斯坦巴克，多年老友：

“查理有大量行之有效的智慧。每当我听他说话，或者看他写的文章，总是有很多收获。”

布拉德·里德，多年老友：

“我在查理身上发现很多特别有用的优点，比如说他建议利用各个学科的理论，坚持试图确定后果的后果（的后果），建议通过反面论证来分析问题，提倡放弃——或至少是大力地挑战——自己最爱的观念。在我看来，他最聪明的名言是这句：‘一件事情如果不值得做，就不值得把它做好。’”

杰夫·摩尔，阿雷斯资产管理公司总裁

“查理在投资方面极其出色，是因为他智力优异，分析周全，也因为他很有耐心，并且稳定地应用他的投资原则和哲学。他既是学生，也是教师，堪称投资界的巨人，是个值得学习的人物。”

性格、耐心和求知欲的重要性

（成功投资的关键因素之一就是拥有良好的）性格——大多数人总是按捺不住，或者总是担心过度。成功意味着你要非常有耐心，然而又能够在你知道该采取行动时主动出击。你吸取教训的来源越广泛，而不是仅仅从你自己的糟糕经验中吸取教训，你就能变得越好。

我想说说怎样才能培养那种毫不焦躁地持有股票的性格。光靠性格是不行的。你需要在很长很长的时间内拥有大量的求知欲望。

你必须要有浓厚的兴趣去弄明白正在发生的事情背后的原因。如果你能够长期保持这种心态，你关注现实的能力将会逐渐得到提高。如果你没有这种心态，那么即使你有很高的智商，也注定会失败。

集中投资

我们的投资风格有一个名称——集中投资，这意味着我们投资的公司有10家，而不是100家或者400家。

我们的游戏是，当好项目出现时，我们必须能够认出来，因为好项目并不会经常出现。机会只眷顾有准备的人。

好的投资项目很难得，所以要把钱集中投在少数几个项目上，这在我看来是很好的主意。投资界有98%的人并不这么想。而我们一直以来都是那么做的，这给我们——也给你们——带来了许多好处。

好玩的是，绝大多数大型投资机构的想法不是这样的。他们聘请了许多人，比较默克制药公司和辉瑞制药公司到底哪个价值高，分析标准普尔500指数的每只成份股，以为他们能够打败市场。你这样做是无法打败市场的。

我们的投资规矩是等待好球的出现。

如果我有机会进入某个企业工作，而那里的人用各种指数标准来衡量我，逼我把钱都投出去，聚集在周围监视我，那么我会讨厌这家企业。我会有戴上脚镣手铐的感觉。

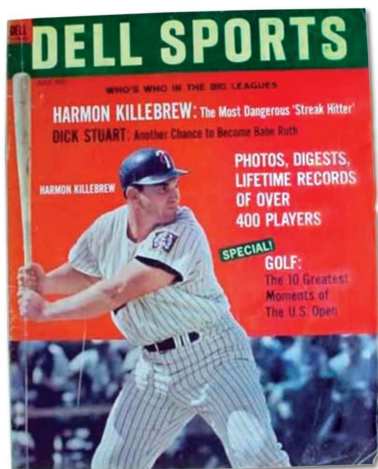
很少人借鉴我们的方法。采用集中投资策略的公司略有增加，但真正增加的是无限制使用投资顾问来建议资产如何配置、分析评估其他顾

问等等做法。也许有2%的人会走进我们的阵营，剩下98%的人将会信奉他们听来的道理（比如说市场是完全有效的）。

错误的投资课程

Beta系数、现代组合投资理论等等——这些在我看来都没什么道理。我们想要做到的是，用低廉的价格，甚至是合理的价格，来购买那些拥有可持续竞争优势的企业。

大学教授怎么可以散播这种无稽之谈（股价波动是衡量风险的尺度）呢？几十年来，我一直都在等待这种胡言乱语结束。现在这样乱讲的人少了一些，但还是有。



等待好球的出现

哈尔门·基里布鲁在22年的职业生涯中曾先后效力于华盛顿参议员队、明尼苏达双城队和堪萨斯市皇家队。这位名人堂成员以善于把好球打到观众席上闻名，在职业生涯中一共打出573个全垒打。1984年，当入选名人堂时，他名列有史以来全垒打排行榜上第五位，在美国大联盟的球员中，排名仅次于巴比·鲁斯。



别赌博。用所有的储蓄去购买一些好股票，等它价钱上涨再卖掉。如果它的价格不会上涨，那么你就别买它。

——威尔·罗格斯

沃伦曾经对我说：“我对学术界的总体看法可能是错的（把它看得这么糟糕），因为那些跟我打交道的人都有一套疯狂的理论。”

分散投资

认为投资应该越分散越好是一种发疯的观念。

我们并不认为分散程度很高的投资能够产生好结果。我们认为几乎所有好投资的分散程度都是相对较低的。

如果你把我们15个最好的决策剔除，我们的业绩将会非常平庸。你需要的不是大量的行动，而是极大的耐心。你必须坚持原则，等到机会来临，你就用力去抓住它们。

这些年来，伯克希尔就是通过把赌注押在有把握的事情上而赚钱的。

坐等投资法

如果你因为一样东西的价值被低估而购买了它，那么当它的价格上涨到你预期的水平时，你就必须考虑把它卖掉。那很难。但是，如果你

能购买几个伟大的公司，那么你就可以安坐下来啦。那是很好的事情。

我们偏向于把大量的钱投在我们不用再另作决策的地方。

优秀企业是什么？

有这么两类企业：第一类每年赚12%，你到年底可以把利润拿走。第二类每年赚12%，但所有多余的现金必须进行再投资——它总是没有分红。这让我想起了那个卖建筑设备的家伙——他望着那些从购买新设备的客户手里吃进的二手机器，并说：“我所有的利润都在那里了，在院子里生锈。”我们讨厌那种企业。

喜诗糖果：优秀企业的个案研究

如果喜诗糖果（在我们收购它的时候）再多要10万美元（巴菲特插口说：“1万美元”），沃伦和我就会走开——我们那时就是那么蠢。

伊拉·马歇尔说你们这两个家伙疯啦——有些东西值得你们花钱买的呀，比如说优质的企业和优质的人。你们低估了优质的价值啦。我们听进了他的批评，改变了我们的想法。这对每个人来说都是很好的教训：要有能力建设性地接受批评，从批评中吸取教训。如果你间接地吸取我们从喜诗糖果学到的教训，那么你将会说，伯克希尔是建立在建设性的批评之上的。



喜诗糖果



加拿大人查尔斯·席在1921年来到洛杉矶，利用他母亲的配方，创办了一家优质的糖果企业——喜诗糖果。他母亲玛丽·席的照片也变成了该公司的标志。1920年代中期，喜诗糖果从最早的1家店发展到12家店——随后在加利福尼亚州不断地扩张。1972年，在罗伯特·弗拉赫尔蒂（现任西科金融公司的董事）的提议下，蓝筹印花公司收购了喜诗糖果。喜诗糖果现在是伯克希尔·哈撒韦的全资子公司。如今，喜诗糖果的专卖店超过200家，在某些外国地区也有销售，比如香港和东京。

错误

伯克希尔历史上最严重的错误是坐失良机的错误。我们看到了许多好机会，却没有采取行动。这些是巨大的错误——我们为此损失了几十亿美元。到现在还在不断地犯这样的错误。我们正在改善这个缺陷，但还没有完全摆脱它。

这样的错误可以分为两类：1. 什么也不做，沃伦称之为“吮吸我的大拇指”；2. 有些股票本来应该买很多，但是只买了一点。

在差点犯下没有购买喜诗糖果的大错之后，我们有很多次犯了相同的错误。很显然，我们吸取教训很慢。这些机会成本并没有反映在财务报表上，但却让我们失去了几十亿美元。

由于坐失良机的错误（是无形的），绝大多数人并不会注意到它们。我们会主动说出我们犯下哪些坐失良机的错误——就像我们刚才所做的那样。（刚刚在讨论的是，他们因为沃尔玛的股价上涨了一点点而没有买进，结果犯下了少赚100亿美元的错误。）

当股价下跌时买进

过去几十年来，我们经常这么做：如果某家我们喜欢的企业的股票下跌，我们会买进更多。有时候会出现一些情况，你意识到你错了，那么就退出好了。但如果你从自己的判断中发展出了正确的自信，那么就趁价格便宜多买一些吧。

诱人的机会总是转瞬即逝的。

真正好的投资机会不会经常有，也不会持续很长的时间，所以你必须做好行动的准备。要有随时行动的思想准备。



小投资者的机会

如果你今天只有很少的资本，年纪尚轻，那么你的机会比我年轻时要少一些。当年我们刚走出大萧条。当时人们认为资本主义很糟糕。

20世纪20年代出现了许多弊端。当时有个笑话是这样的，一个家伙说：“我买股票是为了晚年，这种方法很灵验——不到六个月，我就觉得自己像个老头了！”





《坐着的老人》（Seated Old Man）是毕加索（1881-1973）在去世前两年，也就是90岁那年的画作。这幅画如今在巴黎的毕加索博物馆展出。

1963年，毕加索说：“当今一切都能够通过科学得到解释，除了艺术。你可以登上月球，或者可以在海底漫步，或者做任何你想做的事，但绘画依然是绘画，因为它不是科学所能研究的。它依然是个问题。而答案只能从它本身去寻找。”

你遇到的困难更大，但这并不意味着你没办法做得好——只是需要更多时间而已。但那有什么关系呢，你能活得更长久啊。

如果我是你，我就会买些很小的股票，寻找一些罕见的错误定价的机会，但这类机会的确是很少。

股票卖空

卖空股票，却又看到股价因为某些因素而上涨，是很苦恼的事情。你在生活中不应该去做这么苦恼的事情。

护城河和持续的竞争优势

旧的护城河正在被填平，而新的护城河比以前更难预测，所以事情变得越来越难。

学习过程

我还没发现有谁能够很快做到（成为一名伟大的投资者）。作为投资者，沃伦·巴菲特比我第一次遇到他时好得太多了，我也是这样的。所以诀窍就在于不断学习。你应该喜欢学习的过程。



大阪城堡的护城河是1583年挖掘的。城堡的主塔1665年被闪电击中，整个被火烧掉了。1931年，有关方面用钢筋水泥对该城堡进行重建；1997年的大修恢复了大部分城堡的原貌。



“现代文明需要能源。如果在这个领域没有（具有吸引力的投资）活动，沃伦和我将会感到失

望。”

我观察沃伦几十年了。沃伦学习了很多东西，这使他得以（拓展他的能力圈，所以他能够投资像中国石油这样的企业）。

如果你打算成为一名投资者，那么总会有些投资领域不是你完全了解的。但如果你努力学习，不断进步，那么你就能够保证你的投资都会产生好的结果。关键是自律、勤奋和练习。那就像打高尔夫球——你必须努力练习。

如果你没有不停地学习，其他人将会超过你。

能力圈及其边界

我们接触过的事情有很多。我们三个选项：可以，不行，太难。除非我们对某个项目特别看好，否则就会把它归为“太难”的选项。你需要做的，只是寻找一块特殊的能力领域，并把精力放在那里面就可以了。

如果你确有力量，你就会非常清楚你能力圈的边界在哪里。没有边界的能力根本不能称之为能力。（如果你问自己是否过了能力圈的范围，）那这个问题本身就是答案。

资本成本和机会成本

（巴菲特：查理和我不知道我们的资本成本。商学院有教，但我们持怀疑态度。我们只是用我们拥有的资本尽量去做最聪明的事情而已。我们会拿一切跟其他选择作比较。我从来没觉得那个资本成本的计算对我来说有什么意义。查理，你呢？）

我也不觉得。如果你拿起最好的经济学教材，那是曼昆写的，他说人们作出决定的依据是机会成本——也就是说，真正重要的是否有其他选择。我们决策的时候也是这样的。其他人却不这么认为——甚至还有人提出了股本成本的说法。这些人真是脑子坏掉了。



格里高利·曼昆是哈佛大学的经济学教授，也是国家经济研究署的研究员，波士顿美联储和国会预算办公室的顾问。他撰写的教材很流行，被翻译成多种语言。

很明显，关键是考虑各种成本，包括机会成本。当然，资本不是免费的。要算出你的借贷成本很容易，但理论家对股本成本的说法是很神经的。他们说，如果你获得100%的资本回报率，那么你不应该去投资某个产生80%回报率的项目。这简直是疯话。

预测的价值

人们总是喜欢请人来为他们预测未来。很久很久以前，有些国王会请人来解读绵羊的内脏。假装知道未来的人总是有市场的。聆听今天的预测家的行为，就像古代国王请人看绵羊的内脏那么疯狂。这种情况总是一而再、再而三地出现。

首次公开募股（IPO）

如果能够使用我们的思维模型，那么你完全有可能找到值得购买的新股。每年发行的新股有无穷多，我坚信你总能抓住一两个机会。但普通人玩新股很容易遭受重挫，所以你要是觉得你是个天才，那就去玩吧，祝你好运。

对我们来说，新股要么发行规模太小，要么太过高科技——我们不懂它们是干什么的。如果沃伦在关注它们，那我就不知道啦。





曾经炙手可热的电子玩具（eToys）的首次公开募股非常“成功”，新股上市募集了将近100亿美元的资金。自那以后，这家位于加利福尼亚州的公司便濒临破产，在2001年宣告倒闭。



“看到人们兴高采烈地购买彩票，或者坚信那些刷卡支付、快递上门的杂货店将会取代许多现金付款、自提货物的高效超市，我认为那位希腊演说家是正确的，人们就算并不处在痛苦之中，或者遭到痛苦的威胁，也确实会有过度乐观的心理。”

——摘录自第四章第十一讲：“人类误判心理学”

谈市场



《亨德里凯伊·斯托弗尔斯画像》（Portrait of Hendrickje Stofells）
伦勃朗·凡·里因，1659年，油画，伦敦国家画廊。

股票、伦勃朗和泡沫

股票有点像债券，对其价值的评估，大略以合理地预测未来产生的现金为基础。但股票也有点像伦勃朗的画作，人们购买它们，是因为它们的价格一直都在上涨。这种情况，再加上股票涨跌所产生的巨大“财富效应”，可能会造成许多祸害。

（2001年4月）这是资本主义最极端的时期。20世纪30年代，我们遭遇了过去600年来最严重的大萧条。而今天几乎是过去600年来最兴旺的时期……我们使用了“悲惨繁荣”这个词汇来描绘它，因为它产生的后果是悲惨的。

债券比股票理性得多。没有人会以为债券的价值会上升到月球去。

未来的市场回报率

（2000年11月）如果股市未来的回报率能够达到15%，那肯定是因为一种强大的“伦勃朗效应”。这不是什么好事。看看日本以前的情况就知道了。当年日本股市的市盈率高达50到60倍。这导致了长达十年的经

济衰退。不过我认为日本的情况比较特殊。我的猜测是，美国不会出现极端的“伦勃朗化”现象，今后的回报率将会是6%。如果我错了，那可能是因为一个糟糕的原因。如果未来股票交易更像伦勃朗作品的买卖，那么股市将会上涨，但缺乏坚实的支撑。如果出现这种情况，那就很难预测它会发展到什么程度、股价将会上涨多高，以及会持续到什么时候。

（2001年4月）总的来说，我认为美国投资者应该调低他们的预期。人们不是有点蠢，而是非常蠢。没有人愿意说出这一点。

（2001年5月）我们并没有处在一个猪猡也能赚钱的美好时代。投资游戏的竞争变得越来越激烈。



日本是一个面积相对较小的岛国，拥有大约1.26亿人口，人口密度差不多是欧洲的3倍，美国的12倍。由于该国注重储蓄的文化，日本是世界上最大的债权国。据统计，日本拥有1万亿美元的海外净资产。

我不认为我们将会看见大多数股票像1973-1974年，甚至是1982年那样，价格跌到令人流口水的低位。我觉得沃伦和我非常有可能再也看不到这些机会了，但那并不是坏事。我们只要继续努力就好啦。

（巴菲特：不过也不是完全有可能。你无法预测市场将会怎样。在日本，十年期债券的利率只有0.625%。以前谁能想得到呢？）

就算日本发生了那样的事情，美国的情况也不会那么糟糕。在接下

来这段日子里，那些普通的高薪投资顾问将不会有非常好的表现。

垃圾债的短暂崩溃（2002年底）是很奇怪的事情，当时它们的收益率高达35%到40%。垃圾债市场绝对是一片混乱。如果股市也遭遇这种情况——那么不难想像，很快就会大崩盘。

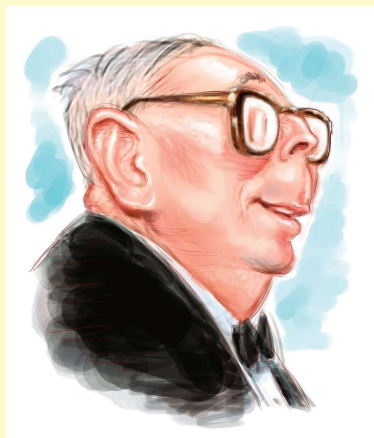
当前的市场环境

（2004年5月）说到大环境，我认为它会令那些想要很容易、很有把握地赚到钱的人感到非常痛苦。普通股的估值可能相当合理，但它们不算特别便宜。

我们的现金就足以说明问题了。如果我们有很多好主意，我们就不会拥有这么多现金。

伯克希尔和西科有大量我们不知道用来干什么的现金。如果你算上债券的话，伯克希尔有700亿美元，西科的现金也是多得不得了。我们的现金是有史以来最多的。要是在以前，我们只要沉住气就可以了，我们能够把现金派上用场。

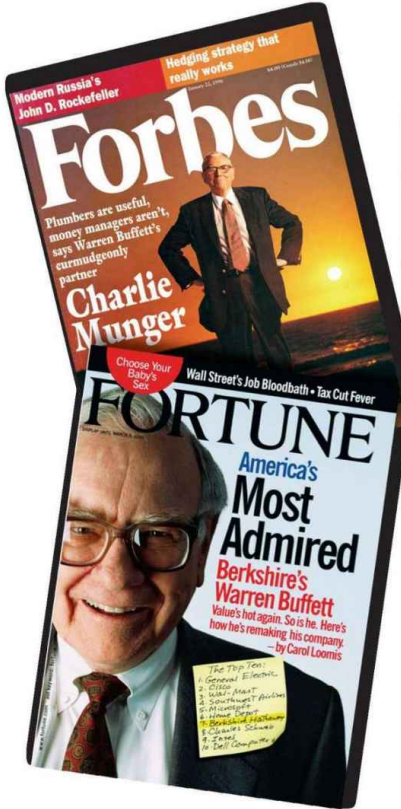
“我没有什么要补充的”第二篇



接下来，我们来看查理如何监控宏观的经济趋势和变化：

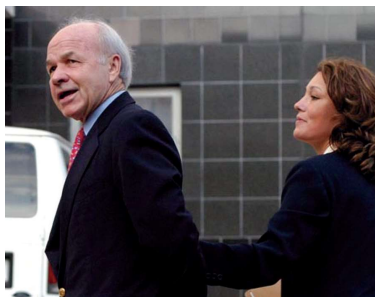
问：为了理解宏观的经济环境，你通常关注哪些宏观的统计数据呢？或者说你觉得哪些数据比较有用呢？

我觉得都没有用。我只是密切关注伯克希尔的各家子公司，常常阅读商业报纸和杂志而已，由此我能接触到大量宏观层面的东西。我发现我只要这么做，就足以了解宏观层面正在发生什么情况了。



对企业管理层的批评

篡改盈利数字和做假账



有那么多钱压在财报数据上，有人想要篡改它们也是很正常的。很多人都这么做，所以出现了“谢皮科效应”（Serpico Effects，谢皮科是一名纽约的退休警察，1970年代因对警察腐败作证而出名。其经历于1973年被拍成电影《谢皮科》，由好莱坞著名男演员艾尔·帕西诺主演），也就是说，每个人都觉得自己的做法没有错，因为其他人也那么做。事情总是这样的。

现在，它的机制类似于连锁信。由于和诸如风险投资之类的合法活动混在一起，这种做法看起来似乎很体面。但我们正在混淆体面的活动和可耻的活动——所以我在伯克希尔·哈撒韦的年会上说，如果你把葡萄干和大便搅在一起，你得到的仍然是大便。会计学没有办法阻止那些道德败坏的管理人员从事那种连锁信式的骗局。

逮到行为不轨的管理人员

伯纳德·埃伯斯和肯·拉伊就像漫画中的小丑——他们很容易被逮到。他们几乎是变态狂。但是要逮到荷兰皇家壳牌公司的问题，就难多了。

但我们不需要吸取他们的教训，因为我仍然相信埃克森的数据是正常的。



安然公司前CEO肯·拉伊在得克萨斯州休斯敦被联邦法院的执法官员带走。



伯克希尔·哈撒韦和可口可乐公司

伯克希尔·哈撒韦持有2亿股可口可乐公司的股票，自20世纪80年代末期以来，是该公司最大的股东。伯克希尔对可口可乐的投资成本是13亿美元，现在的市值是80亿美元。可口可乐公司创办于1886年，起初只是一家专卖苏打饮料的公司，最终发展成为世界上最大的公司之一。

我想向大家道歉。昨晚提到某些当代的商业巨头时，我说当他们说话时，他们就是在说谎；当他们沉默时，他们就是在偷窃。这句话不是我独创的，（很多年前）就有人用它来描绘那些工业大亨。

美国企业对特别费的痴迷

你说这笔费用每年总是会出现，它还有什么特别的呢？

公司治理

有个热衷于改革的积极分子说沃伦担任可口可乐公司的董事有悖于可口可乐公司的利益，这种白痴说法对改革事业毫无帮助，反而伤害了它。那些人的傻冒行为破坏了他们的事业。

对基金管理企业的批评

有缺陷的激励机制

现在一般基金的管理系统要求人们假装去做他们做不了的事情，假装喜欢他们其实不喜欢的事情。这种生活方式很可怕，但它能得到很多薪水。

没有增加价值

开放式基金每年收取2%的费用，然后那些经纪商让人们在不同基金之间转来转去，多付3%到4%的费用。可怜的普通基民们把钱交给专业人士，却得到糟糕的结果。我觉得这很恶心。本来人们买你的产品，你应该让他们的资产增值。但在这个国家，基金管理人员却只顾着自己赚钱。这个行业很滑稽，因为从净收益来看，整个投资管理行业加起来并没有对全部客户的资产提供附加值。这就是这个行业的运作方式。

股票经纪人vs指数基金

这次年会坐满了许多聪明的、值得尊敬的股票经纪人，他们为客户提供提供了很好的服务，在这里很难指责他们。但总的来说，股票经纪人的表现太差了，甚至还比不上指数基金。

我认为对于一般基金来说，投资指数是比现在通行的无借贷股票投资更为聪明的投资策略——尤其是在现行做法每年的管理费用超过1%的情况下。指数基金的表现不可能永远都这么好，如果几乎所有人都转而投资它的话。但它的良好表现可以持续很长一段时间。

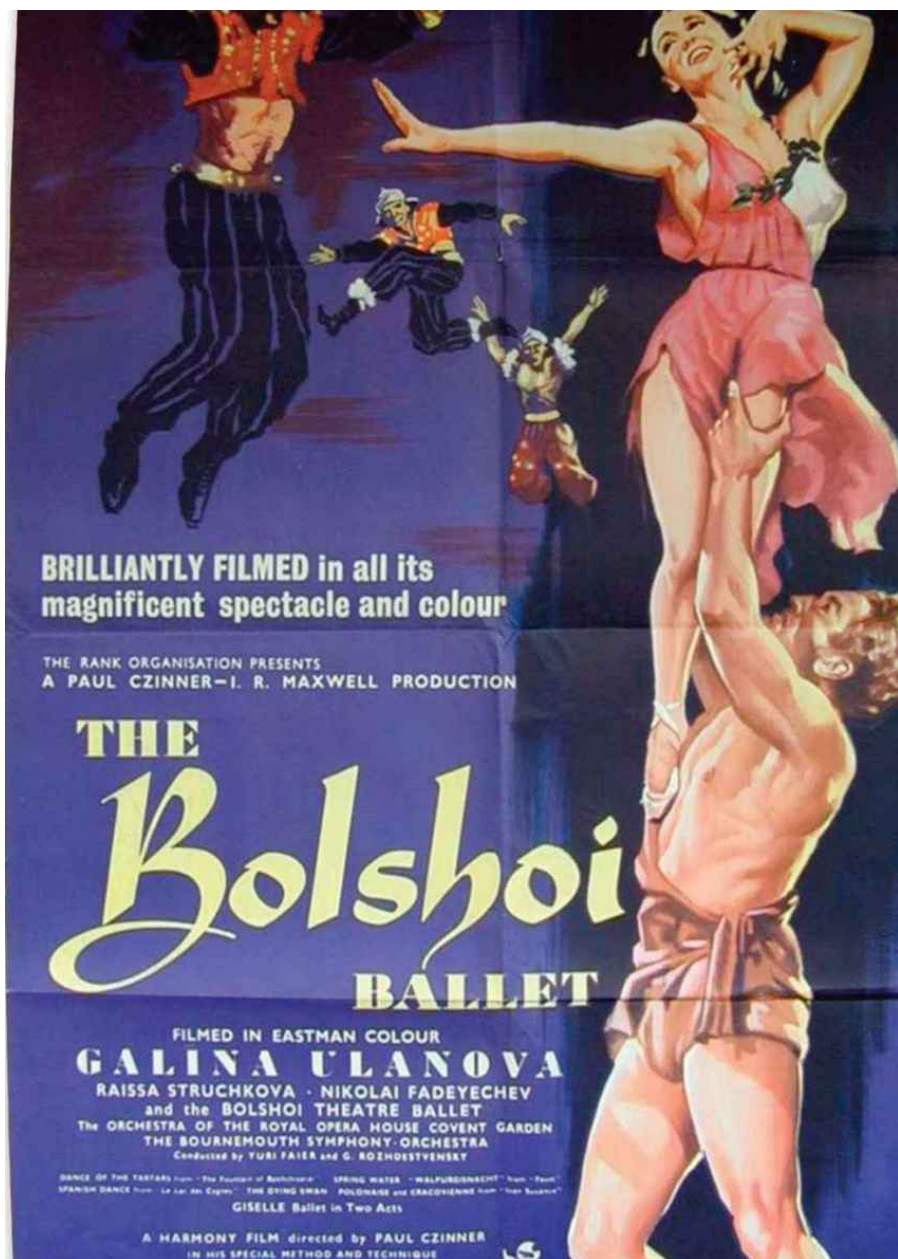
共同基金丑闻

选择投资管理人员这件事最近变得更难了，因为人们发现，有不少共同基金的管理人员接受贿赂，出卖了他们自己股东的利益。

这就像一个人走过来说：“我们为什么不把你母亲杀死，然后瓜分她的保险金呢？”很多人说：“好啊，我正需要那笔保险金呢。”

他们有许多人觉得自己被冤枉了。

如果共同基金的监事是独立的，那么我就是俄罗斯波尔修芭蕾舞团的首席男明星。





西科年会

卡罗琳·邓汉姆（左，西科监事罗伯特·邓汉姆之妻）和卡罗琳·卡尔伯格（右，1991年以来担任西科的监事）在享受2004年在帕萨迪纳召开的年会的开幕式。那年的会场比较小，所有人都只能站着。虽然规模比在奥马哈召开的伯克希尔年会小得多（西科年会只有500名参加者，伯克希尔年会有20000名），西科年会让参加者有机会亲自聆听查理独自回答各种问题。这些年来的会议实录可以在《杰出投资者文摘》上找到，强烈推荐你去阅读。

对华尔街的批评



华尔街的道德缺失

华尔街的平均道德水准永远至多只能说是中等……这并不意味着华尔街没有一些正直的聪明人，其实是有的，像今天在座的各位，但我认识的每个人都不得 not 和他自己的公司对抗（为了做正确的事情）。

过去这些年来，投资银行业的道德风气逐渐败坏。许多年前，我们花600万美元收购多元零售公司（Diversified Retailing），银行对我们进行了严格而聪明的审查。那些银行家关心他们的客户，想要保护他们的客户。

现在的风气是，只要能赚钱，什么都可以卖。你能把东西卖掉，你就道德高尚。但这个标准可不够。

所罗门个案研究

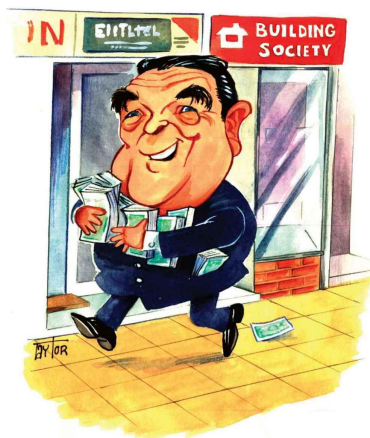
现在的情况真令人吃惊。所罗门的自律和理性程度至少不比其他投资银行差，但到头来，所罗门居然求爷爷告奶奶地想要得到罗伯特·麦克斯韦尔这种人的投资业务，这人的绰号可是“跳来跳去的捷克人”啊。他既然有这个花名，投资银行就不应该去抢着做他的生意。



（巴菲特：就在人们发现他跳海的那天（由于丑行败露，他跳海自杀了），我们（所罗门）把钱汇给他，以交换他正要汇给我们的钱，但他没有付款。所以，我们去英国找他的几个儿子收账，那真是一团糟。我们收回了应得的钱。）（编者注：和其他大多数债权人不同，所罗门最终确实收回了款项。正如查理所说的：“这是个小小的奇迹——我们不配要回这笔钱。”）如果有个投资银行家多开几张交易单给麦克斯韦尔，那么他的收入将会显著增长。你得防止人们为了挣钱将不三不四的人带入。

诺曼底美国的个案研究

（在谈起所罗门和一家他们没有点名的不良企业有交易时，沃伦和查理自顾自地笑了起来。然而，在2002年的年会上，查理点明那家企业就是诺曼底美国公司。所罗门发现这家公司公开招股的材料全是伪造的，所以在尚未发生交易的时候及时地取消了它的首次公开募股。根据美国证券交易委员会网站上的一份报告，“1995年8月15日，诺曼底的股票被推荐在纳斯达克全国市场系统上交易。一天之后，诺曼底取消了新股发行，并宣布所有的交易无效。”）



罗伯特·麦克斯韦尔：“跳来跳去的捷克人”

这件事是一个很好的（又充满讽刺的）经历。沃伦、路易斯·辛普森和我都是（所罗门的）董事，我们还是最大的股东，我们说：“别跟这个家伙做生意。”但他们不听我们的话，还说承销委员会已经批准了那次新股发行。

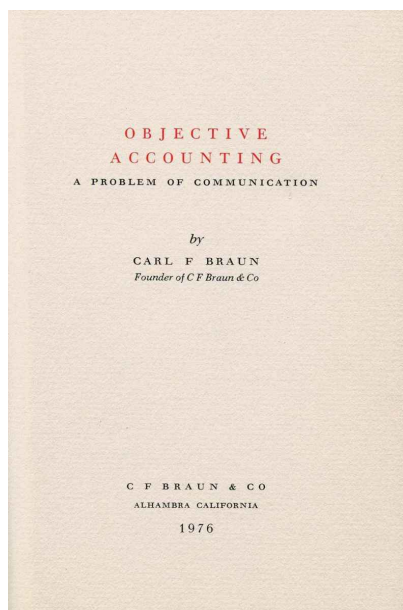
（沃伦：“他身上挂着一个霓虹灯牌写着‘骗子’。他确实坐牢了。碰巧的是，他宣称拥有大量伯克希尔的股票，并从中获利不菲，但我检查了股东名录，并没有看到他的名字。他的名字也许很普通，跟他重名的人很多，但如果他真有那么股份，我想我应该能够找出来 [所以他很可能在持有伯克希尔股份这件事上说了谎]。”）



曾经有五年的时间，我和查理在所罗门的审计委员会任职。如果我来负责为一家公开上市的企业挑选审计委员会成员，他肯定是我的第一选择。查理·芒格的头脑非常优秀，出类拔萃。这样一个能够看着某些事情并说皇帝没有穿衣服的人是无价之宝。他的眼光总是那么锐利。

——路易斯·辛普森美国政府职员保险公司资产运营部董事长兼
CEO

对会计的批评



创造性会计法之咒

会计人员应该明白的基本原则是，报表不应以报表编制者的利益为中心。报表惟一的使命是服务使用者。记住，会计报表是衡量业绩的标尺。它们本身必须成为高质量的标尺，才能为使用者提供良好的服务。报表必须便于阅读和理解。它们必须具备不可动摇的连贯性。

——C. F. 布劳恩（参见该书第170——171页）

大型会计师事务所的道德沦丧

在我年轻的时候，大型的会计师事务所是非常正派的地方，没有人赚脏钱。但在过去的25年来，它们逐渐做出一些糟糕的行为。你一旦开始做坏事，那么第二次做就容易多了，到最后，你就会成为道德败坏的人。这个国家的大型会计师事务所居然为了钱而明目张胆地做假账，帮助客户逃税……

太多的律师和会计师事务所参与了不可告人的事情。例如，它们收取应变费和保密费，提供逃税服务，这绝对是令人厌恶的事情。

为了让你更好地理解那些顶尖的伪造避税用的财务报表的审计师事务所坏到什么程度，我想告诉你一件事，有个人曾经跟我说，他们比其他事务所做得更好，因为他们只为最大的20家客户提供这项服务，所以没有人会发现。

激进会计法

我们被（在美国企业界泛滥的）激进会计法吓坏了，所以尽量采用保守的会计法。保守的会计法有助于我们的生意决策和保护伯克希尔。我们怎么可能去做那些可能有悖于我们的道德准则的事情呢？

创造性会计（伪造账目）绝对是对文明的诅咒。人们可以说复式簿记法是历史的一大进步。可是利用会计来造假和骗人是可耻的行为。在民主国家里，往往需要丑闻才能撬动改革。安然是企业文化长期出毛病的最典型例子。

EBITDA的误用

我认为，你每次看到EBITDA（即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润）这个词汇，你都应该用“狗屁利润”来代替它。

安达信

我认为（所发生的一切对安达信那些无辜职员来讲）是非常不公平的，但没有失败的资本主义，就像没有地狱的宗教。当事情糟糕到这种地步，又缺乏内部控制体系——安达信就没有（内控体系）——也许应该有个事务所要倒掉。

我们不会做任何有可能导致伯克希尔垮台的事情。安达信特别脆弱，因为它是合伙制企业。合伙制企业在采取举动和选择客户等方面必须额外谨慎。

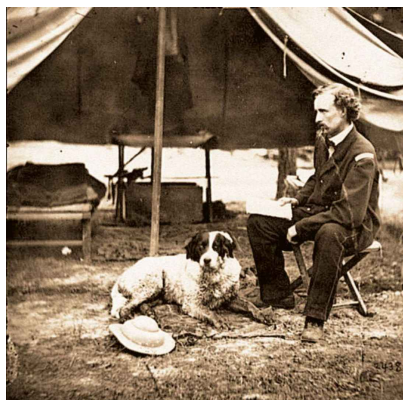
美国养老基金的会计丑闻

当前这种（假设养老基金能够获得高得脱离现实的回报率）做法是愚蠢而且不正当的。但如果你跟管理人员提出来，他们的眼睛在敌意来

临之前就已经瞪上你了。

养老基金的会计由于利用了脱离现实的假设而陷入了丑闻。以最近的事情推断未来是人类的本性，但要是公司管理者们也这么想，那就太糟糕了。

IBM刚刚将它对养老基金回报率的预期调高到10%。绝大多数公司（在2000年）的回报率是9%。我们认为6%更为现实一些。该公司的领导也许相信这个数字是可以达到的——他们都是诚实的人——但从潜意识层面来说，他们相信它，是因为他们想要相信它。它能让盈利显得很好，这样他们就能推动股价上涨了。



不现实的假设

亚伯拉罕·林肯曾经问：“如果你把尾巴称为腿，那么一只狗有几条腿呢？四条。将尾巴称为腿，并不能让它就变成腿。”同样地，会计师说你的养老基金能够赚取9%的利润，单凭这种说法并不能魔法般地让你在未来拥有可靠的实际收益。

——巴菲特



《弹吉他的女孩》（The Guitar Player）维梅尔·德尔夫特，1672年，伦敦，肯伍德博物馆。

“谁给我面包吃，我就给谁唱歌。”

下面这句谚语很好地总结了那些会计人员什么话也不说的原因：“谁给我面包吃，我就给谁唱歌。”我认为你正从美国的会计系统得到一些非常愚蠢的数据。我觉得他们可能不是故意要撒谎，但也有可能是。

糟糕的会计法导致道德沦丧

有着宽松会计标准的人会引来其他人做出极其可怕的举动。那是造孽，绝对是造孽。如果你携带几大桶钞票经过贫民窟，又不好好看管它们，那么你就犯了很严重的罪行，因为你会惹来许多糟糕的行为，而糟糕的行为是会传染的。同样地，命令会计师草率地做账是一种真正的罪孽，也是一种愚蠢的经商方法。

对股票期权的批评

作为报酬的股票期权

如果你瞧瞧股票期权的后果，你将会看到许多可怕的行为。给一个亲手创办公司、已经六十几岁的CEO大量的期权，试图以此刺激他对该公司的忠诚，这是一种精神错乱的想法。玛约医疗中心（Mayo Clinic）的医生或者克拉法斯律所（Cravath）的律师在六十几岁时还会为了期权而更加努力地工作吗？

我们的股东也知道，我们的体系不同于绝大多数大型的公司。我们认为它不那么变化无常。股票期权体系可能会使某些什么事情都没做的人得到大量的回报，而应该得到很多报酬的人却什么都没有。除非我们收购的公司原来就实行了（股票期权制度），否则我们不会使用它。

期权估值和布莱克——舒尔斯模型

布莱克——舒尔斯模型对短期的期权而言是有效的，但如果期权是长期的，而且你认为你（对期权涉及的资产）有所了解，那么使用布莱克——舒尔斯模型是一种很神经的做法。

布莱克——舒尔斯模型是一套“一无所知”的系统。如果你对价值毫不了解，只了解价格，那么利用布莱克——舒尔斯模型，你能够很准确地猜出为期90天的期权到底值多少钱。但如果期权比90天更长久，那么使用这个模型就有点神经啦。

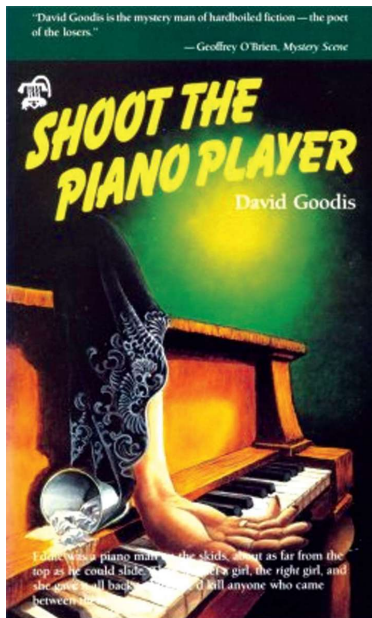




一个合适的目标

我们将要打造一家优秀的公司，必须为长远的利益考虑。我知道每个人都这么说，所以当我重复这句话的时候，我听起来有点老调重弹，但那向来是我们对待我们公司的态度。如果我们做的事情都是正确的，那么股票的价格自然会好起来，我们的股东也将会得到很好的回报。

——詹姆斯·塞内加尔好市多CEO



举例说吧，我们在好市多发行了执行价分别为30美元和60美元的股

票期权，而布莱克——舒尔斯模型认为60美元的期权价值更高。这简直是疯了。

股票期权的会计法

那种认为期权没有成本的理论导致大量的公司滥用期权，这种情况对美国来说是很糟糕的，因为人们会认为公司的薪酬是不公平的。

我已经厌倦了这个话题。这个话题我已经讲了很久啦。用错误的会计法来经营一个文明世界实在是很糟糕的。这就好比修建桥梁的时候，把工程设计搞错了。当那些颇有声望的人也说股票期权不应该算为成本支出的话，这就太过分了。

股票期权不但会增加企业的成本，还会稀释股权。任何反对这种看法的人都是神经病。

这些人（投票支持不将股票期权算为成本的88名参议员）是愚蠢而可耻的。他们知道那是错误的，偏偏还那么做。

这件事从头到尾都让人恶心。

我宁愿在妓院弹钢琴谋生，也不愿像约翰·多尔（注：著名硅谷风险投资家，但因强烈反对将股票期权算作成本而广受诟病）推荐的那样，靠股票期权来赚钱。

对金融机构和衍生品的警告

金融机构的风险

金融机构的本质决定了它很容易阴沟里翻船。你有可能放贷太多，进行了愚蠢的收购，或者过度借贷——不仅仅是衍生品（才会让你倒闭）。也许没有人像我们这样，但我们对金融风险特别敏感。当金融机构想努力表现时，我们就会感到紧张。

我们尤其害怕那些大量举债的金融机构。如果他们开始说起风险管理有多么好，我们就会很紧张。

我们比其他人更加警惕。如果感到不安，我们很快就会把大量的钱抽出来。这是我们的经营方式——你必须适应它。

衍生品

衍生品系统简直是神经病，它完全不负责任。人们以为的固定资产并不是真正的固定资产。它太复杂了，我在这里没办法说清楚——但你无法相信涉及的金额达到几万亿美元那么多。你无法相信它有多么复杂。你无法相信衍生品的会计工作有多难。你无法相信人们对企业的价值和清算能力的一厢情愿的想法会产生多大的激励作用。





衍生品的长尾

抓住猫尾巴，把猫倒提起来的人，将会学到他在别的地方学不到的教训。

——马克·吐温

各种形式的衍生品和保险产品的本质决定了它们拥有风险的“长尾”。可能要经过好几年，才能测算某项交易的亏损或收益。那些错误地评估了真实风险的保险公司或者金融机构通常会体验到马克·吐温在上面提及的那种痛苦教训。

衍生品的误用：疯帽匠的茶话会

“再来点茶呀，”三月兔非常热情地对爱丽丝说。

“我还没喝过，”爱丽丝不高兴地说，“我怎么能再来点呢。”

“你是说你不能少来点吧，”帽匠说，“再来比不来容易多啦。”

——摘录自刘易斯·卡罗尔的《爱丽丝漫游奇境记》

在刘易斯·卡罗尔的《爱丽丝漫游奇境记》中，帽匠（许多人都管他叫“疯帽匠”）是个神秘人物，他在一次茶话会上遇到爱丽丝，后来也作为一次审判的见证者出现。帽匠的“真人”通常被认为是瑟奥菲鲁斯·卡特，他发明的闹钟床曾在1851年的世界博览会上展出，能够在设定的时间把人弄醒。卡特后来拥有一家家具店，以“疯帽匠”闻名，因为他有个习惯，就是带着高帽站在家具店门口。据说约翰·滕尼尔爵士曾经到牛津去，以卡特为原形，画出了他为《爱丽丝漫游奇境记》中的帽匠所作的插图。



人们不去考虑后果的后果：人们开始只想对冲利率变化带来的风

险，这是非常困难和复杂的事情。然后呢，对冲操作导致了（公布的盈利）波动。所以他们用新的衍生品来抹平。这个时候你就不得不说谎了。这就变成了“疯帽匠的茶话会”。那些庞大的、复杂的公司会出现这种情况。

必须有人站出来说：“我们不做这种事情——因为这太难了。”

我认为，要测试任何（有显著衍生品风险的）大型机构的管理人员的智力和道德水准，最好的方法是问他们：“你真的能理解你的衍生品账目吗？”如果有人说是，那这个人要么疯掉了，要么是在说谎。

说起能源衍生品（的情况），你会更容易理解（这种危险）——它们全部完蛋了。当（那些公司）想要动用他们的账本上写着的财产时，钱并不在那里。而说到金融资产，这样的结局还没有出现，会计规则也还没变，所以这种结局会在将来出现。

衍生品有很多条款说如果一方的信用被调低，那么它必须增加抵押金。那就像股票账户的贷款保证金一样——你将会（由于增加更多的保证金而）破产。为了保护自己，他们引入了不稳定的因素。似乎没有人意识到他们创造的系统是一个大灾难。那是一个疯狂的系统。

在工程领域，人们拥有很大的安全边际。但在金融界，人们根本不考虑安全。他们只是追求扩张扩张扩张。做假账为此推波助澜。对此我比沃伦更加悲观。

衍生品的会计法

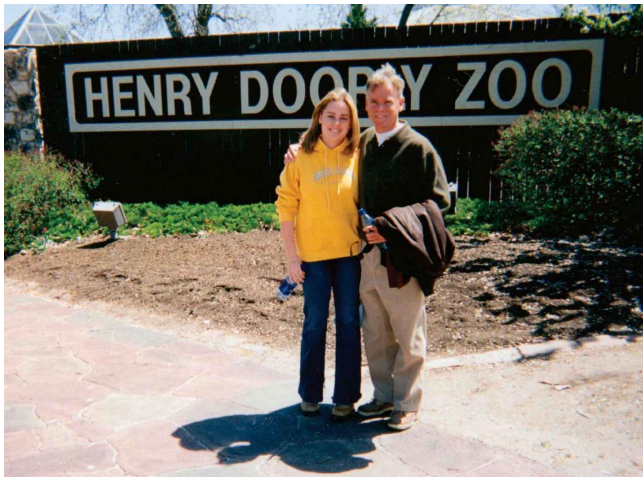
我非常讨厌将GAAP（公认会计准则）应用于衍生品和掉期协议。摩根大通为了虚报的前端收入将自己彻底出卖给了这种会计准则。我觉得这种做法很无耻。

这种做法很疯狂，会计人员出卖了自己的职业操守。每个人都屈服了，采用了宽松的（会计）标准，创造出和各种理论模型相关的怪异衍生品。结果就是，产生了大量由会计人员捏造出来的利润，而不是真实的收益。当你想动用那笔钱的时候，它就消失不见了。它从来就不曾存在过。

它（衍生品的会计法）就是这么恶心。它像阴沟那么臭，如果我猜

得没错，那些公司将会付出沉重的代价。你所能做的就是想好当账本上那些衍生品破灭时该怎么办。

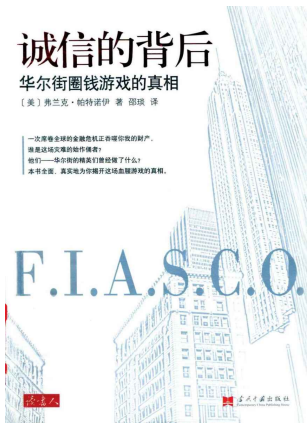
说美国衍生品的会计法像阴沟是对阴沟的侮辱。



爸爸，那个关于阴沟的笑话是你说的啊。

——玛姬·考夫曼

18岁时和父亲彼得·考夫曼在2002年伯克希尔·哈撒韦股东年会上



“如果你是个头脑正常的人，曾经有一个月认真钻研大型的衍生品业务，你肯定会感到恶心。你会觉得它是刘易斯·卡罗尔（《爱丽丝漫游奇境记》的作者）。你会觉得它是‘疯帽匠的茶话会’。这些人虚假的精确更是让人难以置信。他们把最糟糕的经济学教授奉为神

明。去看《诚信的背后：华尔街圈钱游戏的真相》（又名《泥鸽靶》）那本书，作者是做过衍生品交易员的法学教授弗兰克·帕特诺伊，他揭露了华尔街规模最大、声望最佳的公司之一的衍生品交易黑幕。这本书会让你想吐。”

衍生品破灭的可能性

我们试图卖掉通用再保险公司的衍生品业务，但没有成功，所以我们开始清算它。我们不得不大幅削减价格。我非常有把握地预测（美国的）主要银行无法以账本上的价格清算它们持有的衍生品。结局什么时候出现，会有多么糟糕，我现在说不准。但我担心后果会很可怕。我认为将会出现比能源领域更大的问题，你看看能源领域被破坏成什么样就知道了。

在未来五到十年里，如果美国没有遇到（和衍生品相关的）大问题，我将会非常吃惊。

我认为我们是美国惟一甩掉衍生品账本的大型公司。

对于已经很有钱的公司而言，比如说伯克希尔，去从事这种业务是很神经的想法。对大银行来讲，衍生品是一桩疯狂的生意。

对律师、律师事务所和诉讼的批评

律师事务所的道德沦丧



对于为恶棍辩护并帮助他们逃脱法律的制裁，我从来没有哪怕一丁点的兴趣。但很多人认为，约翰尼·科克兰做得很漂亮（帮助O. J. 辛普森开脱）。

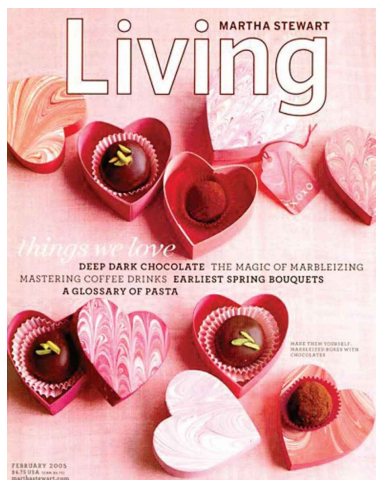
律师搞砸了玛莎·斯图亚特的案件

玛莎·斯图亚特的情况就是她听到了某些消息，吓坏了，于是赶紧把股票卖掉。结果表明，如果她当时说出真相，那就没事了。但因为她的隐隐约约觉得她做的事情是错误的，当检察官前来调查时，她编了虚假的故事欺骗他们，那可是重罪。而她这些行为居然是在聘请了那些著名的大律师之后做出的！我敢肯定他们收了很多律师费。这些事可不是我编出来的。

如果我是她的律师，我将会说：“你知道吗，玛莎，你说的故事很有趣，我是你的律师，我必须相信你，可是其他人没有这样的义务。所以，你要么跟我说另外一个故事，要么把这个故事告诉另外一个律师，因为我不喜欢打输官司。”这样就行了。就是这么简单。准确地说，她是因为请了律师之后的行为才进的监狱！

侵权赔偿制度

尤其有害的是原告方律师协会的权力越来越大。州最高法院的法官通常都是终身任职的。但如果严重得罪某些重要的团体，比如说原告方律师协会，他们的地位就会岌岌可危。因此，法官允许垃圾科学之类的东西存在。



玛莎·斯图亚特出生并成长在新泽西州的纳特利市，她是“优雅生活”的代表人物。她的餐饮、出版和广播帝国包括广受欢迎的电视节目《玛莎·斯图亚特现场直播》。2004年，在由于较早抛售ImClone公司股票而遭到调查时，她被判犯了妨碍司法公正罪和欺骗检察官罪。当年下半年，她被判入狱五个月。

由于侵权赔偿制度，已经富裕的公司要避开很多领域。比如说，有家公司研发了一种新的警察头盔，它的安全性更高，质量更好；但这家公司把产品卖给了一家具有抗判决性的公司（因为头盔开发公司害怕法律责任风险）。如果伯克希尔从事为机场提供保安的业务，那将是很疯狂的。侵权赔偿制度不利于一些最好的企业进入某些行业。

石棉和侵权制度改革

石棉事件就演变成了有大量欺诈行为的情况。严重受伤的人正在继续受伤害（因为越来越多的钱流向了原告律师和那些目前没有受伤的索赔者）。最高法院确实有请国会干预，但国会受到出庭律师的影响，拒绝了最高法院的请求。未来五年如果出现什么有建设性的解决办法，我将会非常吃惊。我预测未来这种乱七八糟的情况会越来越多。

石棉事件是这样的，有一群人患上了间皮瘤——这是一种可怕的癌症，只有长期接触石棉才会罹患，它能致人死亡。然后，有另外一群人每天吸两包香烟，肺部出现了一些阴影，他们也要求索赔。那么你请一名律师，律师找个医生来证明每一处阴影都是由石棉引起的。只要你有有效地贿赂医生，那么你就能让几百万个人因害怕得肺癌而提出诉讼。



但是钱不够（支付给所有的索赔者），所以那些确实受到伤害的人并没有得到足够的赔偿。在美国南部某个州的法官仇视所有的大公司（原告得到一大笔赔偿金），但律师把钱从受伤者那里偷走了，把钱给了那些没有资格获得赔偿的人。这是个很神经的系统，但由于美国实行的是联邦制，没有办法阻止这样的事情发生。最高法院拒绝干预。

试图靠花钱来息事宁人，就像试图用汽油来灭火一样。有了文字处理程序，律师能够轻而易举地捏造无穷多的索赔者。但只有25%的钱给到索赔者手里——其他的都被律师、医生等等拿走了。

如果对此不以为然，请你看看他们是怎么做伪证的。现在只剩下三家（面临因石棉致癌而遭到起诉的）溶剂公司，所以原告方（当回忆起几十年前他们接触过哪家公司的产品时）只需要记住这三家公司的名字。这是在执业律师教唆下做假证的案例。

惟一能够解决这个问题的是最高法院或者国会。最高法院拒绝干预，有些人可能会说这是对的，（但我觉得）他们没胆量干预。至于国会，由于政治方面的原因，到目前尚未插手。

这里有个重要的教训：坏人一旦变得有钱，他们将会获得巨大的政治力量，你就无法阻止他们干坏事了，所以关键是把这类事情扼杀在萌芽状态。

解决这个问题的方法很简单：正确的方法是申明我们不会为所有这些小额赔偿要求买单。



最高法院由美国首席大法官和其他几名（目前是八名）由国会任命的大法官构成。根据1799年的《司法法》，美国最高法院拥有最终的司法权。它每年受理的案件大约有8000件。

美国政府对微软的诉讼

（2000年4月）有些人拿着美国纳税人支付的薪水，却兴高采烈地

想要削弱我们取得很大领先优势的领域！

每个企业都试图把今年的成功转换成明年更大的成功。我很难理解微软这么做何罪之有。如果这是一种罪，那么我希望伯克希尔·哈撒韦所有的子公司都是罪人。



我是少数几个不停地祈祷比尔·盖茨取得更大成功的美国人之一。我觉得我们这些书呆子应该团结一致。

——芒格

思维模型

多元思维模型的重要性

你必须知道重要学科的重要理论，并经常使用它们——要全部都用上，而不是只用几种。大多数人都只养成一个学科——比如说经济学——的思维模型，试图用一种方法来解决所有问题。你知道谚语是怎么说的：“在手里拿着铁锤的人看来，世界就像一颗钉子。”这是一种处理问题的笨方法。

遇到不同的公司，你需要检查不同的因素，应用不同的思维模型。我无法简单地说：“就是这三点。”你必须自己把它（投资技巧）总结出来，一辈子深种在你的大脑中。

如果你用的是许多学生使用的那种学习方法，那你将无法掌握你需要的那100种思想——那些学生学得很好，接着把知识丢回给他们的教授，拿到一个分数，然后就把知识清空，就好像放掉浴缸里的水，以便下次装更多水那样。如果这是你用来学习那100种思维模型的方法，在生活中你将会一无所获。你必须认真学习这些模型，让它们变成你随时能够使用的本领。



查理通常会对知识面狭窄作出如下的诊断“在手里拿着铁锤的人看来，世界就像一颗钉子。”

顺便说一下，没有规则要求你不能增加一两个新的模型，即使你已经步入晚年。实际上，我现在还在不断学习。不过大多数有用的模型是

在年轻时学到的。

我推荐的这些精神领域是非常快乐的，没有人愿意从那里离开。离开就像砍断自己的双手。

不自欺的精神

大量的人很荒唐地死抱着错误的观念不放。凯恩斯说：“介绍新观念倒不是很难，难的是清除那些旧观念。”

不自欺的精神是你能拥有的最好的精神。它非常强大，因为它太少见。

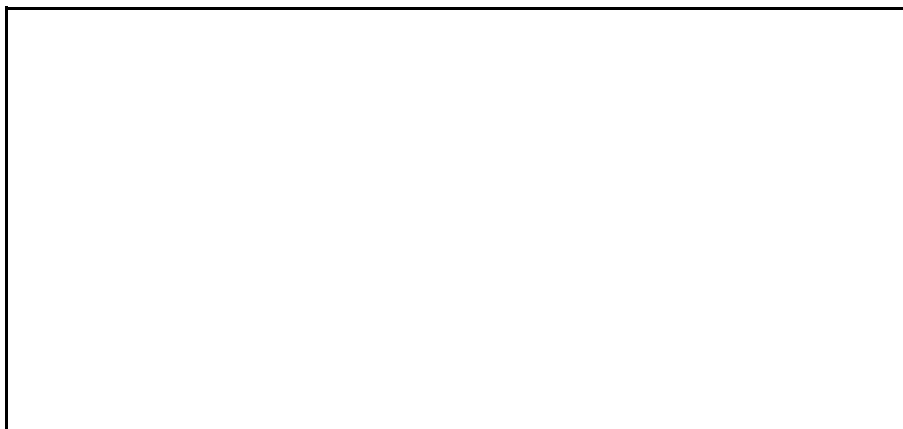
常（非常）识

得到系统的常（非常）识——非常基础的知识——是一种威力巨大的工具。电脑带来的危险非常多。人们计算得太多，思考得太少。

拥有常识不但意味着有能力辨认智慧，也意味着有能力拒绝愚蠢。如果排除了许多事情，你就不会把自己搞得一团糟。

我们看很多书。我认识的聪明人没有不看很多书的。但光看书还不够：你必须拥有一种能够掌握思想和做合理事情的性格。大多数人无法掌握正确的思想，或者不知道该怎么应用它们。

你拥有的基本知识越多，你需要吸取的新知识就越少。那个蒙上眼睛下棋的家伙（他是个象棋大师，在伯克希尔·哈撒韦开年会那个周末赶到奥马哈展示他的棋技，蒙上眼睛同时跟好几个人对弈）——他拥有关于棋盘的知识，这使他能够那么做。





大地是平的还是圆的？

早在公元140年，托勒密绘制了一张将大地描绘成球体的地图。中世纪的教会拒绝这种希腊思想，称之为邪教：大地是平的——大地之上是天堂，之下是地狱，两者之间生活着男人和女人。在数百年里，水手害怕看不到陆地，海上航行都紧紧靠着海岸线。但从14世纪开始，海洋探险活动此起彼伏——众多岛屿、国家和大陆都被发现了。许多探险家——马可·波罗、克里斯托弗·哥伦布、瓦斯科·达伽马——完成了发现之旅。已知世界随着每次远航而扩张，直到每个愿意直面证据的人都能明白大地确实是圆的。最终，麦哲伦舰队惟一幸存的轮船维多利亚号环绕世界一圈，终结了这个争议。

未知的地界，丹尼尔·布尔斯廷的著作《发现者》的封面插图，出自贝特曼档案馆收藏的16世纪木刻画。



Henry E. Singleton

亨利·辛格尔顿

(Henry E. Singleton , 1916-1999)

亨利·辛格尔顿拥有美国商界最杰出的经营和资产配置记录.....
如果有人挑出100名顶尖商学院的毕业生，把他们取得的成就凑起来，也比不上辛格尔顿。

——沃伦·巴菲特，1980

经商和象棋大师

辛格尔顿是Teledyne公司的联合创办人，担任这家位于洛杉矶的跨国公司总裁长达30年之久。他原先读的是海军学院，后来转学到麻省理工学院，在那里得到了学士、硕士和博士学位，专业是电子工程学。他是极其优秀的棋手，距离特级大师只差100个积分，能够不看棋盘跟人对弈。

从1963年到1990年，Teledyne每年给股东的复合回报率达到了令人震惊的20.4%——同期标准普尔的回报率是8%。在1972年到1984年间，辛格尔顿聪明地回购了90%的Teledyne流通股，他是现

代商业史上罕有其匹的管理人员和资产配置大师。

和沃伦·巴菲特一样敬佩亨利·辛格尔顿的查理问：“考虑到这个人的才华和业绩，我们很好地吸取了他的经验了吗？”

对高等教育的批评



柏拉图

(Plato, 公元前427年——公元前347年)

普遍认为古希腊的高等学术研究机构——学园——是柏拉图创办的。作为学术机构，学园注重知识的探索、累积和代代相传。

致命的无关联性

(美国的大学)有很多毛病。要是我的话，我会砍掉四分之三的院系——除了自然科学，一个都不留。但没有人会这么做，所以我们不得不忍受那些毛病。(高等教育)错误程度让人吃惊。学科之间毫无关联，这是致命的。大学里每个系都有些看不见大环境的古怪家伙。

我认为美国各所主要大学的人文社科教授的观点都经不起推敲，至

少他们的公共政策理论是这样的。（不过呢，）他们可能对法语了解蛮多的。

怀特海（注：阿尔弗雷德·诺斯·怀特海，1861——1947，英国数学家、哲学家和教育理论家，“过程哲学”创始人，与伯特兰·罗素合著《数学原理》）曾经指出，学科各自孤立的情况是致命的，每个教授并不了解其他学科的思维模型，将其他学科和他自己的学科融会贯通就更别提了。我想怀特海讨厌的这种研究方法有一个现代的名字，那个名字叫作神经研究法。



怎样变得幸福、富裕，以及其他建议

如何获得幸福和成功

如果你在生活中惟一的成功就是通过买股票发财，那么这是一种失败的生活。生活不仅仅是精明地积累财富。

生活和生意上的大多数成功来自你知道应该避免哪些事情：过早死亡、糟糕的婚姻等等。

避免染上艾滋病、在路口和火车抢道以及吸毒。培养良好的心理习惯。

避免邪恶之人，尤其是那些性感诱人的异性。

如果因为你的特立独行而在周围人中不受欢迎……那你就随他们去吧。

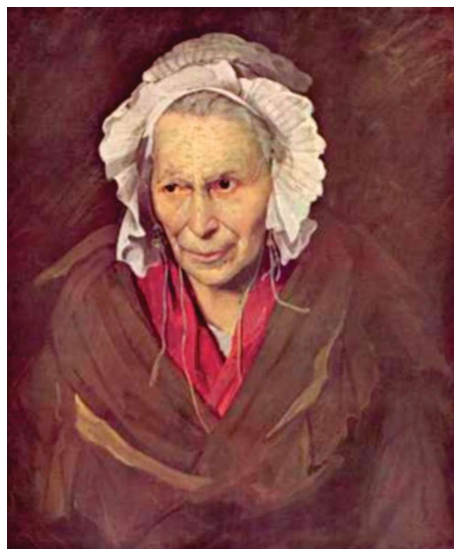
满足于你已经拥有的

这里是一句你的投资顾问可能会反对的真话：如果你已经相当富裕，而别人的财富增长速度比你更快，比如说，在投资高风险的股票上赚了钱，那又怎样呢？！总是会有人的财富增长速度比你快。这并不可悲。

看看斯坦利·德鲁肯米勒（他管理乔治·索罗斯的基金，由于投机高科技股票和生物科技股票而蒙受惨重的损失）吧：他总是必须成为最好的，无法容忍其他人在这些投资领域击败他。



《尤利西斯与海妖塞壬》（Ulysses and the Sirens）
[英]赫尔伯特·詹姆斯·德拉珀尔（1863——1920），油画，私人藏品。



《疯女人》
（Madwoman，又名《过度嫉妒》）泰奥多尔·席里科（1791-1824），油画，法国里昂美术馆。

索罗斯无法忍受其他人从科技产业赚钱而自己没有赚到，他亏得一塌糊涂。我们根本就不在意（别人在科技产业赚了钱）。

提防妒忌

关注别人赚钱（比你）更快的想法是一种致命的罪行。妒忌真的是一种愚蠢的罪行，因为它是仅有的一种你不可能得到任何乐趣的罪行。它只会让你痛苦不堪，不会给你带来任何乐趣。你为什么要妒忌呢？

如何致富

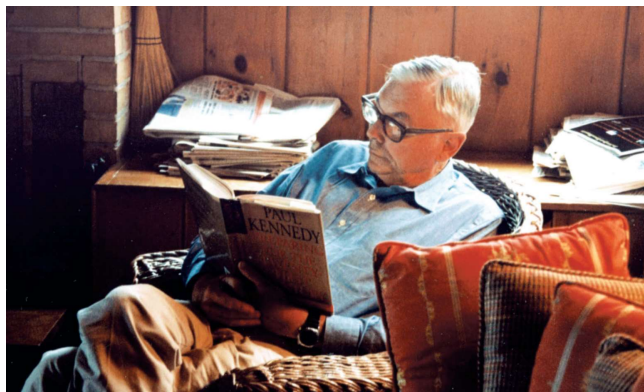
（有个年轻的股东问查理要怎样才能追随他的足迹，查理的回答折服了在场的所有人。）

许多年轻的生意人都问我们这个问题。这是一个聪明的问题：你看见某个有钱的老头，然后问他：“我要怎样才能变得像你一样呢？”

每天起床的时候，争取变得比你从前更聪明一点。认真地、出色地完成你的任务。慢慢地，你会有所进步，但这种进步不一定很快。但你这样能够为快速进步打好基础……每天慢慢向前挪一点。到最后——如果你足够长寿的话——大多数人得到了他们应得的东西。

如何找到好配偶

找到好配偶的最佳方法是什么呢？惟一的最佳方法是你首先必须值得拥有好配偶，因为从定义上来说，好配偶可绝不是傻瓜。



我总是把天堂想像成某种图书馆。

——乔治·路易斯·博尔赫斯

阅读的重要性

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。沃伦读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。我的孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。

我本人是个传记书迷。我觉得你要是想让人们认识有用的伟大概念，最好是将这些概念和提出它们的伟人的生活 and 个性联系起来。我想你要是能够和亚当·斯密交朋友，那你的经济学肯定可以学得更好。和“已逝的伟人”交朋友，这听起来很好玩，但如果你确实在生活中与已逝的伟人成为朋友，那么我认为你会过上更好的生活，得到更好的教育。这种方法比简单地给出一些基本概念好得多。



减少物质需求

大多数人将会发现回报率下降了（由于通货膨胀）。如果你担心通货膨胀，最好的预防手段之一就是在你的生活中别拥有大量愚蠢的需求——你不需要很多物质的商品。

慈善

（沃伦和我）觉得我们这些非常幸运的人有责任回馈社会。至于是像我这样在活着的时候捐赠大量的钱，还是像沃伦那样，先捐一点，（等去世之后）再捐很多，那是个人喜好的问题。我恐怕不会喜欢人们整天问我要钱。沃伦更无法忍受这种情况。

避免欠债

你一旦走进负债的怪圈，就很难走出来。千万别欠信用卡的钱。你无法在支付18%的利息的情况下取得进展。

公立学校的衰落

你完全可以说这（公立学校的衰落）是我们时代的主要灾难之一。我们将地球史上最大的成功之一变成了地球史上最大的灾难之一。

日本的经济衰退

日本的经济衰退足以令每个人大惊失色，它持续了十年，尽管利率低于1%。政府把所有的货币政策游戏都玩过了，但毫无用处。如果你向哈佛大学的经济学家描绘这种情况，他们会说这是不可能的。然而与此同时，香港却出现了资产泡沫。为什么？因为日本和中国拥有两种非常不同的文化。中国人喜欢赌博。

这个经典的例子说明了为什么成功的投资者必须吸取各个学科的知识。想像一下有个经济学家在经济学研讨大会上站起来说出我的解释。那将会是政治不正确！但经济学的工具无法解释现实的情况。

幽默

※我宁愿将毒蛇丢进我的衬衣里，也不愿聘用一名薪酬顾问。

※（在鸡尾酒会上，有人问查理是否会弹钢琴，查理回答说：）“我不知道，我从来没试过。”

※如果某个吸引我的人同意我的观点，我就会很高兴，所以我对菲尔·费舍尔有很多美好的回忆。

※当然，自我表扬起到的积极作用一般来说比别人的表扬要大。实际上，今天在这里为你们演讲的人可能就会遇到这样的问题。

※如果你把葡萄干和大便搅在一起，你得到的仍然是大便。（这是他在将互联网与科技给社会带来的好处和这些行业的股票投机的恶果进行对比时所说的话。）

※在企业界，如果你聘请了分析师，在并购时进行了尽职调查，却不具备常识，那么你遇到的将会是地狱。

※我们很久没有进行收购啦，所以那（问我们当我们交易时对市场造成的影响）就像问瑞普·凡·温克尔20年前的事情一样。

※当年我刚到加利福尼亚州的时候，那里的议会尚不健全，受到赌场老板、马会所有者和卖酒商人的控制，这些人请议员们吃喝嫖赌。和今天健全的议会相比，我想我更喜欢当时的情况。





我向来不喜欢查理拿葡萄干来打比方。但我说什么也没有用，
不管怎么样，他都会继续使用那个比喻。

——南希·芒格



本杰明·富兰克林是个非常好的大使，而促成他去法国的，（我敢肯定）是他和约翰·亚当斯之间的意见分歧。

※（关于《深奥的简洁》那本书）想要理解万物是非常困难的，但如果你无法理解它，你可以把问题交给一位比你聪明的朋友呀。

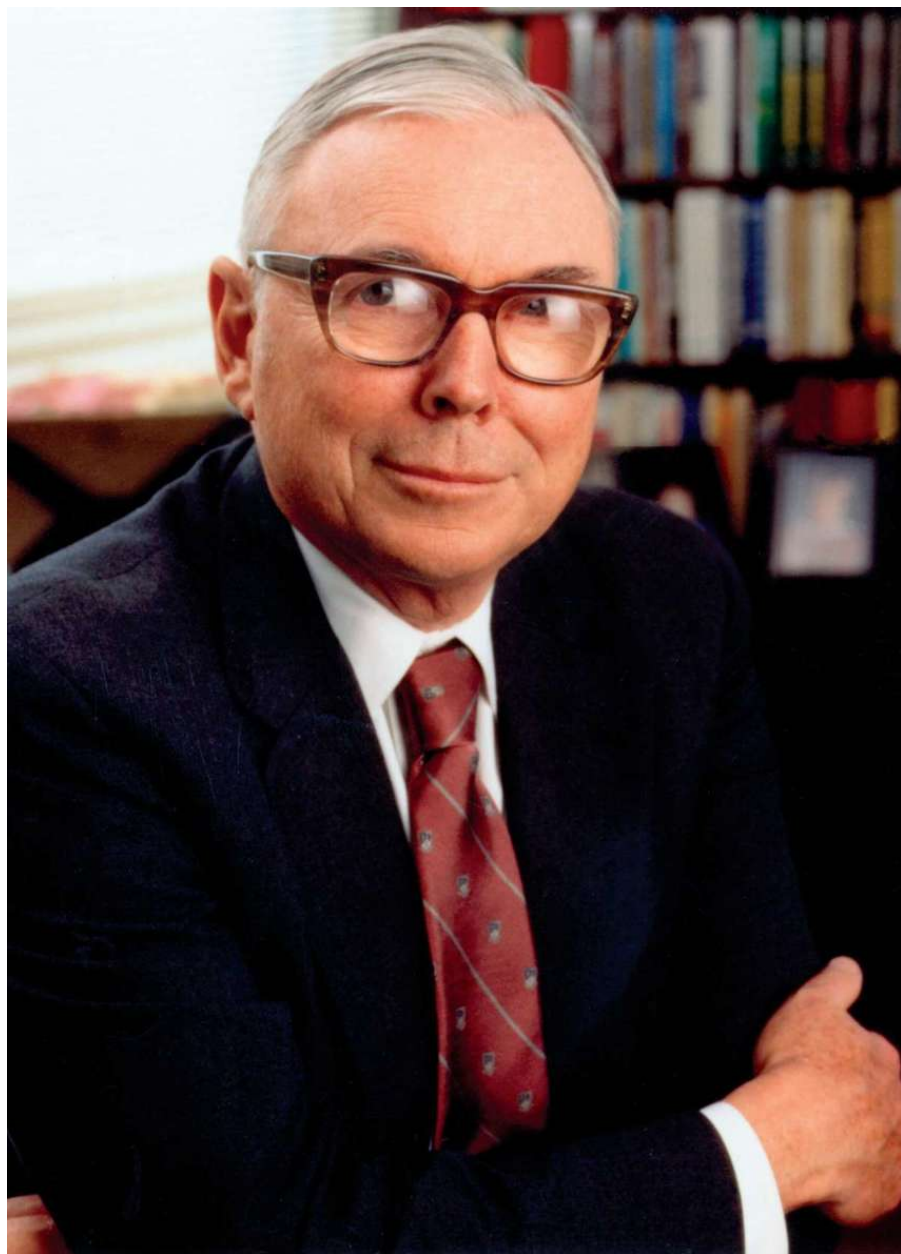
※如果你取得了很高的地位，那么你必须遵守某些行为规则。如果你是一个喜欢酗酒的铲沙工人，你可以去脱衣舞俱乐部；但如果你是波士顿的主教，那你就不应该去了。

※我想那些喜欢当监狱看守的人不会是天生品德高尚的人。

※你不会想成为那个电影制片人的。很多人出席了他的葬礼，但人

们只是想确定他已经死了。你也不会想成为另外一个家伙，在那人的葬礼上，神父说：“有人愿意站起来，对死者说点好话吗？”最后有个人说：“好吧，他的兄弟更糟糕。”

※（在1999年伯克希尔·哈撒韦的年会上，有人问查理2000年千年虫的问题，他回答说：）我觉得很有趣竟然有这样一个问题。你知道吗，可以预测，2000年将会到来。



辛普森谈芒格

当我第一次遇到查理·芒格的时候，我知道他是个特别的人，但直到对他有更深入的了解之后，我才发现他有多么特别。我和查理相识到现在已经25年了，我有机会看到他在许多情况之下的表现，包括1990年代初期发生的所罗门债券危机，当时我们都是该公司董事会的成员。

查理身上某些性格特点组合，我可以肯定我从未在其他人身上看到过。他聪明绝顶，兴趣广泛，似乎从来不会忘记任何事情，哪怕是很深奥或者很细小的事情。他最大的优点是诚实、道德和正直的绝对坚持——查理从来不为自己“攫取”非分之物，值得毫无保留地信任。如果这些还不够，他还拥有一种最适合投资的理想性格：毫不妥协的耐心，自律，自控——无论遭受多大的压力，查理从来不会动摇或者改变他的原则。

这么多年来，我们非常幸运地拥有查理·芒格和沃伦·巴菲特这对天才来做我们的合伙人、导师和典范。这两位真的是非常罕见的人。



路易斯·辛普森
美国政府职员保险公司资产运营部总裁兼CEO

芒格谈辛普森



路易斯·辛普森是一位非常聪明、非常值得尊敬的人。我很高兴在今年（2005年）写给股东的公开信里，沃伦打印了路易斯过去25年来的投资业绩记录。连续两年、五年甚至十年打败市场平均收益率的事情并不是没有听过。但谁能想得到居然有人连续25年的年均回报率高于标准普尔500指数的增长率6.8个百分点！这份非凡的业绩记录足以说明问题——路易斯是我们这个时代最伟大的投资者之一。正如沃伦说的，他是“投资名人堂里的常胜将军”。

我非常清楚地记得1990年代末期路易斯是怎么处理互联网经济泡沫的。你无法想像他承受了多大的压力，年复一年，整个世界似乎获得大丰收，而他正确地、彻底地避开了那个泡沫，坚守基本的投资原则。在那些年，路易斯是一个了不起的楷模——聪明、可敬，坚守他的原则。

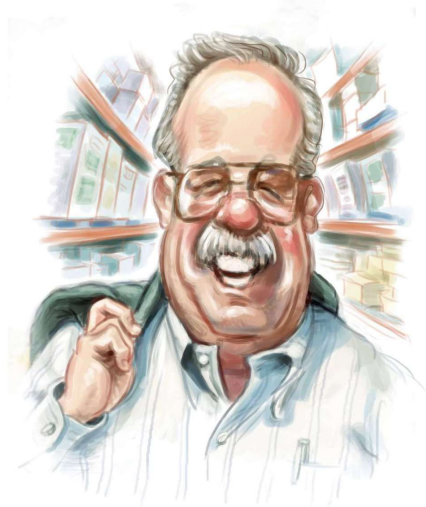
塞内加尔谈芒格

八年前，查理同意在洛杉矶的加州俱乐部和我共进午餐，于是我非常愉快地认识了他。我的目的是说服他加入好市多，成为我们的董事。刚见面时，查理说他非常喜欢在好市多购物，我一下子就喜欢他了；我们的对话不断被打断——当天去吃饭的还有另外500个人，每个人都想跟查理寒暄几句，而查理几乎能叫出他们所有人的名字——尽管如此，我们还是聊得很好。查理首先敏锐地指出好市多的会员制非常有价值。当然，后来我听说查理以节俭闻名，而省钱正是好市多吸引顾客的地方。但是，最重要的是，我更加清楚地认识到他的直率和基于常识的敏锐商业触觉。

后来他打电话给我，说同意担任董事，他称自己为“古稀老人”。他居然会跟从事仓储业的人说起这么文雅的词汇；他觉得我能听懂，这让我的虚荣心得到很大的满足。

自那以后，他尽到了董事的责任和义务。他的洞见、质询和支持使好市多的管理和运营都得到了改善。

除此之外，我们还常常能够学到芒格的智慧——我们真是幸运的人啊！



吉姆·塞内加尔
好市多仓储超市总裁兼CEO

芒格谈塞内加尔



你肯定无法相信好市多的仓储业务是多么高效和复杂。吉姆·塞内加尔是传奇式的企业经营者——就像卡内基、洛克菲勒或者詹姆斯·希尔。我认为他是20世纪最出色的五名零售商之一。他有那么好。

他每周工作80个小时，并在职业操守、正直、忠诚和无私方面为整个企业树立起杰出的榜样。他既是行动上的领袖，也是道德上的领袖。这些可不是微不足道的优点。

我们在好市多公司拥有属于我们自己的活着的、呼吸着的山姆·沃尔顿。

第四章

查理十一讲

查理·芒格决不怯于提供坦率的批评和有益的建议。每当他就某个问题发表看法，不管这个问题是腐败的商业行为、高等教育的失败，还是金融丑闻，他都会毫无保留地说出自己的看法。这并不意味着他这辈子只关注生活中的失败。他同样大方地讨论了终生学习的价值和成功婚姻的快乐。但不管是什么话题，查理总是能够分析得头头是道，他在过去20年的公开演讲中莫不如此。下面是查理十一次最好的演讲，其中有一讲是他特意为本书而精心准备的。请尽情享受吧。



第一讲 在哈佛学校毕业典礼上的演讲



第二讲 论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系



第三讲 论基本的、普世的智慧（修正稿）



第四讲 关于现实思维的现实思考？



第五讲 专业人士需要更多的跨学科技能



第六讲 一流慈善基金的投资实践



第七讲 在慈善圆桌会议早餐会上的讲话



第八讲 2003年的金融大丑闻



第九讲 论学院派经济学：考虑跨学科需求之后的优点和缺点



第十讲 在南加州大学GOULD法学院毕业典礼上的演讲



第十一讲 人类误判心理学



1986年，查理在洛杉矶的哈佛学校发表了“我这辈子惟一的演讲”，虽然他声称全世界学生可能都希望他放弃。当时恰逢菲利普·芒格——芒格家五个儿子中最小的一个——从这所中学毕业（该校原本是一所男子学校，现在也收女生，更名为哈佛——西湖中学）。

尽管查理谦虚地称自己缺乏“在重要的场合公开发表演讲的经验”，在这次简短的演说中，他展示了过人的修辞才华。我们也得以品味查理的价值体系和智慧。大多数毕业演讲者会选择描述如何获得幸福的生活。查理使用他在演讲中推荐的逆向思维的原则，令人信服地从反面阐述了一名毕业生如何才能过上痛苦的生活。

至于那些宁愿继续保持无知和郁闷的读者，建议你们千万别阅读这篇讲稿。

第一讲 在哈佛学校毕业典礼上的演讲



1986年6月13日

既然贝里斯福德校长在最老、服务年限最长的董事中挑选出一人来作毕业典礼演讲，那么演讲者有必要向大家交待两个问题：

1. 为什么作出这种选择？
2. 演讲有多长？

凭着我与贝里斯福德多年交往的经验，我先回答第一个问题。就像有人很自豪地向人们展示自己的马可以数到七，他正是以这种方式为我们学校寻求更高的声誉。马主人知道能数到七并非什么数学壮举，但是他期待得到首肯，因为马能够如此表现是值得炫耀一番的。

第二个问题，关于演讲有多长，我并不想预先透露答案。我怕说了之后，你们仰起的脸庞将不再充满好奇和满怀期待的神色，而你们现在的表情，正好是我喜欢看到的。

但我会告诉你们，我是怎样在考虑讲多久的过程中想到这次演讲的主题的。接到邀请的时候，我有点飘飘然。虽然缺乏在重要的场合公开发表演讲的经验，但我的胆量倒是练得炉火纯青。我立刻想到要效仿德摩斯梯尼和西塞罗，而且还期待得到西塞罗所给予的赞誉。当问到最喜欢德摩斯梯尼的哪一次演讲时，西塞罗回答：

“最长的那次。”

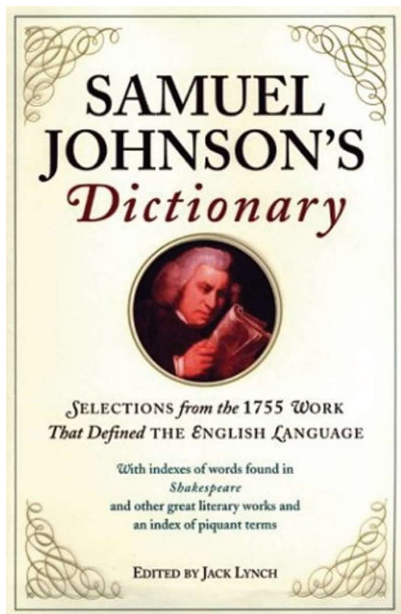
不过，在座的各位很幸运，因为我也考虑到塞缪尔·约翰逊的那句著名评语，当问及弥尔顿的《失乐园》时，他说得很对：“没有谁希望它更长。”这促使我思考，我听过的20次哈佛学校的毕业演讲中，哪次曾让我希望它再长些呢？这样的演讲只有约翰尼·卡森的那一次，他详述了保证痛苦人生的卡森药方。所以呢，我决定重复卡森的演讲，但以更大的规模，并加上我自己的药方。毕竟，我比卡森演讲时岁数更大，同一个年轻的有魅力的幽默家相比，我失败的次数更多，痛苦更多，痛苦的方式也更多。我显然很有资格进一步发挥卡森的主题。



西塞罗是诗人、哲学家、修辞学家和幽默家，也是伟大的罗马演说家。西塞罗认为公共服务是罗马公民的最高义务。他为那些遭到独裁统治者迫害的人辩护，使腐败的政府下台。在生命的末期，西塞罗领导元老院与安东尼展开斗争，战败的他在公元前43年付出了生命的代价。插图是《阅读中的少年西塞罗》（Young Cicero Reading），1464年，维琴佐·佛帕，华莱士博物馆，伦敦。

那时卡森说他无法告诉毕业的同学如何才能得到幸福，但能够根据个人经验，告诉他们如何保证自己过上痛苦的生活。卡森给的确保痛苦生活的处方包括：





塞缪尔·约翰逊

(Samuel Johnson , 1709——1784)

塞缪尔·约翰逊，英国作家，是他那个时代杰出的文学研究者和批评家，以妙语如珠而著名。约翰逊第一部有长久影响和为他奠定不朽声望的作品是1755年出版的《英语词典》。詹姆斯·博斯韦尔撰写的约翰逊传记很著名，它用大量有趣迷人的细节展示了约翰逊的生平、尖锐的言论和机智的妙语。

1. 为了改变心情或者感觉而使用化学物质；
2. 妒忌，以及
3. 怨恨。

我现在还能想起来当时卡森用言之凿凿的口气说，他一次又一次地尝试了这些东西，结果每次都变得很痛苦。

要理解卡森为痛苦生活所开处方的第一味药物（使用化学物质）比较容易。我想补充几句。我年轻时最好的朋友有四个，他们非常聪明、正直和幽默，自身条件和家庭背景都很出色。其中两个早已去世，酒精是让他们早逝的一个因素；第三个人现在还醉生梦死地活着——假如那

也算活着的话。

虽然易感性因人而异，我们任何人都有可能通过一个开始时难以察觉直到堕落之力强大到无法冲破的细微过程而染上恶瘾。不过呢，我活了60年，倒是没有见过有谁的生活因为害怕和避开这条诱惑性的毁灭之路而变得更加糟糕。

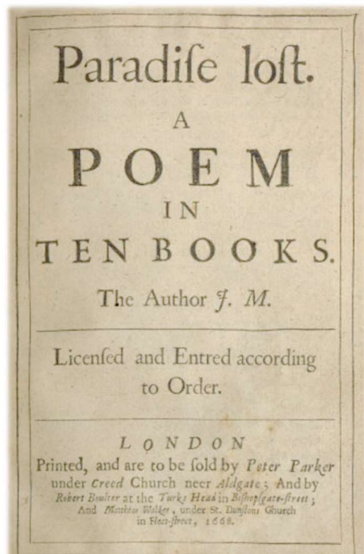
妒忌，和令人上瘾的化学物质一样，自然也能获得导致痛苦生活的大奖。早在遭到摩西戒律的谴责之前，它就已造成了许多大灾难。如果你们希望保持妒忌对痛苦生活的影响，我建议你们千万别去阅读塞缪尔·约翰逊的任何传记，因为这位虔诚基督徒的生活以令人向往的方式展示了超越妒忌的可能性和好处。



约翰·弥尔顿

(John Milton , 1608——1674)

约翰·弥尔顿是伟大的英国诗人，他最著名的作品是1667年发表的史诗《失乐园》。他那些感染力极强的散文和优雅的诗歌产生了巨大的影响，尤其是对18世纪的英国诗歌而言。弥尔顿还出版了保护公民权利和宗教权利的宣传手册。塞缪尔·约翰逊之所以说弥尔顿的诗歌太长，是因为《失乐园》共有12卷，长达数千行。



就像卡森感受到的那样，怨恨对我来说也很灵验。如果你们渴望过上痛苦的生活，我找不到比它更灵的药方可以推荐给你们了。约翰逊说得对，他说生活本已艰辛得难以下咽，何必再将它塞进怨恨的苦涩果皮里呢。

对于你们之中那些想得到痛苦生活的人，我还要建议你们别去实践狄斯雷利的权宜之计，它是专为那些无法彻底戒掉怨恨老习惯的人所设计的。在成为伟大的英国首相的过程中，狄斯雷利学会了不让复仇成为行动的动机，但他也保留了某种发泄怨恨的办法，就是将那些敌人的名字写下来，放到抽屉里。然后时不时会翻看这些名字，自得其乐地记录下世界是怎样无须他插手就使他的敌人垮掉的。

好啦，卡森开的处方就说到这里。接下来是芒格另开的四味药。

第一，要反复无常，不要虔诚地做你正在做的事。只要养成这个习惯，你们就能够绰绰有余地抵消你们所有优点共同产生的效应，不管那种效应有多么巨大。如果你们喜欢不受信任并被排除在对人类贡献最杰出的人群之外，那么这味药物最适合你们。养成这个习惯，你们将会永远扮演寓言里那只兔子的角色，只不过跑得比你们快的不再只是一只优秀的乌龟，而是一群又一群平庸的乌龟，甚至有些拄拐杖的平庸乌龟。

我必须警告你们，如果不服用我开出的第一味药，即使你们最初的

条件并不好，你们也可能会难以过上痛苦的日子。我有个大学的室友，他以前患有严重的阅读障碍症，现在也是。但他算得上我认识的人中最可靠的。他的生活到目前为止很美满，拥有出色的太太和子女，掌管着某个数十亿美元的企业。如果你们想要避免这种传统的、主流文化的、富有成就的生活，却又坚持不懈地做到为人可靠，那么就算有其他再多的缺点，你们这个愿望恐怕也会落空。

说到“到目前为止很美满”这样一种生活，我忍不住想在这里引用克洛伊的话来再次强调人类生存状况那种“到目前为止”的那一面。克洛伊曾经是世界上富裕的国王，后来沦为敌人的阶下囚，就在被活活烧死之前，他说：“哎呀，我现在才想起历史学家梭伦说过的那句话，‘在生命没有结束之前，没有人的一生能够被称为是幸福的。’”

我为痛苦生活开出的第二味药是，尽可能从你们自身的经验获得知识，尽量别从其他人成功或失败的经验中广泛地吸取教训，不管他们是古人还是今人。这味药肯定能保证你们过上痛苦的生活，取得二流的成就。

只要看看身边发生的事情，你们就能明白拒不借鉴别人的教训所造成的后果。人类常见的灾难全都毫无创意——酒后驾车导致的身亡，鲁莽驾驶引起的残疾，无药可治的性病，加入毁灭性的邪教的那些聪明的大学生被洗脑后变成的行尸走肉，由于重蹈前人显而易见的覆辙而导致的生意失败，还有各种形式的集体疯狂等等。你们若要寻找那条通往因为不小心、没有创意的错误而引起真正的人生麻烦的道路，我建议你们牢牢记住这句现代谚语：“人生就像悬挂式滑翔，起步没有成功就完蛋啦。”

克洛伊

（约公元前546年）

克洛伊是一个拥有巨额财富的传奇人物，公元前560年登基为吕底亚国王，直到公元前547年被波斯人击败。据说克洛伊被俘之后，走上火堆把自己烧死了。



避免广泛吸取知识的另一种做法是，别去钻研那些前辈的最好成果。这味药的功效在于让你们得到尽可能少的教育。



富兰克林论广泛学习

“如果你不听理性女神的话，她就会给你苦头吃。”

“听不进劝告的人得不到帮助。”

“经验是一所好学校，但傻瓜却不会从别人那里学到经验，并且，能在别人那里学到经验的人很少；因为这句话是千真万确的：我们可以提供建议，但无法提供行为。”

如果我再讲一个简短的历史故事，或许你们可以看得更清楚，从而更有效地过上与幸福无缘的生活。从前有个人，他勤奋地掌握了前人最优秀的成果，尽管开始研究分析几何的时候他的基础并不好，学得非常吃力。最终，他本人取得的成就引起了众人的瞩目，他是这样评价他自己的成果的：

“如果说我比其他人看得更远，那是因为我站在巨人的肩膀上。”

这人的骨灰如今埋在威斯敏斯特大教堂里，他的墓碑上有句异乎寻常的墓志铭：

“这里安葬着永垂不朽的艾萨克·牛顿爵士。”

我为你们的痛苦生活开出的第三味药是，当你们在人生的战场上遭遇第一、第二或者第三次严重的失败时，就请意志消沉，从此一蹶不振吧。因为即使是最幸运、最聪明的人，也会遇到许许多多的失败，这味

药必定能保证你们永远地陷身在痛苦的泥沼里。请你们千万要忽略爱比克泰德亲自撰写的、恰如其分的墓志铭中蕴含的教训：“此处理着爱比克泰德，一个奴隶，身体残疾，极其穷困，蒙受诸神的恩宠。”

汉译世界学术名著丛书

自然哲学的 数学原理

〔英〕牛顿 著

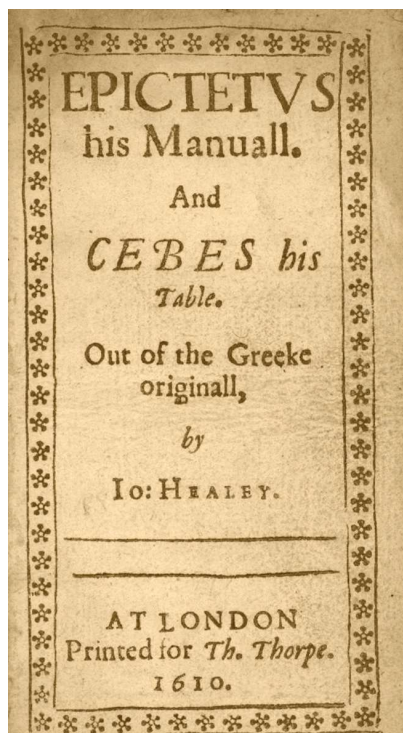


艾萨克·牛顿爵士

(Isaac Newton, 1642—1727)

在英国林肯郡出生时，牛顿身体孱弱，乃至没人指望他能活下来，然而他活了八十几年。青年时期的牛顿在普通数学、代数、几何学、微分学、光学和天体力学方面发现了无数的定理。他最著名的发现是地心引力。1687年，牛顿出版了《自然哲学的数学原理》，这本书是他的巅峰之作。

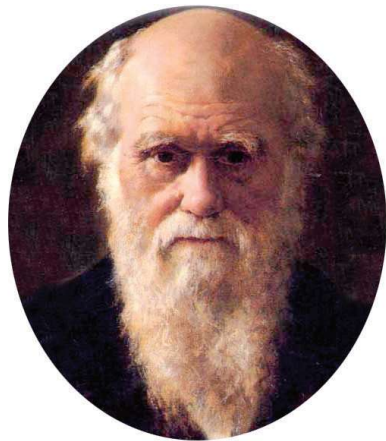
为了让你们过上头脑混乱、痛苦不堪的日子，我所开的最后一味药是，请忽略小时候人们告诉我的那个乡下人故事。曾经有个乡下人说：“要是知道我会死在哪里就好啦，那我将永远不去那个地方。”大多数人和你们一样，嘲笑这个乡下人的无知，忽略他那朴素的智慧。如果我的经验有什么借鉴意义的话，那些热爱痛苦生活的人应该不惜任何代价避免应用这个乡下人的方法。若想获得失败，你们应该将这种乡下人的方法，也就是卡森在演讲中所用的方法，贬低得愚蠢之极、毫无用处。



爱比克泰德

(55——135)

虽然出生在希拉波利斯城的奴隶家庭，而且患有终身残疾，爱比克泰德认为所有人都应该完全自由地掌握自己的生活，也应该与自然和谐相处。他刻苦钻研了斯多葛学派的全部逻辑学、物理学和伦理学课程之后，以教授哲学为终身职业，提倡每日严格反省自己。他最终获得了自由人的身份，但在公元89年遭到罗马皇帝图密善的流放。



查尔斯·达尔文

(Charles Robert Darwin , 1809——1882)

查尔斯·达尔文是英国的博物学家，其自然选择进化论改变了生物科学。他的《物种起源》一出版就卖光，并遭到了严重的抨击，因为它有悖于《圣经》的创世论。

卡森采用的研究方法是把问题反过来想。就是说要解出X，得先研究如何才能得到非X。伟大的代数学家雅各比用的也是卡森这种办法，众所周知，他经常重复一句话：“反过来想，总是反过来想。”雅各比知道事物的本质是这样的，许多难题只有在逆向思考的时候才能得到最好的解决。例如，当年几乎所有人都在试图修正麦克斯韦的电磁定律，以便它能够符合牛顿的三大运动定律，然而爱因斯坦却转了个180度大弯，修正了牛顿的定律，让其符合麦克斯韦的定律，结果他发现了相对论。

作为一个公认的传记爱好者，我认为假如查尔斯·罗伯特·达尔文是哈佛学校1986届毕业班的学生，他的成绩大概只能排到中等。然而现在他是科学史上的大名人。如果你们希望将来碌碌无为，那么千万不能以达尔文为榜样。

达尔文能够取得这样的成就，主要是因为他的工作方式。这种方式有悖于所有我列出的痛苦法则，而且还特别强调逆向思考：他总是致力于寻求证据来否定他已有的理论，无论他对这种理论有多么珍惜，无论这种理论是多么得之不易。与之相反，大多数人早年取得成就，然后就

越来越拒绝新的、证伪性的信息，目的是让他们最初的结论能够保持完整。他们变成了菲利普·威利所评论的那类人：“他们固步自封，满足于已有的知识，永远不会去了解新的事物。”

达尔文的生平展示了乌龟如何可以在极端客观态度的帮助下跑到兔子前面去。这种态度能够帮助客观的人最后变成“蒙眼拼驴尾”游戏中惟一那个没有被遮住眼睛的玩家。

如果你们认为客观态度无足轻重，那么你们不但忽略了来自达尔文的训诲，也忽略了来自爱因斯坦的教导。爱因斯坦说他那些成功的理论来自“好奇、专注、毅力和自省”。他所说的自省，就是不停地试验与推翻他自己深爱的想法。

最后，尽可能地减少客观性，这样会帮助你减少获得世俗好处所需作出的让步以及所要承受的负担，因为客观态度并不只对伟大的物理学家和生物学家有效。它也能够帮助伯米吉地区的管道维修工更好地工作。因此，如果你们认为忠实于自己就是永远不改变你们年轻时的所有观念，那么你们不仅将会稳步地踏上通往极端无知的道路，而且还将走向事业中不愉快的经历给你带来的所有痛苦。

这次类似于说反话的演讲应该以类似于说反话的祝福来结束。这句祝语的灵感来自伊莱休·鲁特引用过的那首讲小狗去多佛的儿歌：“一步一步，才能到多佛。”我祝福1986届毕业班的同学：

在座各位，愿你们在漫长的人生中日日以避免失败为目标而成长。





伊莱休·鲁特

(Elihu Root , 1845——1937)

伊莱休·鲁特出生在纽约，是一名数学教授的儿子，也是美国历史上最出色的官员之一。在30岁那年，他已经是专门处理公司事务的知名大律师。转任公职之后，鲁特脱颖而出，先后担任美国陆军部长、国务卿、美国参议员和驻俄罗斯大使。他致力于维护世界和平，催生了很多和平条约。1912年，他获得诺贝尔和平奖。





哈佛学校的邀请信

这封信是哈佛学校的校长贝里斯福德写的，他邀请查理在翌年的毕业典礼上发表演讲。请注意信件底部查理的答复。

HARVARD SCHOOL
3700 Coldwater Canyon Road
Post Office Box 1037
North Hollywood, California 91604
Telephone 818 • 980 8692

Christopher Berrisford
Headmaster

September 13, 1985



Mr. Charles T. Munger
P.O. Box 55007
Los Angeles, California 90057

亲爱的查理：

今年六月，我们发现，与其请一位精通陈词滥调的知名人物来我们的毕业典礼上发表演讲，还不如请一位对学校十分了解、言语平实的演讲者。

去年我花了许多精力和时间去联系两三个杰出的政治人物，希望他们出席我们的毕业典礼，为学校增光。可是我错了。内特·雷诺兹（Nat Reynolds，前哈佛—西湖中学校长——译者注）帮了我们的大忙，那几个政客则借故推托了，这你大概也能想得到。

我很想早点敲定明年的演讲人选。我打算以后不请外人来演讲了，只请那些对哈佛学校知根知底的人。由于今年是芒格家最后一个孩子从哈佛学校毕业（至少这一代人是这样），也由于你肯定比那些非校友更为熟悉学校的情况，而且可能比大多数校友更熟悉，我衷心地邀请你成为哈佛学校1986届毕业典礼的演讲人。

吉姆·马洛尼去年开了先例，他在汤姆毕业时发表了演讲。你能否像他一样，也在菲利普的毕业典礼上讲话？

我原本就想邀请你，现在之所以又想起来，是因为在收拾去年的旧报纸时，我看到了你参与撰写的伯克希尔·哈撒韦年报。我反复阅读你和巴菲特撰写的章节，对你们两位独到的眼光和你简洁、准确而优雅地表达想法的能力感到十分敬佩。还有谁比你更适合作为毕业典礼的演讲人呢？

学校里的同事非常热情地支持我邀请你。我们都希望你愿意接受这份邀请。

Best wishes,

Christopher Berrisford

cc: Dr. Norman F. Sprague, III

Chris

9/16/85

Will do.

Charlie

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

CHARLES T. MUNGER
VICE CHAIRMAN OF THE BOARD

July 7, 1986

Mr. Johnny Carson
NBC-National Broadcasting
Company, Inc.
3000 W. Alameda Avenue
Burbank, CA. 91523

亲爱的卡森先生：

今年我儿子从哈佛学校毕业，我重复了你儿子毕业时你发表的演讲。我自己添加了部分内容，当然，我说明了这次演讲是借鉴你的。

我觉得你可能会乐于看到你的教育理念在我身上和通过我造成的影响，所以我把这次演讲的书面稿附在信里寄给你。

我在信中还附上了1986年的伯克希尔·哈撒韦年报，你可能会对它感兴趣，因为我们最近收购了美国广播公司电视网络的一大笔股票。可惜美国广播公司没有可以和约翰尼·卡森相提并论的人物。

Best regards,



Charles T. Munger

CTH/mek
Enclosures

bcc: Warren E. Buffett
Thomas S. Murphy

P.O. Box 55007, Los Angeles, CA 90055

JOHNNY CARSON

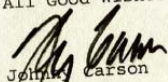
August 6, 1986

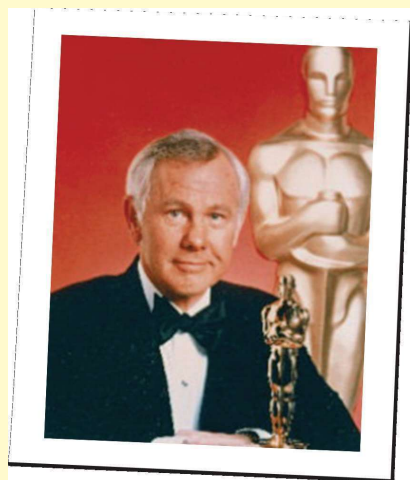
Mr. Charles T. Munger
Berkshire Hathaway Inc.
P.O. Box 55007
Los Angeles, Ca. 90055

亲爱的查理：

谢谢你的来信和你的哈佛学校毕业典礼演讲稿。
我很高兴我能够完成一个小框架供你继续发挥。

All Good Wishes,


Johnny Carson
JC/daw



约翰尼（约翰·威廉）·卡森

(Johnny Carson , 1925——2005)

约翰尼·卡森出生在爱荷华州的康宁市，是美国著名的午夜场喜剧之王。他曾有很多年在奥马哈主持广播节目，称奥马哈是他的故乡。从1962年到1992年这30年间，他是国家广播公司的《今夜秀》主持人，拥有数以百万计的观众。他的节目专访了几千名作家、电影制片人、演员、歌手——当然还有知名的喜剧演员，其中有很多人是他一手捧红的。

重读第一讲



2006年，我重读了1986年的这篇讲稿，发现没有要修改的地方。如果说我产生了新想法的话，我现在更加坚定地认为：1. 在生活中，可靠是至关重要的；2. 虽然量子力学对于绝大多数人而言是学不会的，但可靠却是几乎每个人都能很好地掌握的。

实际上，我常常发现自己因为总是强调这个可靠的主题而不受各所名牌大学的学生欢迎。我只不过是说麦当劳是最值得我们尊敬的机构，然后周围那些大学生便会露出震惊的表情，我解释说，这么多年来，麦当劳为数百万少年提供了第一份工作，包括许多问题少年，它成功地教会他们中的大多数人最需要的一课：承担工作的责任，做可靠的人。接下来我往往会说，如果名牌大学能够像麦当劳这样提供有用的教育，我们的世界将会更美好。

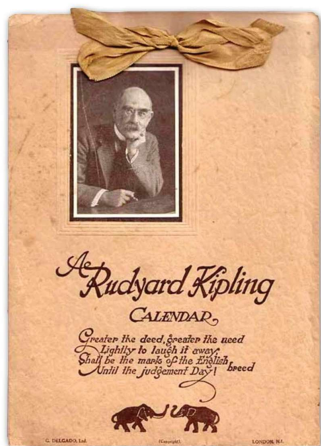


如果

避开生活的圈套
以吉卜林的方式

如果你能保持冷静，当你身边的人们
都变得疯狂，纷纷指责你，
如果你能相信自己，当所有人怀疑你
但且让他们怀疑去吧，
如果你遭等待，却不因等待而疲倦，
或者遭受欺骗，却不用谎言回敬，
或者遭到憎恨，却不用憎恨反击，
能够不得意忘形，也能够不巧言令色……
如果你能与凡人交谈，且彬彬有礼，
或与国王同行——而不奴颜婢膝，
如果仇敌和密友都无法伤害你；
如果你在乎每个人，但不会缺了谁就不行，
如果你在想发泄愤怒的那一分钟
去进行六十秒的跑步，
大地以及大地上的万物都将属于你，
而更重要的是，你将是真正的男人，我的孩子！

——摘自查理向来欣赏的诗歌《如果》



本文因曾经刊登在1995年5月5日的《杰出投资者文摘》上而享有极高的知名度。该篇演讲是1994年查理在南加州大学吉尔福德·巴伯科克教授的商务课上发表的。查理在这次演讲中谈到了许多话题，从教育系统到心理学，再到拥有常识和非常识的重要性，几乎无所不谈。在解剖企业管理的过程中，他精辟地描述了各种心理效应给企业带来的利弊。他还为投资、企业管理以及日常生活中的决策——查理认为这才是最重要的——提供了一套杰出的原则。

你阅读这篇文章的时间投资将会很快因文本对你决策力的影响而获得回报。



第二讲 论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系

1994年4月14日，南加州大学马歇尔商学院



今天，我想对你们的学习课题做点小小的变动——今天的主题是选股艺术，它是普世智慧艺术的一个小分支。这让我可以从普世智慧谈起——我感兴趣的是更为广泛的普世智慧，因为我觉得现代的教育系统很少传授这种智慧，就算有传授，效果也不是很明显。

所以呢，这次演讲展开的方式将会有点像心理学家所说的“祖母的规矩”——这个规矩来自祖母的智慧，她说你们必须先吃完胡萝卜，然后才准吃甜点。

这次演讲的胡萝卜部分涉及的是普世智慧的广义课题，这是个很好的切入点。毕竟，现代教育的理论是，你应该先接受一般的教育，再专门钻研某个领域。我认为，从某种程度上而言，在你成为一个伟大的选股人之前，你需要一些基础教育。

因此，为了强调我有时候会开玩笑地称之为灵丹妙药的普世智慧，我想先来灌输给你们几个基本的概念。

基本的、普世的智慧是什么？嗯，第一条规则是，如果你们只是记得一些孤立的事物，试图把它们硬凑起来，那么你们无法真正地理解任何东西。如果这些事物不在一个理论框架中相互联系，你们就无法把它们派上用场。





吃掉你的胡萝卜

“祖母的规矩”的铁律主导了查理在南加州大学马歇尔商学院所讲的普世智慧和投资管理课程。

你们必须在头脑中拥有一些思维模型。你们必须依靠这些模型组成的框架来安排你的经验，包括间接的和直接的。你们也许已经注意到，有些学生试图死记硬背，以此来应付考试。他们在学校中是失败者，在生活中也是失败者。你必须把经验悬挂在头脑中的一个由许多思维模型组成的框架上。

思维模型是什么呢？这么说吧，第一条规则是，你必须拥有多元思维模型——因为如果你只能使用一两个，研究人性的心理学表明，你将会扭曲现实，直到它符合你的思维模型，或者至少到你认为它符合你的模型为止。你将会和一个脊椎按摩师一样——这种医师对现代医学当然是毫无所知的。

那就像谚语所说的：“在手里拿着铁锤的人看来，每个问题都像钉子。”当然，脊椎按摩师也是这样治病的。但这绝对是一种灾难性的思考方式，也绝对是一种灾难性的处世方式。所以你必须拥有多元思维模型。

这些模型必须来自各个不同的学科——因为你们不可能在一个小小的院系里面发现人世间全部的智慧。正是由于这个原因，诗歌教授大体

上不具备广义上的智慧。他们的头脑里没有足够的思维模型。所以你必须拥有横跨许多学科的模式。

你们也许会说：“天哪，这太难做到啦。”但是，幸运的是，这没有那么难——因为掌握八九十个模型就差不多能让你成为拥有普世智慧的人。而在这八九十个模型里面，非常重要的只有几个。

所以让我们来简单地看看哪些模型和技巧构成了每个人必须拥有的基础知识，有了这样的基础知识之后，他们才能够精通某项专门的艺术，比如说选股票。

首先要掌握的是数学。很明显，你必须能够处理数字和数量问题，也就是基本的数学问题。

除了复利原理之外，一个非常有用的思维模型是基本的排列组合原理。在我年轻的时候，高中二年级就会学到这些。目前在比较好的私立学校，我想应该八年级左右就开始学了吧。

这是非常简单的数学知识。帕斯卡（1623——1662）和费马（1601——1665）在一年的通信中完全解决了这个问题。他们在一系列书信中就随便把它给解决了。

要掌握排列组合原理并不难。真正困难的是你在日常生活中习惯于几乎每天都应用它。费马——帕斯卡的系统与世界运转的方式惊人地一致。它是基本的公理。所以你真的必须得拥有这种技巧。





求学之道无坦途，问艺之路无捷径。

——安东尼·特罗洛普

许多——可惜还是不够——教育机构已经意识到这一点。在哈佛商学院，所有一年级学生都必须学习的定量分析方法是他们所谓的“决策树理论”。他们所做的只是把高中代数拿过来，用它来解决现实生活中的问题。那些学生很喜欢这门课程。他们为高中代数能够在生活中发挥作用而感到惊奇。

总的来讲，事实已经证明，人们不能自然、自动地做到这一点。如果你们懂得基本的心理学原理，就能理解人们做不到这一点的原因，其实很简单：大脑的神经系统是经过长期的基因和文化进化而来的。它并不是费马——帕斯卡的系统。它使用的是非常粗略而便捷的估算。在它里面有费马——帕斯卡系统的元素。但是，它不好用。



皮埃尔·德·费马和布莱士·帕斯卡

17世纪中期，法国贵族德梅雷骑士邀请数学家皮埃尔·德·费马帮助他解决一个赌博问题，费马和布莱士·帕斯卡就这个问题进行了通信，在信件中奠定了概率理论的基础。

德梅雷跟人打赌，他每掷四把骰子，至少会出现一次6。根据经验，他知道他赢的次数会比输的次数多。后来他改变了赌博规则，开始跟人打赌，用两个骰子连掷24次，至少有一次得到的结果是12，或者说会同时出现两个6。这种新的赌博没有原来那种赚钱。他请数学家帮他弄清楚发生这种变化的原因。

所以你们必须掌握这种非常基础的数学知识，并在生活中经常使用它——就好比你们想成为高尔夫球员，你们不能使用长期的进化赋予你们的挥杆方式。你们必须掌握一种不同的抓杆和挥杆方法，这样才能把你打高尔夫的潜力全部发挥出来。

如果你没有把这个基本的但有些不那么自然的基础数学概率方法变成你生活的一部分，那么在漫长的人生中，你们将会像一个踢屁股比赛中的独腿人。这等于将巨大的优势拱手送给了他人。

这么多年来，我一直跟巴菲特同事；他拥有许多优势，其中之一就是他能够自动地根据决策树理论和基本的排列组合原理来思考问题。



显然，你们也应该掌握会计学。会计是从事商业活动的语言。它是对人类文明的一大贡献。我听说它是威尼斯人发明的，当然啦，威尼斯曾经是地中海地区商业最发达的城市。总之，复式簿记真是一种了不起的发明。

而且它也并不难理解。

但你必须对会计有足够的理解，才能明白它的局限——因为会计虽然是（商业活动的）出发点，但它只是一种粗略的估算。要明白它的局限不是很难。例如，每个人都知道，你们能够大概地估算出一架喷气式飞机或者其他东西的使用寿命。可是光用漂亮的数字来表达折旧率，并不意味着你对实际情况有真正的了解。

为了说明会计的局限，我常常举一个跟卡尔·布劳恩有关的例子。布劳恩是一个非常伟大的商人，他创建了C. F. 布劳恩工程公司。该公司设计和建造炼油厂——那是很难的事情。而布劳恩能够准时造好炼油厂，让它们顺利而高效地投产。这可是一门了不起的艺术。

布劳恩是个地道的德国人，他有许多趣闻轶事。据说他曾经看了一眼炼油厂的标准会计报表，然后说：“这是狗屁。”

于是他把所有会计都赶走了，召集手下的工程师，对他们说：“我们自己来为我们的商业流程设计一个会计系统吧。”后来炼油厂的会计工作吸取了卡尔·布劳恩的许多想法。布劳恩是一个非常坚毅、非常有才华的人，他的经历体现了会计的重要性，以及懂得标准会计局限性的重要性。





C. F. 布劳恩公司

发迹于圣加伯列峡谷的C. F. 布劳恩公司在20世纪初期到50年代成长为一家杰出的石化工程与建筑公司。布劳恩的主要竞争对手是弗鲁尔、柏克德、帕森斯等公司，它在全世界各地设计和建设炼油厂。20世纪80年代初期，布劳恩公司被艾德·香农领导下的圣达菲国际收购。

他还有个规矩，来自心理学；如果你对智慧感兴趣，那么应该记住这个规矩——就像记住基本的排列组合原理一样。

他要求布劳恩公司所有的交流必须遵守“五何”原则——你必须说明何人因何故在何时何地做了何事。如果你在布劳恩公司里面写一封信或指示某人去做某事，但没有告诉他原因，那么你可能会被解雇。实际上，你只要犯两次这种错误，就会被解雇。

你们也许会问，这有那么重要吗？嗯，这也跟心理学的原理有关。如果你能够将一堆模式的知识组合起来，回答一个又一个为什么，你就能够更好地思考；同样道理，如果你告诉人们事情的时候，总是告诉他们原因，他们就能更深刻地理解你说的话，就会更加重视你说的话，也会更倾向于听从你说的话。就算他们不理解你的理由，他们也会更倾向于听你的话。

正如你想要从问一个又一个的“为什么”开始获得普世的智慧一样，你在跟别人交流沟通时，也应该把原因讲清楚。就算答案很浅显，你

把“为什么”讲清楚仍是一种明智的做法。

哪些思维模型最可靠呢？答案很明显，那些来自硬科学和工程学的思维模型是地球上最可靠的思维模型。而工程学的质量控制理论——至少对你我这样的非专业工程师来说也是很重要的核心部分——其基础恰好是费马和帕斯卡的基础数学理论。

一项工程的成本这么高，如果你付出这么高的成本，你就不会希望它垮掉。这全是基本的高中数学知识。德明带到日本的质量控制理论，无非就是利用了这些基础的数学知识。

我认为大多数人没有必要精通统计学。例如，我虽然不能准确地说出高斯分布的细节，不过我知道它的分布形态，也知道现实生活的许多事件和现象是按照那个方式分布的。所以我能作一个大致的计算。

但如果你们要我算出一道高斯分布方程，要求精确到小数点后10位，那我可算不出来。我就像一个虽然不懂帕斯卡可是打牌打得很好的扑克牌手。

顺便说一声，这样也够用了。但你们必须像我一样，至少能粗略地理解那道钟形曲线。

当然，工程学里面的后备系统是一种非常有用的思想，断裂点理论也是一种非常强大的思维模型。物理学里面的临界质量概念是一种非常强大的思维模型。所有这些理论都能在日常生活中派上很大的用场。所有这些成本——收益分析——见鬼了，又全是基本的高中代数知识——只不过是有一些吓唬人的术语打扮得漂亮一点而已。

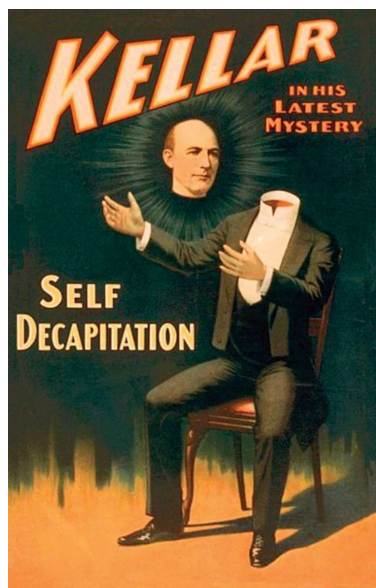




威廉·爱德华兹·德明

(W. Edwards Deming , 1900——1995)

威廉·爱德华兹·德明出生在爱荷华州，小时候在怀俄明州一座用沥青纸搭建的破屋中长大。虽然很穷，但德明学习非常认真，从耶鲁大学得到了一个数学物理博士学位。他在农业部找到了一份工作，但最终爱上了统计分析。二战期间，想为战争出一份力的德明试图将统计学应用于制造业。美国的企业完全无视他的思想。战后，德明前往日本，教日本的企业管理人员、工程师和科学家如何在生产过程中控制质量。直到世界其他国家发现日本的制造技术很发达时（也就是20世纪80年代），德明才在他的祖国成为著名人物。德明质量奖最早只在日本颁发，但现在被世界各国认可。上面那张日本海报上写着“安全装置促进生产效率”。



你们可以轻而易举地证明这一点：在座各位只要看过一个非常普通的职业魔术师的表演，就肯定曾经看见许多其实并没有发生的事情正在发生，也肯定曾经看不见其实正在发生的事情。

我认为第二种可靠的思维模型来自生物学/生理学，因为我们大家毕竟在基因构造方面都是相同的。

接下来当然就是心理学啦，它更加复杂。但如果你想拥有任何普世的智慧，心理学是太过重要了。

原因在于，人类的感知器官有时候会短路。大脑的神经线路并非总是畅通无阻的，也不拥有无穷多的线路。所以那些懂得如何利用这种缺点、让大脑以某种错误方式运转的人能够使你看到根本不存在的东西。

这又涉及认知功能，它和感知功能不同。你们的认知功能同样容易受误导——实际上是比感知功能更加容易受误导。同样地，你的大脑缺乏足够的神经线路等等——于是出现各式各样的自动短路问题。

所以当外部因素以某些方式结合起来——或者更常见的是，有个人像魔术师那样有意地操控你，让你发生认知错乱——你就成了任人摆布的蠢货啦。

一个使用工具的人应该了解它的局限，同样道理，一个使用认知工

具的人也应该了解它的局限。顺便说一声，这种知识可以用来操控和激励别人。

所以心理学最有用、最具实践价值的部分——我个人认为聪明人一个星期就能被教会——是极其重要的。可惜没有人教过我。我不得不在后来的生活中一点一点地学习。那可是相当辛苦的。这个道理十分简单，全学到手之后，我觉得自己（从前）是个十足的傻子。

没错，我曾经在加州理工学院和哈佛法学院受过教育。所以名牌大学为你们和我这样的人提供了错误的教育。

心理学的基础部分——我称之为误判心理学——是极其重要的知识。它包括了大约20个小原则。

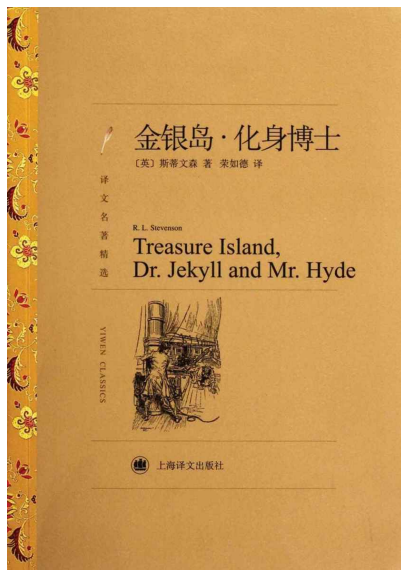
而且它们还相互影响，所以有点复杂。但它的核心内容重要得让人难以置信。

有些聪明绝顶的人由于忽略了它而犯下了非常神经的错误。实际上，过去两三年我就犯了几次这样的大错。人不可能完全避免犯愚蠢的错误。

帕斯卡还说过一句话，我觉得那是思想史上最精确的论断之一了。帕斯卡说：“人类的头脑既是宇宙的光荣，也是宇宙的耻辱。”

确实如此。人类的大脑拥有这种巨大的力量。然而它也经常出毛病，作出各种错误的判断。它还使人们极其容易受其他人操控。例如，阿道夫·希特勒的军队有大约一半是由虔诚的天主教徒组成的。若是受到足够高明的心理操控，人类会做出各种匪夷所思的事情。

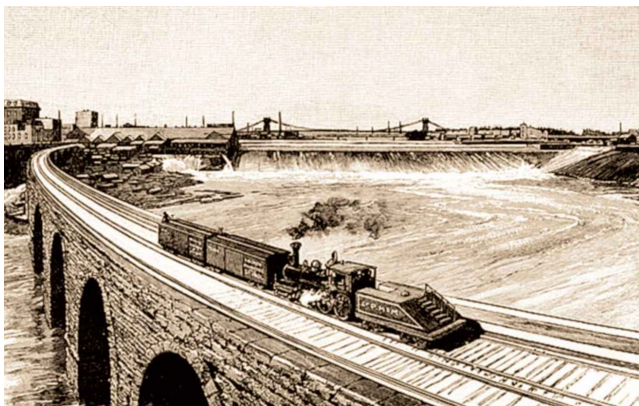




.....我们遇到的所有人都是善与恶的结合体。

——杰凯尔医生论人性

摘录自罗伯特·斯蒂文森的《化身博士》



另一种双轨

明尼苏达州明尼波里斯市的詹姆斯·希尔石拱桥是传奇的“帝国建造者”希尔惟一允许用他的名字来命名的铁路建筑。这座造价650万美元的铁路桥1883年完工，属于希尔的大北方铁路专营公司（也即当今的伯灵顿北方圣达菲公司）。本书的编者认为希尔和安德鲁·卡内基、哈维·费尔斯通、勒斯·施瓦伯等白手起家的大亨一样，是最值

我现在使用一种双轨分析。

从个人的角度来讲，我已经养成了使用一种双轨分析的习惯。首先，理性地看，哪些因素真正控制了涉及的利益？其次，当大脑处于潜意识状态时，会自动形成哪些潜意识因素——这些潜意识因素总的来讲有用但（在具体情况下）却又常常失灵？

一种方法是理性分析法——就是你在打桥牌时所用的方法，认准真正的利益，找对真正的机会，等等。另一种方法是评估哪些因素造成潜意识结论——大多数情况下是错误的结论。

接下来我们要谈到的是另外一种不那么可靠的人类智慧——微观经济学。我发现把自由的市场经济——或者部分自由的市场经济——当作某种生态系统是很有用的思维方式。

可惜能这么想的人不多，因为早在达尔文时代以来，工业大亨之类的人认为适者生存的法则证明他们确实拥有过人的能力——你们也知道的，他们会这么想：“我最富有。所以，我是最好的。真是老天有眼。”

人们对工业大亨的这种反应很反感，所以很不愿把经济想成一种生态系统。但实际上，经济确实很像生态系统。它们之间有很多相似之处。

跟生态系统的情况一样，有狭窄专长的人能够在某些狭窄领域中做得特别好。动物在合适生长的地方能够繁衍，同样地，那些在商业世界中专注于某个领域——并且由于专注而变得非常优秀——的人，往往能够得到他们无法以其他方式获得的良好经济回报。

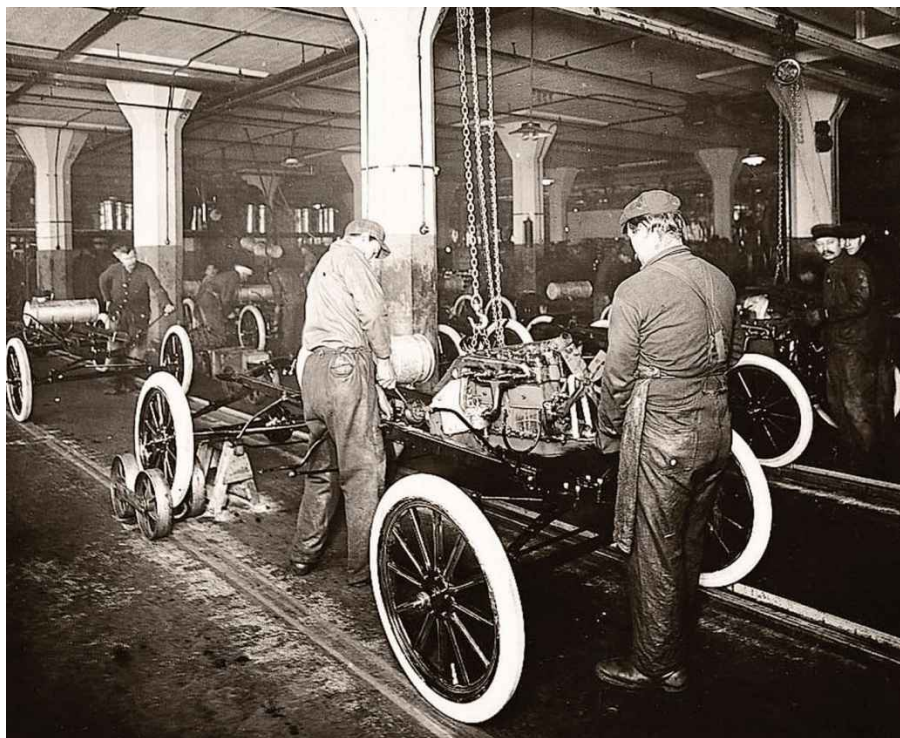
一旦开始谈论微观经济学，我们就会遇到规模优势这个概念。现在我们更为接近投资分析了——因为规模优势在商业的成败中扮演了至关重要的角色。

例如，全世界所有商学院都教学生说，一个巨大的规模优势是成本会沿着所谓的经验曲线下降。那些受到资本主义的激励和想要改善生产的人们只要加大产量，就能够让复杂的生产变得更有效率。

繁衍4000万年的鹈鹕

化石记录表明，鹈鹕的出现可以追溯到4000万年前，这证明它们专长的集体捕鱼和深潜捕鱼的策略是行之有效的。当集体捕鱼时，鹈鹕群展现了团队的永恒价值，它们齐心协力把成群的小鱼赶到浅水区，然后大快朵颐。





1907年，亨利·福特宣布了福特汽车公司的目标：生产“适合大多数人的汽车”。当时的汽车是非常昂贵的、定制的机器。福特在1913年建立了第一条流动组装线，开启了美国工业大规模生产的时代。

规模优势理论的本质是，你生产的商品越多，你就能更好地生产这种商品。那是个巨大的优势。它跟商业的成败有很大的关系。

让我们看看规模优势都有哪些——尽管这会是一个不完整的清单。有些优势可以通过简单的几何学得以说明。如果你打算建造一个油罐，很明显，随着油罐的增大，油罐表面所需的钢铁将会以平方的速率增加，而油罐的容量将会以立方的速率增加。也就是说，当你扩建油罐时，你能用更少的钢铁得到更多的容积。

有许多事情是这样的，简单的几何学——简单的现实——能够给你一种规模优势。

例如，你能够从电视广告中得到规模优势。在电视广告最早出现的时候——也就是在彩色电视机第一次走进我们的客厅的时候，它是一种强大得令人难以置信的东西。早期三家电视网络公司拥有大概90%的观众。

嗯，如果你们是宝洁公司，你们有足够的财力使用这种新的广告手段。你们能够承担起非常高昂的电视广告费用，因为你们卖出的产品多得不得了。有些势单力薄的家伙就做不到。因为他付不起那笔钱，所以他无法使用电视广告。实际上，如果你们的产量不够大，你们也用不起电视广告——那是当时最有效的宣传技巧。

所以当电视出现的时候，那些规模已经很大的名牌公司获得了巨大的推动力。实际上，它们生意蒸蒸日上，发了大财，直到其中有些变得脑满肠肥，这是发财后会出现的情况——至少对有些人来说是这样。

你的规模优势可能是一种信息优势。如果我去到某个偏远的地方，我可能会看到绿箭的口香糖和格罗兹的口香糖摆在一起。我知道绿箭是一种令人满意的产品，可是对格罗兹毫不了解。如果绿箭卖四十美分，格罗兹卖三十五美分，你们觉得我会为了区区五分钱而把某样我不了解的东西放到嘴巴里去吗？——这毕竟是非常私人的地方。

所以绿箭只是因为拥有了很高的知名度而获得了规模优势——你们也可以称之为信息优势。

另外一种规模优势来自心理学。心理学家使用的术语是“社会认同”（Social Proof）。我们会——潜意识地，以及在某种程度上有意识地——受到其他人的认同的影响。因此，如果大家都在买一样东西，我们会认为这样东西很好。我们不想成为那个落伍的家伙。

这种情况有时候是潜意识的，有时候是有意识的。有时候，我们清醒而理智地想：“哇，我对这东西不熟悉。他们比我了解得更多。那么，为什么我不跟着他们呢？”

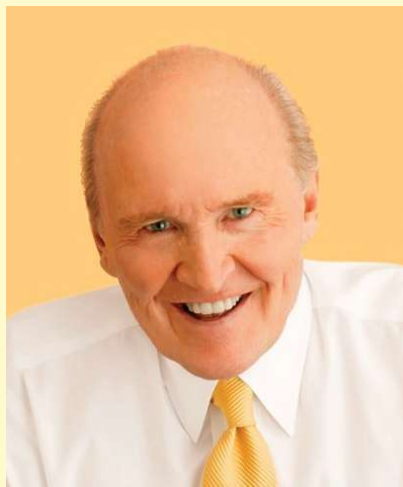
改变：投资者的朋友或敌人？

就互联网的情况而言，改变是社会的朋友。但一般来说，不改变才是投资者的朋友。虽然互联网将会改变许多东西，但它不会改变人们喜欢的口香糖牌子。查理和我喜欢像口香糖这样稳定的企业，努力把生活中更多不可预料的事情留给其他人。

——巴菲特



杰克·韦尔奇论管理



“从1981年到1995年，我们说我们要做到‘世界上最有竞争力的企业’，成为每个市场的第一名或者第二名——把每个表现不佳、达不到要求的子公司卖掉或者关闭。没有人不明白这个目标是什么意思或意味着什么。”

“在成为领先者之前，成功是发展你自己。当你成为领先者，成功是帮助其他人发展。”

“根据目标进行考核。根据目标提供回报。”

“这些年来我不断学到的教训就是，在许多时候，我太谨慎了。我采取的每个措施几乎都应该早点付诸实施。”

“把计划搞清楚。请一些人来完成它，给他们大量的钱。这向来是成功的不二法门。”

“用各种各样的方式发现人才，我总是认为：‘你遇到的每个人都是另一次面试。’”

“经商要诀：永远别让任何人挡在你和你的顾客或者供应商之间。这些关系需要很长时间才能培养起来，而且非常宝贵，失去的话太可惜了。”

“别欺骗自己。事实就是事实。”

由于人类心理而产生的社会认同现象使商家可以极大地拓宽产品的销售渠道，这种优势自然是很难获得的。可口可乐的优势之一就是它的产品几乎覆盖了全世界各个角落。

喏，假设你们拥有一种小小的软饮料商品。要怎样才能让它遍布地球各个角落呢？全球性的销售渠道——这是大企业慢慢建立的——是非常大的优势……你们不妨想一下，如果你们在这方面拥有足够的优势，别人想要动摇你们的地位是很难做到的。

规模优势还有另外一种。有些行业的情况是这样的，经过长期的竞争之后，有一家企业取得了压倒性的优势。最明显的例子就是日报。在美国，除了少数几个大城市之外，所有城市都只有一家日报。

这同样跟规模有关。如果我的发行量占到绝大多数的份额，我就能拿到绝大多数的广告。如果我拥有了大量的广告和发行量，还有谁想看那份更薄、信息量更少的报纸呢？所以会慢慢出现赢家通吃的局面。那是一种独特的规模优势现象。

同样的，所有这些巨大的规模优势使企业内部能够进行更为专门的分工。每个员工因此能够把本职工作做得更好。

这些规模优势非常强大，所以当杰克·韦尔奇到通用电气时，他说：“让它见鬼去吧。我们必须在每个我们涉足的领域做到第一或者第二，否则我们就退出。我不在乎要解雇多少人，卖掉哪些业务。如果做不到第一或者第二，我们宁可不做。”

韦尔奇那么做显得铁面无情，但我认为那是非常正确的决定，能够使股东的财富最大化。我也不认为这种做法有什么不文明的，因为我认为自从有了杰克·韦尔奇之后，通用电气变得更加强大了。

当然，规模太大也有劣势。例如，我们——我说的是伯克希尔·哈撒韦——是美国广播公司（ABC）最大的股东。我们旗下有很多刊物都倒闭了——被竞争对手打败了。它们之所以能够打败我们，是因为它们更加专业。

我们原来有一份商务旅行杂志。有人创办了一份专门针对企业差旅部门的杂志。跟生态系统相同，你专注的领域越小越好。

那么，他们的效率比我们高得多。他们能够告诉更多负责企业差旅部门的人。另外，他们不用浪费墨水和纸张把材料寄给那些没有兴趣阅读的差旅部门。那是一个更有效的系统。由于我们没他们专业，所以一败涂地。

《星期六晚报》和其他所有那些刊物的下场都是这样的。它们消失了。我们现在拥有的是《越野摩托》——它的读者是一群喜欢参加巡回比赛、在比赛时开着摩托车翻跟头的傻子。但他们关注它。对他们来说，它就是生活的主要意义。一份叫做《越野摩托》的杂志完全是这些人的必需品。它的利润率会让你们流口水。

只要想想这些刊物的读者群体有多专业就知道了。





布拉德·拉奇在1982年的卢森堡大奖赛上全速滑行，引起观众的欢呼。拉奇是第一个获得国际摩托车比赛冠军的美国人。他和CZ摩托（一种捷克斯洛伐克的高级摩托车）公司有过多年的亲密合作关系。（本书的编者以前也是这些喜欢摩托越野赛的傻子之一。）



苏联工人的经典感叹：“他们假装给薪水，我

们假装在工作。”

所以缩小规模、加强专业化程度能够给你带来巨大的优势。大未必就是好。

当然，规模大的缺陷是……这使竞争变得更有趣，因为大公司并非总是赢家——企业变大之后，就会出现官僚机构的作风，而这种作风会造成敷衍塞责的情况——这也是人类的本性。

这时企业内部的激励机制会失灵。例如，我年轻时为AT&T工作，当时它是个很大的官僚机构。谁会真的在乎股东利益或别的什么事呢？而且在官僚机构里面，当工作从你手上转到别人手上时，你会认为工作已经完成了。但是，当然了，它实际上当然尚未完成。在AT&T把它应该发送的电讯发送出去之前，它是尚未完成的。所以，这种大型、臃肿、笨拙、麻木的官僚机构就是这样的。

它们还会导致某种程度的腐败。换句话说，如果我管一个部门，你管一个部门，我们都有权力处理这件事，那么就会出现一种潜规则：“如果你不找我麻烦，我也不会找你麻烦，这样我们都高兴。”于是就出现了多重管理层，以及不必要的相关成本。然后呢，在人们没法证明这些管理层是有必要存在的情况下，任何事情都要花很长时间才能办成。他们反应迟钝，做不了决定，头脑灵活的人只能围着他们打转。

大规模的弊端向来在于它会导致庞大、笨拙的官僚机构——最糟糕的、弊病最多的官僚机构当然是各种政府部门，它们的激励机制真的很差劲。这并不意味着我们不需要政府——因为我们确实需要。但要让这些大型的官僚机构办点事是让人非常头疼的问题。

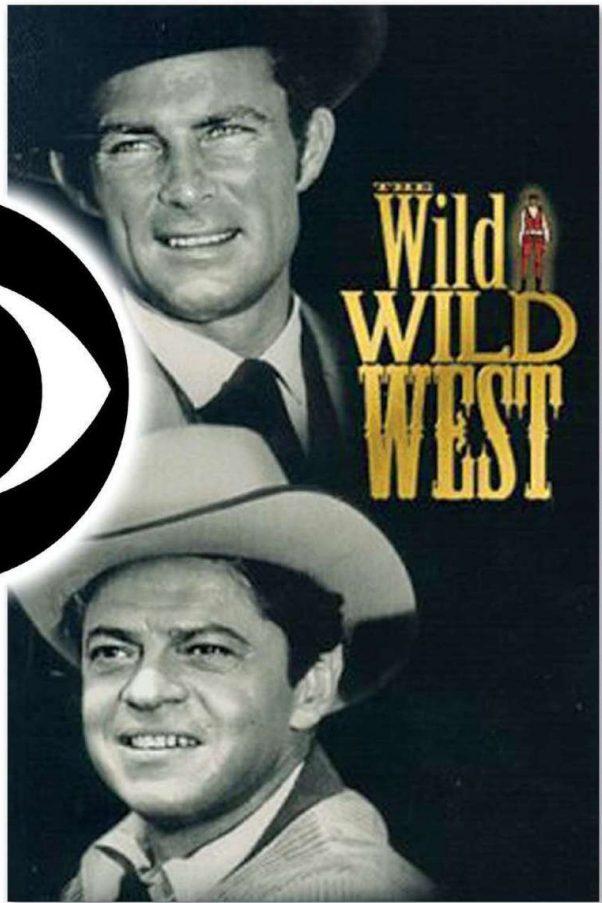
所以人们开始找对策。他们设立了分散的小单位以及很棒的激励和培训计划。例如，大企业通用电气就用惊人的技巧和官僚作风斗争。但那是因为通用电气的领袖是个天才和激情的结合体。他们在他还够年轻的时候就扶他上位，所以他能掌权很久。当然，这个人就是杰克·韦尔奇。

但官僚作风很可怕……随着企业变得非常庞大和有影响力，可能会出现一些失控的行为。看看西屋电器就知道了。他们愚蠢地放出几十亿美元的贷款给房地产开发商。他们让某个从基层爬上来的人——我不知道他是做什么起家的，可能是电冰箱之类的——来当领袖，突然之间，

他借了大量的钱给房地产开发商盖酒店。这是以己之短，攻人之长。没隔多久，他们就把几十亿美元输光了。

哥伦比亚广播公司是个有趣的例子，它印证了另外一条心理学原则——巴甫洛夫联想。如果人们说了你确实不想听的话——也就是让你不高兴的话——你会自然而然地生出抵触情绪。你必须训练自己摆脱这种反应。倒不是说你一定会这样。但如果你不加以注意，就很可能这样。

电视刚出现的时候，整个市场由一家公司主导——哥伦比亚广播公司。佩利（注：哥伦比亚广播公司前董事长和奠基人，美国著名企业家，被称为哥伦比亚广播公司之父）就像神一样。但他听不得逆耳忠言，他的手下很快就发现了这一点。所以他们只跟佩利说他喜欢听的话。结果没隔多久，他就生活在一个谎言编织的世界里，而公司的其他一切都败坏了——虽然它还是一个伟大的企业。



20世纪60年代，哥伦比亚广播公司是非常强大的有线电视公司，播出了许多备受欢迎的电视连续剧，比如《狂野的西部》，它每周一集，在1965年到1969年之间共播出了104集。



《山姆·沃尔顿》

(Sam Walton)

迈克·威默，2005年，油画，
俄克拉荷马州参议院二楼，近圆形大厅，沃尔玛基金会资助。

沃尔顿谈学习

“以前我既天真又无知，但那是很幸运的事情，因为正是有过那段无知的日子，我才学到了一个这么多年来一直牢记在心的教训：你可以向每个人学习。我的知识不仅来自手头可以找到的每一本零售业刊物，更多的可能来自我对马路对面（竞争对手）做法的研究。”

哥伦比亚广播公司的各种蠢事都是由这种风气造成的。比尔·佩利掌权的最后十年真像是疯帽匠的茶话会。

这绝对不是惟一的例子。企业高层严重失控的情况是很普遍的。当然，如果你们是投资人的话，情况可能会大不相同。可是如果你们像巴里那样，在得到CBS之后，进行那么多的收购，聘请那么多的愚蠢顾问——投资银行家、管理顾问之类的人，这些人都拿着非常高的薪水——那么情况就会极其糟糕。

所以生活就是两种力量之间无休无止的斗争：一边是获得上面提到的那些规模优势，另一边是变得像美国农业部那样人浮于事——农业部的人只是坐在那里，什么也不做。我不知道他们到底干了些什么，但我知道他们没干几件有用的事。

就规模经济的优势这个话题而言，我觉得连锁店非常有趣。想想就知道啦。连锁店的概念是一个迷人的发明。你得到了巨大的采购能力——这意味着你能够降低商品的成本。那些连锁店就像大量的实验室，你可以用它们来做实验。你变得专门化了。

如果有个小商店的老板试图在上门推销的供货商影响下选购27类不同的产品，他肯定会作出很多愚蠢的决定。但是如果你的采购工作是在总部完成的，旗下有大量的商店，那么你可以请一些精通冰箱等等商品的聪明人来完成采购工作。

那些只有一个人负责全部采购的小商店会出现糟糕的局面。曾经有个故事，故事里一家小商店堆满了食盐。一个陌生人走进来，对店主说：“哇，你肯定卖掉很多盐。”店主的回答是：“没有啦。卖给我盐的那个人才卖掉了很多盐。”

所以连锁店在采购上有巨大的优势。此外还有一套完善的制度，规定每个人应该做些什么。所以连锁店可以成为很棒的企业。

沃尔玛的历史很有意思，它最初只有一家店，在阿肯色州，而当时最具声望的百货商店是坐拥数十亿美元资产的罗巴克·西尔斯。阿肯色州本顿威尔市一个身无分文的家伙如何打败罗巴克·西尔斯呢？他用一生的时间完成了这项伟业——实际上，他只用了半生的时间，因为当他开出第一家小商店时，他已经相当老了……



沃尔玛

山姆·沃尔顿1962年在阿肯色州的罗杰斯市开了第一家沃尔玛，随后五年扩张到25家。1970年，沃尔玛将其物流配送中心和企业总部迁移到如今的所在地，阿肯色州的本顿威尔市。沃尔玛在美国和海外持续扩张，如今拥有超过100万名员工，每年销售收入超过2500亿美元，市值超过2000亿美元。这家公司以不懈地追求为顾客提供更廉价的商品而闻名。

连锁店这个游戏，他玩得比谁都努力，玩得比谁都好。实际上沃尔

顿并没有什么创新。他只是照搬其他人做过的所有聪明事——他更为狂热地去做这些事，更有效地管理下属的员工。所以他能够把其他对手都打败。

他在早期采用了一种非常有趣的竞争策略。他就像一个为奖牌而奋斗的拳手，想弄到一份辉煌的战绩，以便跻身决赛，成为电视的焦点。他是怎么做的呢？他出去找了42个不堪一击的对手，对吧？结果当然是胜出、胜出、胜出——连赢42次。



胡安·特里普和泛美航空

胡安·特里普（1899——1981）在一战期间加入了美国空军。1921年从耶鲁大学毕业之后，他在华尔街卖债券，直到1927年创办了泛美航空公司。特里普开发出很多航线，把泛美发展成为国际旅游服务提供商。他为航空业创造了许多需求，推广国际度假，并使国际旅游成为普通人能够负担得起的消费。

精明的沃尔顿基本上打败了早期美国小城镇的其他零售商。虽然他的系统效率更高，但他可能无法给那些大商店当头一棒。但由于他的系统更好，他当然能够摧毁这些小城镇的零售商。他一而再、再而三地这么做。然后，等到规模变大之后，他开始摧毁那些大企业。

嗯，这真是一种非常、非常精明的策略。

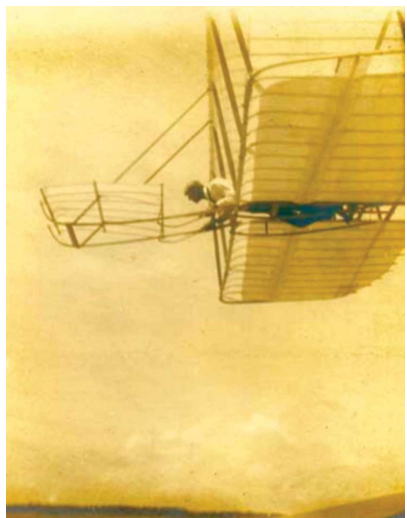
你们也许会问：“这种做法好吗？”嗯，资本主义是非常残酷的。但我个人认为，世界因为有了沃尔玛而变得更加美好。我想说的是，你们可以把小城镇的生活想得很美好。但我曾经在小城镇生活过很多年。让我告诉你们吧——你们不应该把那些被沃尔玛摧毁的小企业想得太美好。

此外，沃尔玛的许多员工都是优秀能干的人，他们需要养家糊口。我并没有低级文化打败高级文化的感觉。我认为那种感觉无非是怀旧和幻觉。但不管怎么说，沃尔玛这个有趣的模式让我们看到了当规模和狂热结合起来能够产生多大的威力。

这个有趣的模式也向我们说明了另外一个问题——罗巴克·西尔斯虽然拥有很大的规模优势，但那种人浮于事的官僚作风却给它造成了可怕的损失。西尔斯有许许多多的冗员。它的官僚习气非常严重。它的思维很慢，而且它思考问题的方式很僵化。如果你的头脑出现了新的想法，这种系统会反对你。它拥有一切你能想像得到的大型官僚机构的弊端。

平心而论，西尔斯也有大量的优点。但是它不如山姆·沃尔顿那么精简、苛刻、精明和有效率。所以没隔多久，西尔斯所有的规模优势就都抵挡不住沃尔玛和其他零售商同行的猛烈进攻了。这里有个模式一直让我们很困惑。也许你们能够更好地解决它。许多市场最终会变成两三个——或者五六个——大型竞争对手的天下。在一些那样的市场里面，没有哪家公司能赚到钱。但在其他市场中，每家公司都做得很好。

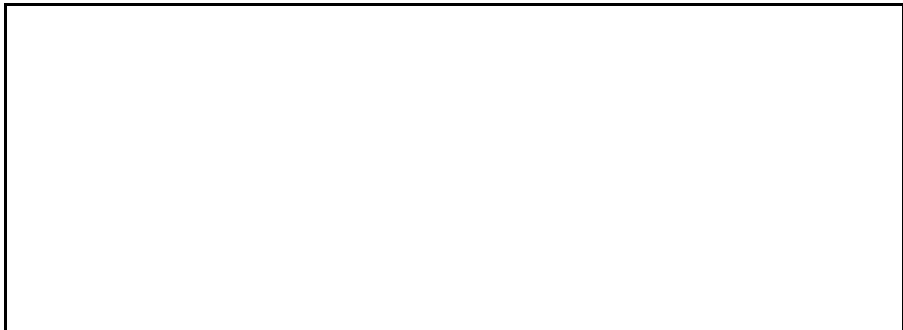
屠魔丘是莱特兄弟的飞机第一次起飞的地方，因此也是航空业的诞生地。在20世纪30年代，工人在山丘上种植了茂密的草丛，以防水土流失。该地区十分荒凉，人们在数英里之外便能看见坐落在山丘之巅的莱特兄弟纪念碑。



这些年来，我们总是试图弄清楚一个问题，为什么某些市场的竞争在投资者看来比较理性，能给股东带来很多收益，而有些市场的竞争却是破坏性的，摧毁了股东的财富。

如果是像机票这样的纯粹商品，你们能够理解为什么没人能赚钱。我们坐在这里也能想像得到航空公司给世界带来的好处——安全的旅游、更丰富的体验、和爱人共度的美好时光，等等。然而，自从雏鹰号首航（注：世界上第一次成功载人飞行）以来，这些航空公司的股东净收益却是负数——非常可观的负数。航空业的竞争太过激烈，一旦政府管制放松，就会严重损害股东的财富。

然而，在其他领域，比如说麦片行业，几乎所有大公司都赚钱。如果你是一家中等规模的麦片制造商，你也许能够赚到15%的利润；如果你非常厉害，也许就能够赚到40%。在我看来，麦片厂商之间的竞争非常激烈，它们有很多促销活动，派发优惠券什么的，但为什么还能赚那么多钱呢？我无法完全理解。





家乐氏

1894年，约翰·哈维·家乐和他的弟弟威廉想为巴托尔河疗养院的病人发明一种新型的“健康”食物，他们在实验的过程中发现，把煮熟的面团用辊轴压平，再加以烘烤，就能制造出麦片。威廉最终开始生产这种新型的麦片产品，到1906年，每天销量多达2900箱。他继续开发新产品，把公司扩张为一个早餐食品帝国。如今，家乐氏每年的销售收入超过90亿美元。

很明显，麦片行业里存在着品牌认同的因素，这是航空业所缺乏的。这肯定是（麦片行业如此赚钱的）主要原因。

也有可能是大多数麦片制造商已经学到了教训，不会那么疯狂地去争夺市场份额——因为如果有某个厂家拼命想要抢占更多市场份额的话……例如，假使我是家乐氏，我觉得我必须占有60%的市场，我认为我能够拿走麦片制造业的大多数利润。那么我会在扩张过程中毁了家乐氏。但我认为我能抢到那么多市场份额。

在某些行业里，商家的行为像发神经的家乐氏，而其他行业则不会出现那种情况。可惜我并没有一个完美的模型来预测那种情况怎样就会发生。

例如，如果你观察瓶装饮料市场，你会发现，在许多市场，百事可乐和可口可乐能赚很多钱，而在其他许多市场，它们毁掉了两家特许经营商的大多数利润。这肯定跟每个特许经营商对市场资本主义的适应性有关。我想你们必须认识牵涉其中的人，才能完全理解这是怎么回事。

当然，在微观经济学里，你们会看到专利权、商标权、特许经营权等概念。专利权非常有趣。在我年轻时，我觉得专利权很不划算，投入的钱比得到的钱多。法官倾向于否认专利权——因为很难判断哪些是真正的创新，哪些是仿制原来的产品。那可不是一下子就能全部说清楚的事情。

但现在情况发生了变化。法律没有变，但是管理部门变了——现在专利诉讼都由专利法庭来解决。而专利法庭非常支持专利权。所以我觉得现在那些拥有专利权的人开始能够赚大钱了。

当然，商标向来给人们赚很多钱。如果有个很著名的商标，对一个大企业来讲那可是件很棒的事情。

特许经营也可以是很棒的。如果某个大城市里只有三个电视频道，而你拥有其中一个，每天你只能放那么多小时的节目。所以在有线电视出现之前，你拥有自然的寡头垄断优势。

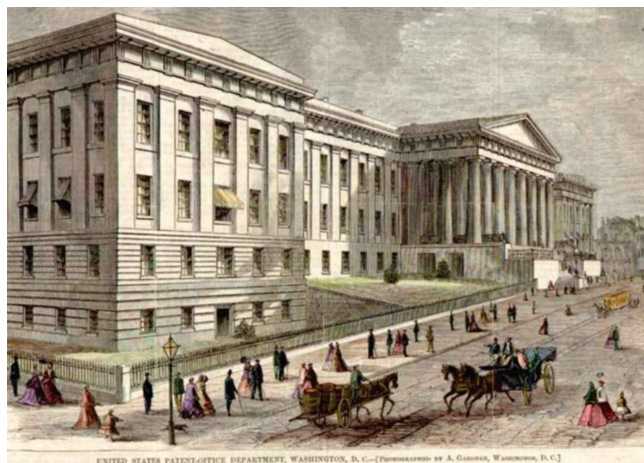
如果你获得了特许经营权，在机场开设了惟一的一家食品店，还有专属的客户，那么你就拥有了某种小小的垄断。

专利权、商标权和特许经营权

专利权：政府授予某项发明的创造人在一定时间内制造、使用和销售该发明的专属权利。发明受专利权保护。

商标：标识某样产品的名称、符号或者其他图案，须经官方注册，由法律规定仅供该产品的所有者或制造商使用。也可以指一个人或一样事物广受认可的显著特征。

特许经营：特许经营是指通过签订合同，特许人将有权授予他人使用的商标、商号、经营模式等经营资源，授予被特许人使用，被特许人按照合同约定在统一经营体系下从事经营活动，并向特许人支付经营费。



当技术将要杀死你

在科幻电影《终结者》系列中，阿诺·施瓦辛格扮演了一个杀人
不眨眼、令人胆寒的未来生物机器人。

微观经济学的伟大意义在于让人能够辨别什么时候技术将会帮助你，什么时候它将会摧毁你。大多数人并没有想通这个问题。但像巴菲特这样的家伙就想通了。

例如，以前我们做过纺织品生意，那是个非常糟糕的无特性商品行

业，我们当时生产的是低端的纺织品——那是真正的无特性商品。有一天，有个人对沃伦说：“有人发明了一种新的纺织机，我们认为它的效率是旧纺织机的两倍。”沃伦说：“天哪，我希望这种新机器没这么厉害——因为如果它确实这么厉害的话，我就要把工厂关掉了。”他并不是在开玩笑。

他是怎么想的呢？他的想法是这样的：“这是很糟糕的生意。我们的利润率很低，我们让它开着，是为了照顾那些年纪大的工人。但我们不会再投入巨额的资本给一家糟糕的企业了。”

他知道，更好的机器能极大地提高生产力，但最终受益的是那些购买纺织品的人。厂家什么好处也得不到。

这个道理很浅显——有好些各式新发明虽然很棒，但只会让你们花冤枉钱，你们的企业就算采用了它们也改变不了江河日下的命运。因为钱不会落到你手里。改善生产带来的所有好处都流向消费者了。

与之相反，如果你拥有奥斯科什惟一的报纸，有人发明了更为有效的排版技术，然后你甩掉旧的技术，买进花哨的新电脑之类的，那么你的钱不会白花，节约下来的成本还是会回到你手上。



“有人发明了一种新的纺织机，我们认为它的效率是旧纺织机的两倍。”

总之，那些推销机器的人——甚至是企业内部那些催促你购买设备的员工——会跟你说使用新技术将会为你节省多少成本。然而，他们并没有进行第二步分析——也就是弄清楚有多少钱会落在你手里，多少钱会流向消费者。我从来没有见到有哪个人提出过这第二步分析。我总是遇到这些人，他们总是说：“你只要购买这些新技术，三年之内就能把成本收回来。”

所以你不断地购买一些三年内可以收回成本的新玩意，这么做了20年之后，你获得的年均回报率只有不到4%。这就是纺织业。

并不是说那些机器不好，只是节省下来的钱没有落到你手里。成本确实降低了，但那个购买设备的家伙并没有得到成本降低带来的好处。这个道理很简单，很初级，可是却经常被人忘记。



国民收款机公司生产车间，1900年

微观经济学里面还有个模型我也觉得非常有趣。在现代文明社会，科学技术突飞猛进，所以出现了一种我称之为竞争性毁灭的现象。假设你拥有一家最好的马鞭厂，突然之间，社会上出现了不用马的汽车。

过不了几年，你的马鞭生意就完蛋了。你要么去做另外一种不同的生意，要么从此关门大吉——你被摧毁了。这种事情总是反复地发生。

当新的行业出现时，先行者会获得巨大的优势。如果你是先行者，你会遇到一种我称之为“冲浪”的模型——当冲浪者顺利冲上浪尖，并停留在那里，他能够冲很长很长一段时间。但如果他没冲上去，就会被海浪吞没。

但如果人们能够站稳在海浪的前沿，他们就能够冲很久，无论是微

软、英特尔或者其他公司，包括早期的国民收款机公司（NCR），都是如此。

收款机是对文明社会的重大贡献。它是一个很有意思的故事。帕特森是个小零售商，没赚到什么钱。有一天，有人卖给他一台早期的收款机，他把它放到商店的收银台。这台收款机立刻让他扭亏为盈，因为有了它之后，店里的职员想偷钱就难多了。



但帕特森是个聪明人，他并没有想：“这对我的零售店有帮助。”他的想法是：“我要做收款机的生意。”自然，他创办了国民收款机公司。

他冲上了浪尖。他拥有最好的销售系统，最多的专利，其他一切也都是最好的。他狂热地致力于一切与此有关的技术改进。我的档案里还有一份早年国民收款机公司的年报，帕特森在年报中阐述了他的经营方法和目标。一只受过良好教育的大猩猩也能明白，在当时入股帕特森的公司完全是百分百赚钱的事情。

当然，这正是投资者寻找的良机。在漫长的人生中，你只要培养自己的智慧，抓住一两次这样的好机会，就能够赚许许多多的钱。总而言之，“冲浪”是一个非常强大的模式。

然而，伯克希尔·哈撒韦一般并不投资这些在复杂的科技行业“冲浪”的人。毕竟我们既古怪又老派——这一点你们可能已经注意到啦。

沃伦和我都不觉得我们在高科技行业拥有任何大的优势。实际上，我们认为我们很难理解软件、电脑芯片等科技行业的发展的实质。所以我们尽量避开这些东西，正视我们个人的知识缺陷。





国民收款机公司

1884年，约翰·帕特森创办了国民收款机公司（NCR），生产出第一批商用的收款机。20年后，NCR制造出第一台电动收款机。20世纪50年代初期，NCR设立了专门生产用于航空业和商业应用的计算机的部门。20世纪90年代末期，该公司从纯硬件制造商转型为商业自动化“全面解决方案”提供商。

这同样是一个非常非常有用的道理。每个人都有他的能力圈。要扩大那个能力圈是非常困难的。如果我不得不靠当音乐家来谋生……假设音乐是衡量文明的标准，那么我不知道必须把标准降到多低，我才能够有演出的机会。

所以你们必须弄清楚你们有什么本领。如果你们要玩那些别人玩得很好而你们一窍不通的游戏，那么你们注定会一败涂地。那是必定无疑的事情。你们必须弄清楚自己的优势在哪里，必须在自己的能力圈之内竞争。

如果你们想要成为世界上最好的网球球员，你们可以开始努力，然后没多久就发现这是痴人说梦——其他人的球技是你们望尘莫及的。然而，如果你们想要变成伯米吉地区最好的管道工程承包商，你们之中大概有三分之二的人能够做到。这需要下定决心，也需要智慧。但不久之

后，你们将会逐渐了解有关伯米吉管道生意的一切，掌握这门艺术。只要有足够的训练，那是个可以达到的目标。有些人虽然无法在国际象棋大赛上获胜，也无缘站在网球大赛的球场上与对手比试高低，但却可以通过慢慢培养一个能力圈而在生活中取得很高的成就——个人成就既取决于天资，也取决于后天的努力。

有些优势是可以通过努力获取的。我们大多数人在生活中所能做到的无非就是成为一个伯米吉的优秀管道工程承包商之类的人物。毕竟能够赢得国际象棋世界大赛的人是很少的。



你们当中有些人也许会有机会在新兴的高科技领域——英特尔、微软等公司——“冲浪”。虽然我们自认为对该行业并不精通，完全不去碰它，但这并不意味着你们去做的话是不理智的行为。

好啦，关于基本的微观经济学模型就说这么多了，加上一点心理学，再加上一点数学，就构成了我所说的普世智慧的普遍基础。现在，如果你们想要从胡萝卜转到甜点的话，我就来谈谈如何选择股票——在此过程中，我将会应用这种普世智慧。

我不想谈论新兴市场、债券投机之类的东西。我只想简单地说说如何挑选股票。相信我，这已经够复杂的了。而且我要谈论的是普通股的选择。

第一个问题是：“股市的本质是什么？”这个问题把你们引到我从法学院毕业之后很久才流行起来——甚至是肆虐横行——的有效市场理

论。

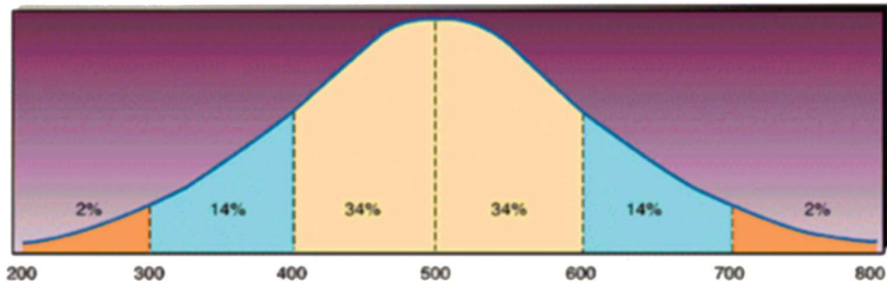


保罗和巴比，明尼苏达的伯米吉。保罗·班扬当然是故事书中出名的伟大伐木工英雄。

相当有意思的是，世界上最伟大的经济学家之一竟然是伯克希尔·哈撒韦的大股东，自从巴菲特掌管伯克希尔之后不久，他就开始投钱进来。他的教科书总是教导学生说股市是极其有效率的，没有人能够打败它。但他自己的钱却流进了伯克希尔，这让他发了大财。所以就像帕斯卡在那次著名的赌局中所做的一样，这位经济学家也对冲了他的赌注。

股市真的如此有效，乃至没有人能打败它吗？很明显，有效市场理论大体上是正确的——市场确实十分有效，很难有哪个选股人能够光靠聪明和勤奋而获得比市场的平均回报率高出很多的收益。

确实，平均的结果必定是中等的结果。从定义上来说，没有人能够打败市场。正如我常常说的，生活的铁律就是，只有20%的人能够取得比其他80%的人优秀的成绩。事情就是这样的。所以答案是：市场既是部分有效的，也是部分低效的。



顺便说一声，我给那些信奉极端的有效市场理论的人取了个名字——叫做“神经病”。那是一种逻辑上自洽的理论，让他们能够做出漂亮的数学题。所以我想这种理论对那些有很高数学才华的人非常有吸引力。可是它的基本假设和现实生活并不相符。

还是那句老话，在拿着铁锤的人看来，每个问题都像钉子。如果你精通高等数学，为什么不弄个能让你的本领得到发挥的假设呢？

我所喜欢的模式——用来把普通股市场的概念简化——是赛马中的彩池投注系统。如果你停下来想一想，会发现彩池投注系统其实就是一个市场。每个人都去下注，赔率则根据赌注而变化。股市的情形也是这样的。

一匹负重较轻、胜率极佳、起跑位置很好等等的马，非常有可能跑赢一匹胜率糟糕、负重过多等等的马，这个道理就算是傻子也能明白。但如果该死的赔率是这样的：劣马的赔率是1赔100，而好马的赔率是2赔3。那么利用费马和帕斯卡的数学，很难清清楚楚地算出押哪匹马能赚钱。股票价格也以这种方式波动，所以人们很难打败股市。

然后马会还要收取17%的费用。所以你不但必须比其他投注者出色，而且还必须出色很多，因为你必须将下注金额的17%上缴给马会，剩下的钱才是你的赌本。

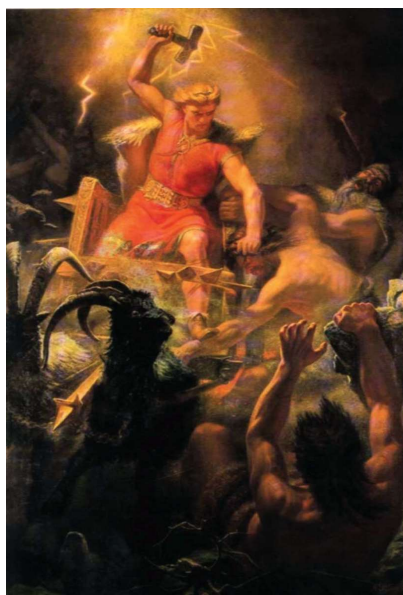
给出这些数据之后，有人能够光靠聪明才智打败那些马匹吗？聪明的人应该拥有一些优势，因为大多数人什么都不懂，只是去押宝在幸运号码上等等诸如此类的做法。因此，如果不考虑马会收取的交易成本，那些确实了解各匹马的表现、懂得数学而又精明的人拥有相当大的优势。

可惜的是，一个赌马的人再精明，就算他每个赛马季能够赢取10%

的利润，扣除上缴的17%的成本之后，他仍然是亏损的。不过确实有少数人在支付了17%的费用之后仍然能够赚钱。

我年轻的时候经常玩扑克，跟我一起玩的那个家伙什么事情都不做，就靠赌轻驾车赛马为生，而且赚了许多钱。轻驾车赛马是一种相对低效的市场。它不像普通赛马，你不需要很聪明也能玩得好。我的牌友所做的就是把轻驾车赛马当作他的职业。他投注的次数不多，只在发现定错价格的赌注时才会出手。通过这么做，在全额支付了马会的费用——我猜差不多是17%——之后，他还是赚了许多钱。

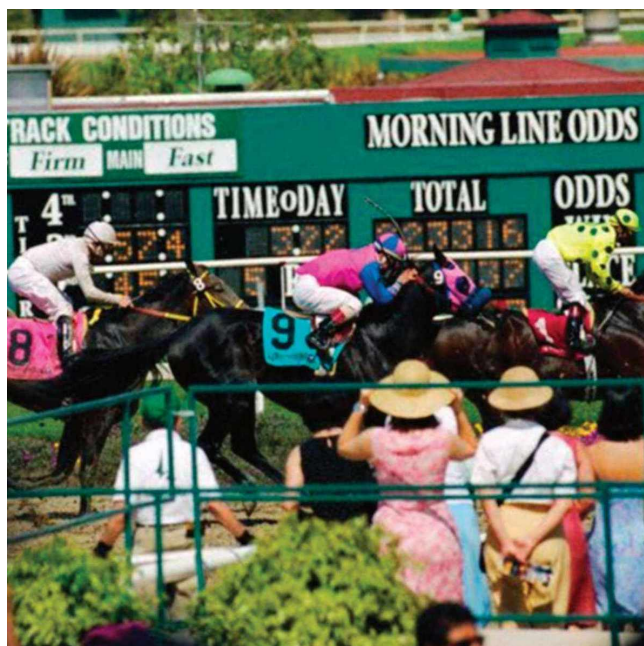
你们肯定会说那很少见。然而，市场并非是完全有效的。如果不是因为这17%的管理费用，许多人都能够在赌马中赢钱。它是有效的，这没错，但它并非完全有效。有些足够精明、足够投入的人能够得到比其他人更好的结果。



索尔的铁锤

索尔是古代北欧传说中的雷神，掌管大气和环境，他也是掌管司法的神。索尔通常被描绘成一个身材健壮、目光犀利的红胡子大汉，他手里拿的铁锤象征着闪电，雷电是他用来对付天上人间的敌人的武器。铁锤也能用于赐福，它有各种重要的属性——永不磨损，扔出去之后总是会回到索尔的手里，能够变小，以便索尔将它

藏在衣服里。



彩池投注系统

一种赌马的博彩系统，在所有投注金额减去管理费用之后，由赢家依照各自的获奖金额瓜分。

股市的情况是相同的——只不过管理费用要低得多。股市的交易费用无非就是买卖价差加上佣金，而且如果你的交易不是太频繁的话，交易费用是相当低的。所以呢，有些足够狂热、足够自律的聪明人将会比普通入得到更好的结果。

那不是轻而易举就能做到的。显然，有50%的人会在最差的一半里，而70%的人会在最差的70%里。但有些人将会占据优势。在交易成本很低的情况下，他们挑选的股票将会获得比市场平均回报率更好的成绩。

要怎样才能成为赢家——相对而言——而不是输家呢？

我们再来看看彩池投注系统。昨晚我非常碰巧地和圣塔安妮塔马会的主席一起吃晚饭。他说有两三个赌场跟马会有信用协议，现在他们开

设了场外投注，这些赌场实际上做得比马会更好。马会在收取了全额的管理费后把钱付出去——顺便说一下，大量的钱被送到拉斯维加斯——给那些虽然缴纳了全额管理费但还是能赢钱的人。那些人很精明，连赛马这么不可预料的事情也能赌赢。

上天并没有赐予人类在所有时刻掌握所有事情的本领。但如果人们努力在世界上寻找定错价格的赌注，上天有时会让它们找得到。

聪明人在发现这样的机会之后会狠狠地地下注。他们碰到好机会就下重注，其他时间则按兵不动。就是这么简单。

成为赢家的方法是工作，工作，工作，再工作，并期待能够看准几次机会。

这个道理非常简单。而且根据我对彩池投注系统的观察和从其他地方得来的经验，这么做明显是正确的。

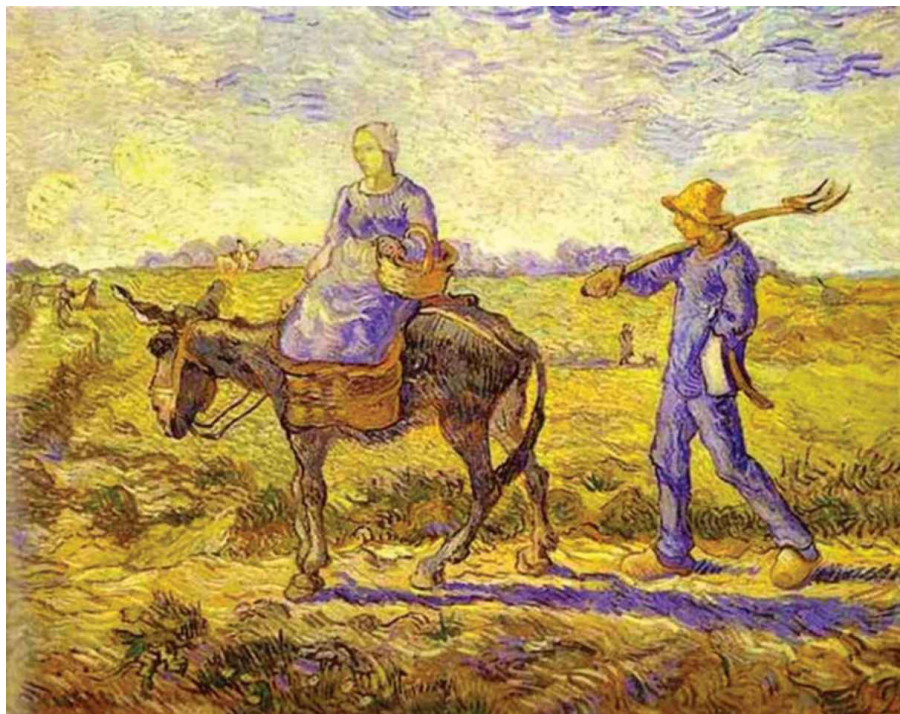
然而在投资管理界，几乎没有人这么做。我们是这么做的——我说的我们是巴菲特和芒格。其他人也有这么做的。但大多数人头脑里面有许多疯狂的想法。他们不是等待可以全力出击的良机，而是认为只要更加努力地工作，或者聘请更多商学院的学生，就能够在商场上战无不胜。在我看来，这种想法完全是神经病。

你需要看准多少次呢？我认为你们一生中不需要看准很多次。只要看看伯克希尔·哈撒韦及其累积起来的数千亿美元就知道了，那些钱大部分是由十个最好的机会带来的。而那是一个非常聪明的人——沃伦比我能干多了，而且非常自律——毕生努力取得的成绩。我并不是说他只看准了十次，我想说的是大部分的钱是从十个机会来的。

所以如果能够像彩池投注的赢家那样思考，你们将能够得到非常出色的投资结果。股市就像一场充满胡话和疯狂的赌博，偶尔会有定错价格的良机。你们可能没有聪明到一辈子能找出1000次机会的程度。当你们遇到好机会，就全力出击。就是这么简单。



賭博在全世界都很流行。麻將是亞洲大部分地區最受歡迎的賭具。麻將的玩法跟拉米牌有點相似，有人認為撲克的起源就是麻將。



《清晨出工》

(Morning , Leaving for Work)

文森特·梵高，1890年，油画，俄罗斯圣彼得堡隐士庐博物馆。

当沃伦在商学院讲课时，他说：“我用一张考勤卡就能改善你最终的财务状况；这张卡片上有20格，所以你只能有20次打卡的机会——这代表你一生中所能拥有的投资次数。当你把卡打完之后，你就再也不能进行投资了。”

他说：“在这样的规则之下，你才会真正慎重地考虑你做的事情，你将不得不花大笔资金在你真正想投资的项目上。这样你的表现将会好得多。”

在我看来，这个道理是极其明显的。沃伦也认为这个道理极其明显。但它基本上不会在美国商学院的课堂上被提及。因为它并非传统的智慧。

在我看来很明显的是，赢家下注时必定是非常有选择的。我很早就明白这个道理，我不知道为什么许多人到现在还不懂。

我想人们在投资管理中犯错的原因可以用一个故事来解释：我曾遇到一个卖鱼钩的家伙。我问他：“天哪，你这些鱼钩居然是绿色和紫色的。鱼真的会上钩吗？”他说：“先生，我又不是卖给鱼的。”



我问他：“天哪，你这些鱼钩居然是绿色和紫色的。鱼真的会上钩吗？”他说：“先生，我又不是卖给鱼的。”

许多投资经理的做法跟这个鱼钩销售员是相同的。他们就像那个把盐卖给已经有太多盐的店主的家伙。只要那个店主继续购买食盐，他们就能把盐卖出去。但这对于购买投资建议的人来说是行不通的。

如果你们的投资风格像伯克希尔·哈撒韦，那么你们很难得到现在这

些投资经理所获取的报酬，因为那样的话，你们将会持有一批沃尔玛股票、一批可口可乐股票、一批其他股票，别的什么都不用做。你们只要坐等就行了。客户将会发财。不久之后，客户将会想：“这家伙只是买了一些好股票，又不需要做什么，我干嘛每年给他千分之五的报酬呢？”



联邦快递

1965年，弗里德里克·史密斯是耶鲁大学的本科生，他写了一篇大多数美国航空货运公司采用的运输系统的论文。他认为有必要专门设计一个空运系统，以便和对时间要求严格的航运系统对接。1971年，史密斯控股了阿肯色州空运公司。史密斯很快就体会到在一两天之内把货物运送出去的难处。他做了许多研究，创造出一个更加有效的物流系统。该公司的正式开业时间是1973年，以孟菲斯国际机场为基地，只有14架小飞机。孟菲斯后来成为该公司的总部所在地。联邦快递到1975年7月才开始盈利，很快成为快寄货品的主要承运商，并制定了快递业的行业标准。

投资者考虑的跟投资经理考虑的不同。决定行为的是决策者的激励机制，这是人之常情。

说到激励机制，在所有企业中，我最欣赏的是联邦快递。联邦快递系统的核心和灵魂是保证货物按时送达——这点成就了它产品的完整性，它必须在三更半夜让所有的飞机集中到一个地方，然后把货物分发

到各架飞机上。如果哪个环节出现了延误，联邦快递就无法把货物及时地送到客户手里。

最后，有人想到了好主意：不再照小时计薪，而是按班次计薪——而且职员只要工作做完就可以回家。他们的问题一夜之间就全都解决了。

以前它的派送系统总是出问题。那些职员从来没有及时完成工作。该公司的管理层想尽办法——劝说、威胁等等，只要你们能想到的手段，他们都用了。但是没有一种生效。

所以制定正确的激励机制是非常、非常重要的教训。联邦快递曾经不太明白这个道理。但愿从今以后，你们都能很快记住。

好啦，现在我们已明白，市场的有效性跟彩池投注系统是一样的——热门马比潜力马更可能获胜，但那些把赌注押在热门马身上的人未必会有任何投注优势。

在股票市场上，有些铁路公司饱受更优秀的竞争对手和强硬的工会折磨，它们的股价可能是账面价值的三分之一。与之相反，IBM在市场火爆时的股价可能是账面价值的六倍。所以这就像彩池投注系统。任何白痴都明白IBM这个企业的前景比铁路公司要好得多。但如果你把价格考虑在内，那么谁都很难讲清楚买哪只股票才是最好的选择了。所以说股市非常像彩池投注系统，它是很难被打败的。

如果让投资者来挑选普通股，他应该用什么方式来打败市场——换句话说，获得比长期的平均回报率更好的收益呢？许多人看中的是一种叫做“行业轮换”的标准技巧。你只要弄清楚石油业什么时候比零售业表现得更好就行了，诸如此类的。你只要永远在市场上最火爆的行业里打转，比其他人做出更好的选择就可以。依照这个假定，经过一段漫长的时间之后，你的业绩就会很出色。

然而，我不知道有谁通过行业轮换而真正发大财。也许有些人能够做到。我并不是说没有人能做到。我只知道，我认识的富人——我认识的富人非常多——并不那么做。

第二个基本方法是本杰明·格拉汉姆使用的方法——沃伦和我十分欣赏这种方法。作为其中一个元素，格拉汉姆使用了私人拥有价值的概

念，也就是说，应该考虑如果整个企业出售（给私人拥有者）的话，能够卖多少钱。在很多情况下，那是可以计算出来的。



IBM标志性的办公产品Selectric打字机使用的是一种可替换的球状打字键，而非传统的杆式键盘或者滑架式键盘。因为便于使用和容易买到，Selectric变成一种流行的办公用品，很大程度上取代了其他标准的电动打字机。

然后，你再把股价乘以股票的份数，如果你得到的结果是整个售价的三分之一或更少，他会说你买这样的股票是捡了大便宜。即使那是一家烂企业，管理者是个酗酒的老糊涂，每股的真实价值比你支付的价格高出那么多，这意味着你能得到各种各样的好处。你如果得到这么多额外的价值，用格拉汉姆的话来说，就拥有了巨大的安全边际。



本杰明·格拉汉姆

(Benjamin Graham , 1894——1976)

本杰明·格拉汉姆出生于伦敦，幼年时随全家迁居美国。他的父亲开过一家进口公司，但很快就关门大吉。虽然出身穷苦，格拉汉姆还是考上了哥伦比亚大学。从该校毕业后，他成为纽伯格·亨德森·劳伯公司的记录员。聪明才智让他很快脱颖而出，年仅25岁便成为该公司的合伙人。1929年的股市大崩盘差点让格拉汉姆破产，但他吸取了宝贵的投资教训。在20世纪30年代，格拉汉姆出版了一系列投资图书，后来都成了经典。这些书里面最著名的有《证券分析》和《聪明的投资者》。格拉汉姆提出了“内在价值”的概念，以及以该价值的折扣价购买股票的理念。

但总的来说，他购买股票的时候，世界仍未摆脱20世纪30年代经济大萧条的影响——英语世界600年里最严重的经济衰退。我相信扣除通货膨胀因素之后，英国利物浦的小麦价格大概是600年里最低的。人们很久才摆脱大萧条带来的恐慌心理，而本杰明·格拉汉姆早就拿着盖格探测器在20世纪30年代的废墟中寻找那些价格低于价值的股票。

而且在那个时代，流动资金确实属于股东。如果职员不再有用，你完全可以解雇他们，拿走流动资金，把它装进股东的口袋里。当时的资

本主义就是这样的。

当然，现在的会计报表上的东西是当不得真的——因为企业一旦开始裁员，大量的资产就不见啦。按照现代文明的社会制度和新的法律，企业的大量资产属于职员，所以当企业走下坡路时，资产负债表上的一些资产就消失了。

如果你自己经营一家小小的汽车经销店，情况可能不是这样的。你可以不需要为员工缴纳医疗保险之类的福利金，如果生意变得很糟糕，你可以收起你的流动资金回家去。但IBM不能或者不去这么做。看看当年IBM由于世界上主流科技发生变化，加上它自身的市场地位下降，决定削减员工的规模时，它的资产负债表上失去了什么吧。

在摧毁股东财富方面IBM算得上是模范了。它的管理人员非常出色，训练有素。但科学技术发生了很大的变化，导致IBM成功地“冲浪”60年之后被颠下了浪尖。这算是溃败吧——是一堂生动的课，让人明白经营科技企业的难处，这也是沃伦和芒格不很喜欢科技行业的原因之一。我们并不认为我们精通科技，这个行业会发生许多稀奇古怪的事情。

总而言之，这个我称之为本杰明·格拉汉姆经典概念的问题在于，人们逐渐变得聪明起来，那些显而易见的便宜股票消失了。你们要是带着盖格探测器在废墟上寻找，它将不再发出响声。

但由于那些拿着铁锤的人的本性——正如我说过的那样，在他们看来，每个问题都像钉子——本杰明·格拉汉姆的信徒们作出的反应是调整他们的盖格探测器的刻度。实际上，他们开始用另一种方法来定义便宜股票。他们不断地改变定义，以便能够继续原来的做法。他们这么做效果居然也很好，可见本杰明·格拉汉姆的理论体系是非常优秀的。

当然，他的理论最厉害的部分是“市场先生”的概念。格拉汉姆并不认为市场是有效的，他把市场当成一个每天都来找你的躁狂抑郁症患者。有时候，“市场先生”说：“你认为我的股票值多少？我愿意便宜卖给你。”有时候他会说：“你的股票想卖多少钱？我愿意出更高的价钱来买它。”所以你有机会决定是否要多买进一些股票，还是把手上持有的卖掉，或者什么也不做。

在格拉汉姆看来，能够和一个永远给你这一系列选择的躁狂抑郁症

患者做生意是很幸运的事情。



也许苏联人在选择铁锤作为他们的革命标志时想到了这句德国谚语：

“一个人若不是铁锤，便是镰刀。”



特朗普的标志性话语：“你被解雇了！”
摄影：比尔·达维拉（路透社）

这种思想非常重要。例如，它让巴菲特在其成年之后的一生中受益匪浅。

然而，如果我们只是原封不动地照搬本杰明·格拉汉姆的经典做法，

我们不可能拥有现在的业绩。那是因为格拉汉姆并没有尝试去做我们做过的事情。

例如，格拉汉姆甚至不愿意跟企业的管理人员交谈。他这么做是有原因的。最好的教授用通俗易懂的语言来表达自己的思想，格拉汉姆也一样，他想要发明一套每个人都能用的理论。他并不认为随便什么人都能够跑去跟企业的管理人员交谈并学到东西。他还认为企业的管理人员往往会非常狡猾地歪曲信息，用来误导人们。所以跟管理人员交谈是很困难的。当然，现在仍然如此——人性就是这样的。

我们起初是格拉汉姆的信徒，也取得了不错的成绩，但慢慢地，我们培养起了更好的眼光。我们发现，有的股票虽然价格是其账面价值的两三倍，但仍然是非常便宜的，因为该公司的市场地位隐含着成长惯性，它的某个管理人员可能非常优秀，或者整个管理体系非常出色等等。

一旦我们突破了格拉汉姆的局限性，用那些可能会吓坏格拉汉姆的定量方法来寻找便宜的股票，我们就开始考虑那些更为优质的企业。

顺便说一声，伯克希尔·哈撒韦数千亿美元资产的大部分来自这些更为优质的企业。最早的两三亿美元的资产是我们用盖格探测器四处搜索赚来的，但绝大多数钱来自那些伟大的企业。

即使在早年，有些钱也是通过短暂地投资优质企业赚来的。比如说，巴菲特合伙公司（注：巴菲特1957——1969年经营的合伙投资私募基金）就曾经在美国运通和迪士尼股价大跌的时候予以购进。

大多数投资经理的情况是，客户都要求他们懂得许许多多的事情。而在伯克希尔·哈撒韦，没有任何客户能够解雇我们，所以我们不需要讨好客户。我们认为，如果发现了一次定错价格的赌注，而且非常有把握会赢，那么就应该狠狠地下注，所以我们的投资没那么分散。我认为我们的方法比一般投资经理好得多得多。

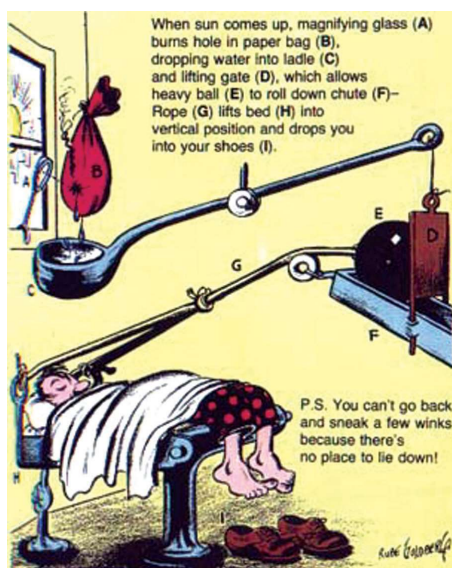
然而，平心而论，我觉得许多基金管理人就算采用我们的方法，也未必能够成功地销售他们的服务。但如果你们投资的是养老基金，期限为40年，那么只要最终的结果非常好，过程有点波折或者跟其他人有点不同又怎么样呢？所以业绩波动有点大也没关系的。

在当今的投资管理界，每个人不仅都想赢，而且都希望他们的投资之路跟标准道路相差不要太远。这是一种非常造作、疯狂的臆想。投资管理界这种做法跟中国女人裹脚的陋习差不多。那些管理者就像尼采所批评的那个以瘸腿为荣的人。

那真的是自缚手脚。那些投资经理可能会说：“我们不得不那么做呀。人们就是以那种方式评价我们的。”就目前的商界而言，他们的说法可能是正确的。但在理智的客户看来，这个系统整个是很神经的，导致许多有才华的人去从事毫无社会意义的活动。

伯克希尔的系统就不神经。道理就这么简单，即便非常聪明的人，在如此激烈竞争的世界里，在与其他聪明而勤奋的人竞争时，也只能得到少数真正有价值的投资机会。

好好把握少数几个看准的机会比永远假装什么都懂好得多。如果从一开始就做一些可行的事情，而不是去做一些不可行的事情，你成功的几率要大得多。这难道不是显而易见的吗？



在这幅鲁比·古德伯格创造的经典漫画《机器》中，吕西弗·戈尔刚索拉·巴兹教授把发明的可行性推到极限。古德伯格的发明漫画深受20世纪初期“机器时代”的影响，当时人们发明了许多旨在使生活变得简单的复杂机器。和许多美国人一样，查理小时候也喜欢想像力极其丰富的古德伯格的漫画。

适应

能够生存下来的物种不是最强的，也不是最聪明的，而是最能

适应变化的。

——查尔斯·达尔文



鸚雀（*Certhidea olivacea*）是达尔文在加拉帕戈斯群岛发现的14种雀类之一。为了纪念达尔文的开拓性研究，这些物种被命名为“达尔文雀”。

你们有谁能够非常自信地认为自己看准了56个好机会呢？请举手。有多少人能够比较有把握地认为自己看准了两三个好机会呢？陈词完毕。

我想说的是，伯克希尔·哈撒韦的方法是依据现实的投资问题而不断调整变化的。

我们的确从许多优质企业上赚了钱。有时候，我们收购整个企业；有时候呢，我们只是收购它的一大部分股票。但如果你去分析的话，就会发现大钱都是那些优质企业赚来的。其他赚许多钱的人，绝大多数也是通过优质企业来获利的。

长远来看，股票的回报率很难比发行该股票的企业的一年均利润高很

多。如果某家企业40年来的资本回报率是6%，你在这40年间持有它的股票，那么你得到的回报率不会跟6%有太大的差别——即使你最早购买时该股票的价格比其账面价值低很多。相反地，如果一家企业在过去二三十年间的资本回报率是18%，那么即使你当时花了很大的价钱去买它的股票，你最终得到的回报也将会非常可观。

所以窍门就在于买进那些优质企业。这也就买进了你可以设想其惯性成长效应的规模优势。

你们要怎样买入这些伟大公司的股票呢？有一种方法是及早发现它们——在它们规模很小的时候就买进它们的股票。例如，在山姆·沃尔顿第一次公开募股的时候买进沃尔玛。许多人都努力想要这么做。这种方法非常有诱惑性。如果我是年轻人，我也会这么做的。

但这种（投资起步阶段公司的）方法对伯克希尔·哈撒韦来讲已经没有用了，因为我们有了太多的钱。（采用这种方法的话，）我们找不到适合我们的投资规模的企业。此外，我们有我们的投资方法。但我认为，对于那些初出茅庐的人来说，要是配以自律，投资有发展潜力的小公司是一种非常聪明的办法。只不过我没那么做过而已。

等到优秀企业明显壮大之后，想要再参股就很困难了，因为竞争非常激烈。到目前为止，伯克希尔还是设法做到了。但我们能够继续这么做吗？哪个项目才是我们的下一次可口可乐投资呢？嗯，我不知道答案。我认为我们现在越来越难以找到那么好的投资项目了。

理想的情况是——我们遇到过很多这种情况——你买入的伟大企业正好有一位伟大的管理者，因为管理人员很重要。例如，通用电气的管理者是杰克·韦尔奇，而不是那个掌管西屋电气的家伙，这就造成了极大的不同。所以管理人员也很重要。

而这有时候是可以预见的。我并不认为只有天才能够明白杰克·韦尔奇比其他公司的管理者更具远见和更加出色。我也不认为只有非常聪明的人才能理解迪士尼的发展潜力非常大，艾斯纳（注：迈克尔·艾斯纳，1942——，迪士尼公司时任董事会主席兼首席执行官）和威尔斯（注：弗兰克·威尔斯，1932——1994，迪士尼公司的时任总裁兼首席营运官）是非常罕见的管理者。

所以你们偶尔会有机会可以投资一家有着优秀管理者的优秀企业。

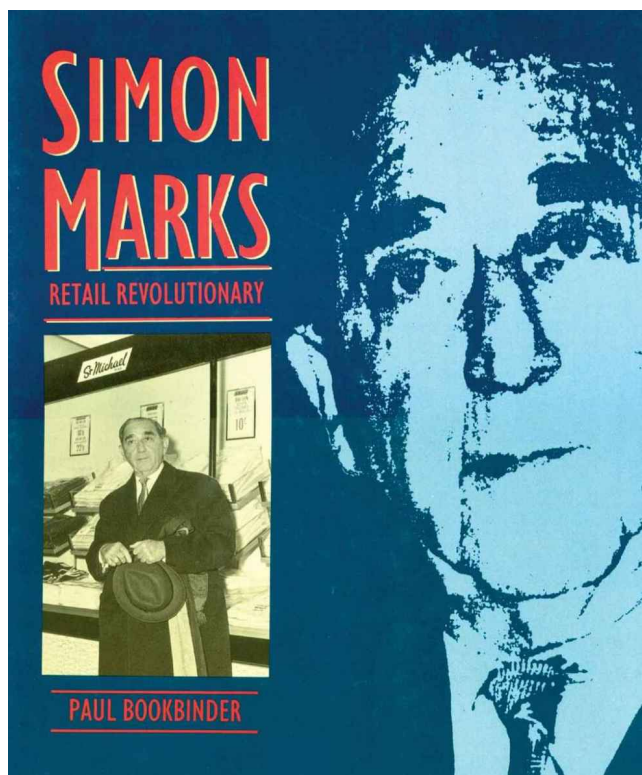
当然啦，这是非常幸运的事情。如果有了这些机会却不好好把握，那你们就犯了大错。

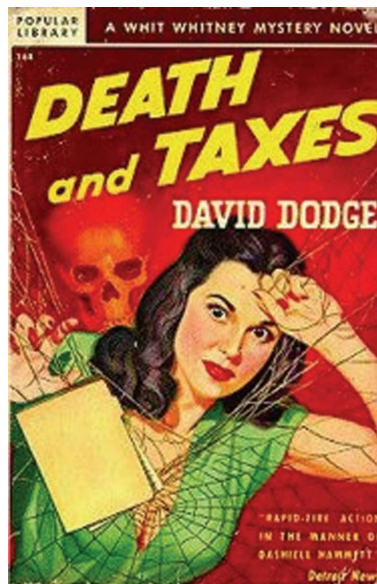
你们偶尔会发现有些管理者非常有才能，能够做普通人做不到的事情。我认为西蒙·马克斯——英国玛莎百货的第二代掌门——是这样的人，国民收款机公司的帕特森是这样的人，山姆·沃尔顿也是这样的人。

西蒙·马克斯

(Simon Marks , 1888——1964)

西蒙·马克斯出生在英国的利兹，父母是波兰移民，自幼在他父亲的零售店玛莎百货中长大。从学风严谨的本地语法学校（相当于如今的高中）毕业之后，西蒙·马克斯加入了其家族企业。在28岁那年，他被任命为董事会主席，领导玛莎百货进行了销售革新，获得了巨大的财务上的成功。除了为他的公司作贡献之外，西蒙·马克斯还致力于犹太复国运动。





这些人并不少见——而且在许多时候，他们也不难被辨认出来。如果他们采取合理的举措——再加上这些人通常会让员工变得更加积极和聪明——那么管理人员就能够发挥更重要的作用。

然而一般来说，把赌注押在企业的质量上比押在管理人员的素质上更为妥当。换句话说，如果你们必须作选择的话，要把赌注押在企业的发展前景上，而不是押在管理者的智慧上。

在非常罕见的情况下，你会找到一个极其出色的管理者，哪怕他管理的企业平平无奇，你们对他的企业进行投资也是明智的行为。

另外有一种非常简单的效应，无论是投资经理还是其他人都很少提及，那就是税收的效应。如果你们打算进行一项为期30年、年均复合收益为15%的投资，并在最后缴纳35%的所得税，那么你们的税后年均复合收益是13.3%。

与之相反，如果你们投资了同样的项目，但每年赚了15%之后缴纳35%的所得税，那么你们的复合回报率将会是15%减去15%的35%——也就是每年的复合回报率为9.75%（ $15\% - 15\% \times 35\% = 9.75\%$ ）。所以两者相差超过了3.5%。而对于为期30年的长期投资而言，每年多3.5%的回报率带来的利润绝对会让你们瞠目结舌。如果你们长期持有一些伟大公司的股票，光是少交的所得税就能让你增添很多财富。

Form

1040

Department of the Treasury—Internal Revenue Service

U.S. Individual Income Tax Return

Label

(See instructions on page 16.)

Use the IRS label. Otherwise, please print or type.

L

A

B

E

L

H

E

R

E

For the year Jan. 1–Dec. 31, 2004, or other tax year beginning on _____

Your first name and initial _____

If a joint return, spouse's first name and initial _____

Home address (number and street). If you have a P.O. box, enter that first _____

City, town or post office, state, and ZIP code. If you are in a foreign country, enter the country name _____

Presidential Election Campaign

(See page 16.)

☐ Yes
 ☐ No

Filing Status

Check only one box.

☐ 1 Single
☐ 2 Married filing jointly (even if only one has income)
☐ 3 Married filing separately. Enter spouse's name and full name here. _____
☐ 4 Qualifying widow(er) with dependent child
☐ 5 Head of household

Note. Checking "Yes" will not change your tax. Do you, or your spouse if filing a joint return, want to contribute to the Presidential Election Campaign?

即使是年均回报率10%的30年期投资项目，在最后支付35%的所得税之后，也能给你带来8.3%的税后年均收益率。相反，如果你每年支付35%的税收，而不是在最后才支付，那么你的年均收益率就下降到6.5%。所以就算你投资的股票的历史回报率只与整个股市的回报率持平，分红派息又很低，你也能多得到差不多两个百分点的年均税后收益。

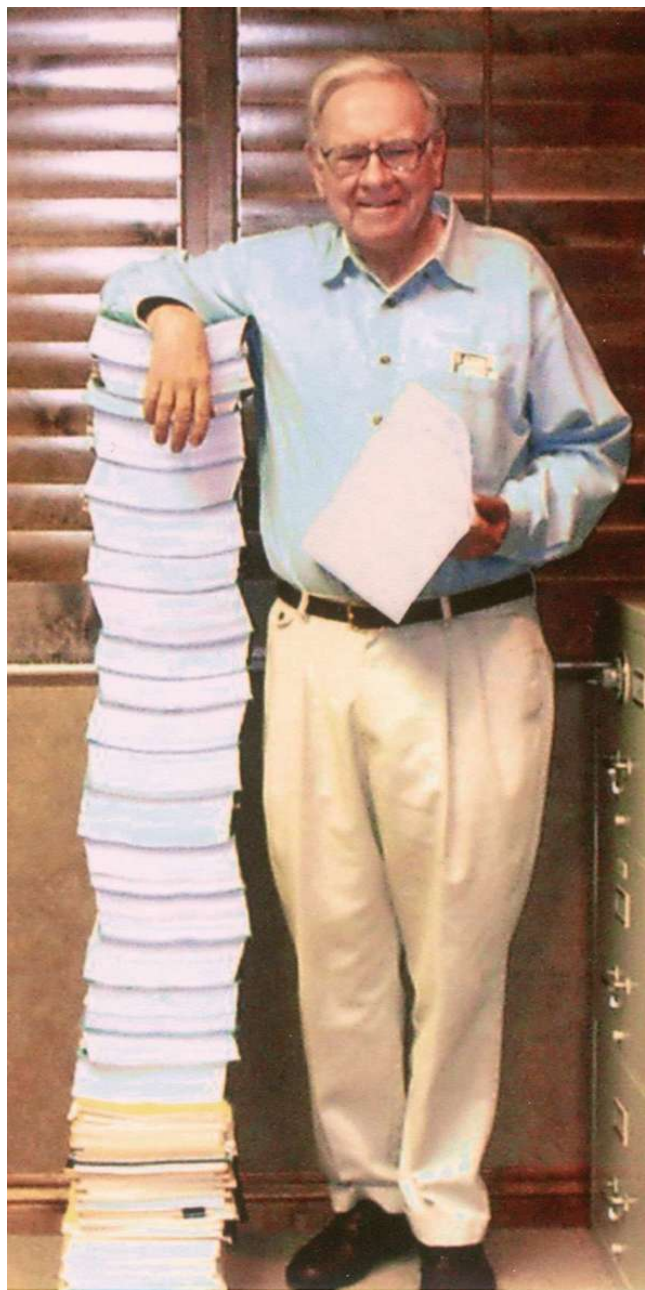
我活了这么久，见识过许多企业所犯的错误，我认为过度地追求减少纳税额是企业犯下大错的常见原因之一。我见过许多人因为太想避税而犯下可怕的错误。

沃伦和我个人从不钻油井（注：一种大规模避税的方法）。我们依法纳税。到目前为止，我们做得非常好。从今以后，无论什么时候，只要有人要卖给你避税的服务，我的建议是别买。

实际上，无论什么时候，只要有人拿着一份200页的计划书并收一大笔佣金要卖给你什么，别买下它。如果采用这个“芒格的规矩”，你偶尔会犯错误。然而从长远来看，你将会远远领先于其他人——你将会避开许多可能会让你仇视你的同类的不愉快经验。

对于个人而言，做到长期持有几家伟大公司的股票而什么都不用做的地步有许多巨大的优势：你付给交易员的费用更少，听到的废话也更少，如果这种方法生效，税务系统每年会给你1%到3%的额外回报。

你认为你们大多数人通过聘请投资顾问，花1%的收益支付他们的薪水，让他们想尽办法避税，这样就能获得很大的优势吗？祝你好运。



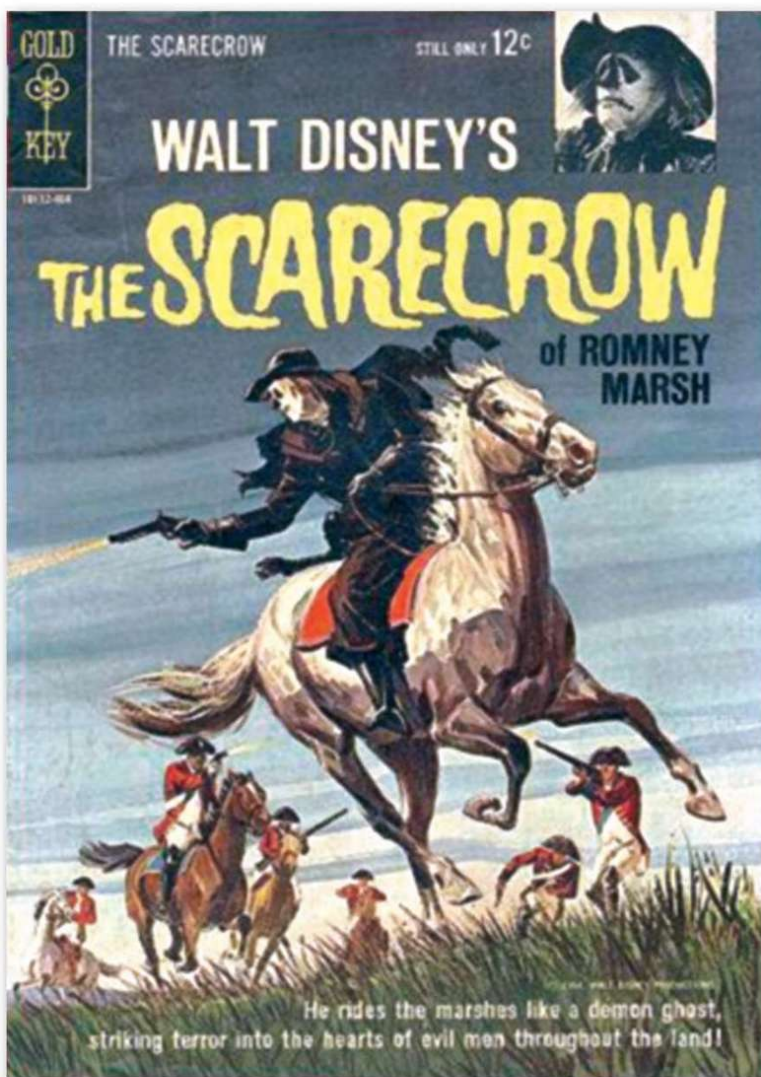
“我们依法纳税”

伯克希尔送给山姆大叔的圣诞礼物：我右手边是2004年的伯克希尔联邦纳税申报单——10249页，总纳税额31亿3147万3650美元。我左手拿着的是13岁那年填的纳税申报单，纳税总额7美元。

——巴菲特

沃伦和我个人从不钻油井。我们依法纳税。到目前为止，我们做得非常好。从今以后，无论什么时候，只要有人要卖给你避税的服务，我的建议是别买。

——芒格



大获成功的迪士尼特许经营不仅包括主题公园和电影，还有图书、漫画和利润很高的视频销售。

这种投资哲学危险吗？是的。生活中的一切都有风险。由于投资伟大的公司能够赚钱的道理太过明显，所以它有时被做过头了。在1950年代的大牛市，每个人都知道哪些公司是优秀的。所以这些公司的市盈率飞涨到50倍、60倍、70倍。就像IBM从浪尖掉落那样，许多公司也好景不再。因此，虚高的股价导致了巨大的投资灾难。你们必须时刻注意这种危险。

所以风险是存在的。没有什么顺理成章和轻而易举的事。但如果你们能够找到某个价格公道的伟大公司的股票，买进它，然后坐下来，这种方法将会非常非常有效——尤其是对个人投资者而言。

在成长股票模式中，有这样一个子模式：在你们的一生当中，你们能够找到少数几家企业，它们的管理者仅通过提高价格就能极大地提升利润——然而他们还没有这么做。所以他们拥有尚未利用的提价能力。人们不用动脑筋也知道这是好股票。

迪士尼就是这样的。带你们的孙子去迪士尼乐园玩是非常独特的体验。你们不会经常去。全国有许许多多的人口。迪士尼发现它可以把门票的价格提高很多，而游客的人数依然会稳定增长。

所以迪士尼公司的伟大业绩固然是因为艾斯纳和威尔斯极其出色，但也应该归功于迪士尼乐园和迪士尼世界的提价能力，以及其经典动画电影的录像带销售。

在伯克希尔·哈撒韦，沃伦和我很早就提高了喜诗糖果的价格。当然，我们投资了可口可乐——它也有一些尚未利用的提价能力。可口可乐也有出色的管理人员。除了提高价格之外，可口可乐的高层郭思达（Goizueta）和柯欧孚（Keough）还做了其他许多事情。那是很完美的（投资）。

你会发现一些定价过低的赚钱机会。确有人不会把商品价格定到市场能够轻易接受的高位。你们要是发现这样的情况，那就像在马路上看到钱一样——前提是你们有勇气相信自己的判断。

如果你们看看伯克希尔那些赚大钱的投资项目，并试图从中寻找模式的话，你们将会发现，我们曾经两次在有两份报纸的城市中买了其中一家，两个城市之后都变成了只剩一家报纸的市场。所以从某种程度上来讲，我们是在赌博。

其中一家报纸是《华盛顿邮报》，我们购买这家报纸的时候，其股票价格大概是其价值的20%。所以我们是依照本杰明·格拉汉姆的方法——以价值的五分之一的价格——买进的。此外，当时我们看准了该报会成为最后的赢家，而且其管理人员非常正直和聪明。那真是一次梦幻般的绝佳投资。它的管理人员是非常高尚的人——凯瑟琳·格拉汉姆的家族。所以这项投资就像一场美梦——绝佳的美梦。

当然，那是1973年到1974年间的事情。那次股灾跟1932年的很像。那可能是40年一遇的大熊市。那次投资为我们赚了50倍的收益（注：至1994年演讲时）。如果我是你们，我可不敢指望你们这辈子能够得到像1973年到1974年的《华盛顿邮报》那么好的投资项目。

让我来谈谈另外一个模型。当然，吉列和可口可乐都生产价格相当低廉的产品，在世界各地占有巨大的市场优势。就吉列而言，他们的技术仍然是领先的。当然，和微型芯片相比，剃须刀的技术相当简单。但它的竞争对手却很难做到这一点。

《华盛顿邮报》

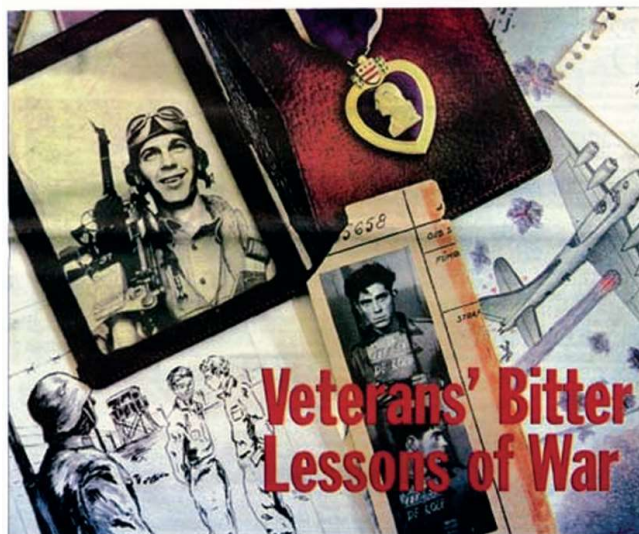
1877年，斯蒂尔森·哈金斯创办了《华盛顿邮报》。三年后，该报成为华盛顿地区第一份每周出版七次的日报。1946年，菲利普·格拉汉姆成为该报出版人，他在1959年出任总裁一职。在20世纪60年代初期，《华盛顿邮报》收购了《新闻周刊》杂志，并和《洛杉矶时报》合资成立了一家新闻社。

The Washington Post

VOLUME 20, NO. 21

MARCH 17 - 23, 2003

www.washingtonpost.com \$1.95



KARL ROVE, BUSH'S POLITICAL EYES AND EARS
FOR BUSH, IRAQ DEFINES HIS PRESIDENCY
IRAN GOES NUCLEAR WHILE WE WEREN'T LOOKING

Memo
Slip an empty
carton into your
change pocket
to remind you to get
De Luxe Package
Gillette
SAFETY RAZOR **BLADES**
*with the finest edge
that steel can take*
SOLD BY ALL DEALERS THE WORLD OVER

The De Luxe Package
Three blades (60 finest
sharp edges). The finest
steel blades the world
has for a truly perfect shave.
Quality guaranteed by the
most careful preparation,
selection and inspection.

一次性剃刀的历史

金·吉列 (1855——1932) 原本是个四处推销五金器具的销售

员，他热衷于改进自己销售的产品，很早就懂得一次性消费品销量巨大的道理。1895年，吉列发现了一个商机：如果能够给一小方块钢片加上刀锋，他就可以推广一种经济型的刀片，这种刀片在变钝之后可以抛弃，更换新的。1901年，吉列和威廉·埃默里·尼克森创办了美国安全剃刀公司（后来很快改名为吉列公司）。该公司在历史上第一次将几片刀片装成一盒，连同剃刀刀柄一起出售。最早的产品出现在1903年，第二年，吉列的产品得到了专利认证。

所以他们在剃须刀改进方面处于领先地位。吉列在许多国家的剃须刀市场的占有率超过90%。

政府职员保险公司（GEICO）是个非常有趣的模型。它是你们应该记住的大概100种模型之外的一种。我有许多终生都在挽救濒临倒闭企业的朋友。他们不约而同地使用了下面的方法——我称之为癌症手术法。

他们望着这团乱麻，看是否把某些业务砍掉，剩下的健康业务会值得保留下来。如果他们发现确实有，就会把其他的都砍掉。当然，如果这种方法行不通，他们就会让该企业破产。但它往往是奏效的。

政府职员保险公司的主业非常好——虽被公司其他的一片混乱所埋没，但仍然能够运转。由于被成功冲昏了头脑，政府职员保险公司做了一些蠢事。他们错误地认为，因为他们赚了很多钱，所以什么都懂，结果蒙受了惨重的损失。

他们不得不砍掉所有愚蠢的业务，回到原来那极其出色的老本行。如果你们仔细思考，就会明白这是一种非常简单的模型。并且它被人们一次又一次地反复应用。

至于政府职员保险公司，它让我们不费吹灰之力就赚了很多钱。它是一家很棒的企业，有一些可以轻易砍掉的愚蠢业务。政府职员保险公司聘请了一些性格和智力都很杰出的人，他们对它进行了大刀阔斧的改革。那是一个你们想要寻找的模型。

你们在一生中也许能够找到一种、两种或三种这样绝好的模型。至于足够好到能用得上的模型，你们也许能够找到20种或者30种。

最后，我想再次谈谈投资管理。这门生意特别好玩——因为在净值的水平上，整个投资管理业加起来并没有给所有客户创造附加值。这就是它的运转方式。

当然，水管安装业不是这样的，医疗行业也不是这样的。如果你们打算在投资管理业开展你们的职业生涯，那么你们便面临着一种非常特殊的情况。大多数投资经理就像脊椎按摩师，他们对付这种情况的方式是打心底予以否认。这是常见的对付投资管理行业局限的方法。但如果你们想要过上最好的生活，我劝你们别采用这种心理否认的模式。

我认为少数人——为数极少的投资经理——能够创造附加值。但我认为光靠聪明是做不到这一点的。我认为你们还必须接受一点训练，一旦瞄准机会就倾囊出击——如果你们想要尽力为客户提供高于市场平均回报率的长期收益的话。

但我刚刚谈的只限于那些选择普通股的投资经理。我并没有包括其他人。也许有人精通外汇或者其他业务，能够以那种方式取得极佳的长期业绩，但那不是我了解的领域。我说的是如何挑选美国的股票。

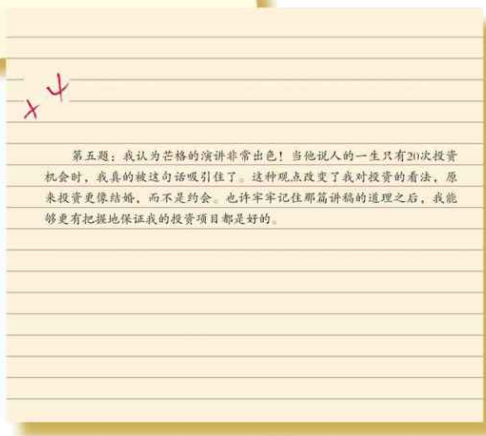
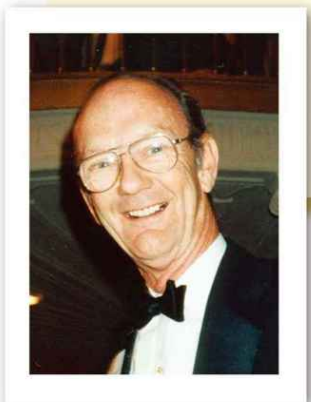
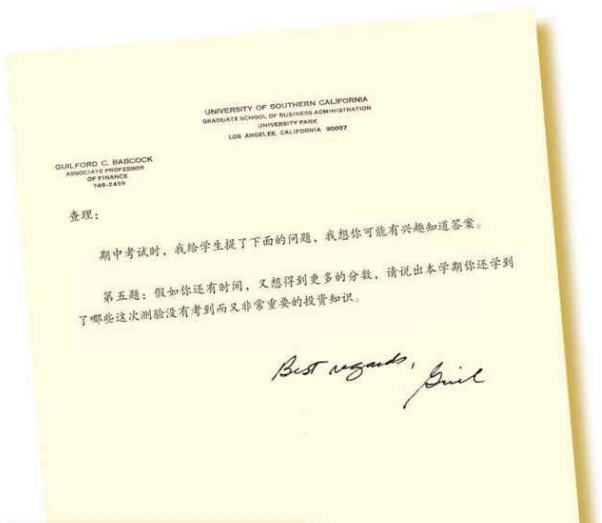
我认为投资管理人员很难为客户提供许多附加值，但那并非不可能的任务。



政府职员保险公司

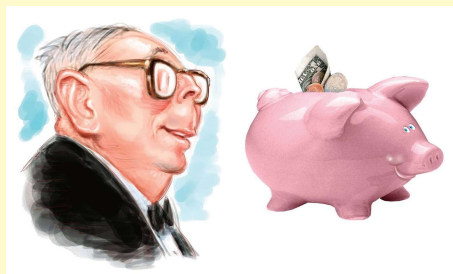
里奥·古德温和丽莲·古德温夫妇在1936年的经济大萧条期间创办

了政府职员保险公司（GEICO）。他们使用了直接营销的策略，所以该公司收取的保费较低，而仍能够盈利。该公司发展很快，尽管刚开始的时候，它的目标客户主要是联邦政府雇员和军队士官。政府职员保险公司很快将市场推广至普通公众。1951年，沃伦·巴菲特第一次购买了该公司股份。在随后那些年，他继续不停地买进，到了1996年，政府职员保险公司变成了伯克希尔·哈撒韦的全资子公司。



南加州大学金融学教授吉尔福德·巴伯科克写信（左边信件）给查理，告知查理他的学生对这次题为“论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系”的演讲的反应。

“我没有什么要补充的”第三篇



在历年的鸡尾酒会等场合，人们向查理提出了无数问题。下面这个是我们随机挑选出来的。

问：许多人问我有没有傻瓜也能懂的办法，可以用来确保有足够的钱花或者不为退休后的生活发愁。我总是设法逃避这些问题。（编者：“但是这次，查理，你逃不掉啦。”）

量入为出，养成储蓄的习惯。把存起来的钱放进一个延期纳税账户（tax-deferred account）。日积月累之后，它就会变成一大笔钱。这就是傻瓜也能明白的办法。

重读第二讲

2006年，我重读了第二篇讲稿，我认为可以增加如下内容来加以提高：（1）解释哈佛大学和耶鲁大学近些年极为成功的投资；（2）现在有许多基金试图通过模仿或延续哈佛和耶鲁的投资方法来复制它们过去的成功，对其结果进行预测；（3）威廉·庞德斯通在其2005年的著作《财富方程式》中提出了有效市场假设，简单地对其进行评论。



在我看来，情况是这样的，哈佛和耶鲁传统上并不强调在不借钱的情况下持有分散化的美国普通股，所以它们近些年来投资成功可能受到如下四种因素的推动：

（1）哈佛和耶鲁投资了债务杠杆收购（LBO）基金，这使它们持有的美国股票的收益产生了杠杆效应。债务杠杆收购基金的结构使得它们借债投资比在普通股票账户抵押借债更加安全，因为后一种借债在市场恐慌时常常被迫平仓。在大市表现良好的情况下，这种做法往往能够产生较为漂亮的结果。当然，如果除去各种基金费用，仅仅通过投资美国标普指数，再加上一点借债，也能够得到同样的结果。

（2）在各个投资领域，哈佛和耶鲁选择或直接聘请那些能力出众的投资经理，这让我们再次看到，市场并不是完全有效的，而且有些好的投资结果来自异常的技巧或者其他异常的优势。就拿哈佛和耶鲁来说

吧，由于它们自身的声望，它们能够进入一些利润最丰厚的高科技风险投资基金，而其他投资者则不得其门而入。这些基金以往都很成功，这使它们比那些较为逊色的风险投资机构更能吸引到好的投资项目，非常合乎逻辑的是，最好的创业家都会早早选择那些声誉最好的基金。

（3）哈佛和耶鲁明智而及时地模仿投资银行公司的做法，进行了几种当时不常见的投资活动，比如说投资低迷的美国公司债、高收益的外国债券和杠杆式的“固定收益套利”（Fixed Income Arbitrage），当时这些投资领域有许许多多的好机会。

（4）最后，哈佛和耶鲁近些年之所以能够通过杠杆投资和非常规投资获得不菲的收益，利率日益下降和股票市盈率逐渐上升共同起到了推波助澜的作用。



哈佛大学创办于1636年，当然是美国最古老的高等教育机构。它的拉丁文校训翻译过来很简单，就是“真理”。不甘落后的耶鲁创办的时间要晚一些，是在1701年，它的校训比哈佛多了一个词，是“光明和真理”。

——芒格

哈佛和耶鲁极其成功的投资让我既喜且忧。喜的是，这证明学术在世俗事务中往往是有用的。像我这样喜爱学术然而却走进商界的人，对这种世俗成就的反应就像那些对米利都的泰勒斯津津乐道的现代科学家

那样。泰勒斯是古代科学家，他预见到来年橄榄会大丰收，于是就把当地的橄榄压榨机都租下来，发了一笔大财。

忧的是：（1）受到妒忌心的驱使和推销员的怂恿，其他名牌大学热衷于模仿哈佛和耶鲁，它们未来恐怕会蒙受惨重的损失；（2）那些效仿跟风的推销者获得成功的可能性很小。我现在的感觉跟高科技泡沫即将破灭时的恐惧差不多。当时许多机构眼红起步早的成功风险投资者，比如说斯坦福大学，许多风险资本家采用了居心不良的推销方法，大约900亿美元因此投向了低质的、不成熟的项目，到目前为止，那些后来跟进的投资者蒙受了多达450亿美元的净亏损。



此外，哈佛和耶鲁现在可能需要展现与它们之前展现出来的不同的非常规智慧。让人们抛弃最近大获成功的做法是有悖人类本能的。但这往往是个好主意。减少欲望，而不是为了满足欲望而增加风险也同样是个好主意。

我发表第二次演讲的时间是1994年，到现在已经12年过去了。在这12年里，大量有用的思想和资料都支持了我的观点：证券市场和赛马场的彩池投注系统都无法阻止某些投机者利用异乎寻常的技巧获得令人非常满意的、极其出众的回报。威廉·庞德斯通的著作《财富方程式》收集了许多现代资料，以十分有趣的方式证明了这个道理。此外，那本书还记录了信息理论领域的前沿科学家克劳德·香农非凡的投资业绩，那使香农的方法看起来跟查理·芒格的方法差不多。

米利都的泰勒斯

（公元约前620年——公元前546年）

亚里士多德认为泰勒斯是最早研究物质的基本元素的人，推举他为自然哲学的鼻祖。泰勒斯的兴趣几乎涵盖一切：哲学、历史学、科学、数学、工程学、地理学和政治学。他提出各种理论来解释许多自然现象和变化的原因。他对天体现象的理解奠定了希腊天

文学的基础。他创办了米利都自然哲学学派，提出了科学的研究法。

最新的普世智慧：查理问答录

你和沃伦如何评估待收购的企业？

我们不太用财务标尺；我们也使用许多主观的标准：我们能够信赖管理层吗？它会损害我们的声誉吗？会出现什么问题？我们理解这个行业吗？这家企业需要注资才能继续运转吗？预期的现金流是多少？我们并不期待它会直线增长，只要价格适中，周期性增长我们也能接受。

年轻人在工作中应该追求什么？

我有三个基本原则。同时满足这三个原则几乎是不可能的，但你应该努力去尝试：

- 别兜售你自己不会购买的东西。
- 别为你不尊敬和钦佩的人工作。
- 只跟你喜欢的人同事。

我这一生真是非常幸运：由于和沃伦同事，这三个原则我都做到了。

你对年轻人有什么人生建议吗？

每天起床的时候，争取变得比你从前更聪明一点。认真地、出色地完成你的任务。慢慢地，你会有所进步，但这种进步不一定很快。但你这样能够为快速进步打好基础……每天慢慢向前挪一点。到最后——如果你足够长寿的话——像大多数人那样，你将会得到你应得的东西。





你不必非常出色，只要在很长、很长的时间内保持比其他人聪明一点点就够了。

——芒格

人生在不同阶段会遇到不同的难题，非常棘手的难题。我认为有三点有助于应付这些困难：

- 期望别太高；
- 拥有幽默感；
- 让自己置身于朋友和家人的爱之中。

最重要的是，要适应生活的变化。如果世界没有改变，我现在身上仍然会有12个缺陷。

这是1996年查理给威廉·拉希尔（William C. Lazier）教授的学生所作的演讲。威廉是斯坦福大学法学院的南希·芒格和查理·芒格的讲席教授。因为这篇演讲——发表在1997年12月29日和1998年3月13日的《杰出投资者文摘》上——重复了许多包含在其他演讲中的思想和语句，尤其是“关于现实思维的现实思考？”，所以编者删减了一些段落，补充了相应的评论，以便使这篇演讲保持前后连贯。尽管有删节，这篇讲稿仍然蕴含了许多独特的思想，以及许多用新颖的方式表达出来的读者已经熟悉的思想。



第三讲

论基本的、普世的智慧（修正稿）

斯坦福大学法学院

1996年4月19日



胡佛大楼，斯坦福大学

在今天的演讲中，我想进一步发挥两年前我在南加州大学商学院所讲的内容……你们手头有我在南加大演讲的讲稿。里面没有哪一点是我今天不会重复的。但我想扩展我当时说过的话。显而易见，如果沃伦·巴菲特从哥伦比亚大学商学院毕业之后没有吸取新的知识，伯克希尔将不可能取得现在的成就。沃伦将会变成富人——因为他从哥伦比亚的格拉汉姆那里学到的知识足以让任何人变得富裕。但如果他没有继续学习，他将不会拥有伯克希尔·哈撒韦这样的企业。

你们要怎样才能得到普世智慧呢？使用哪种方法能够让你们跻身于世上极少数拥有基本实践智慧的人士之列呢？

长久以来，我相信有某种方法——它是几乎所有聪明人都能掌握的——比绝大多数人所用的方法都有效。正如我在南加大商学院说过的，你们需要的是在头脑里形成一个由各种思维模型构成的框架。然后将你

们的实际经验和间接经验（通过阅读等手段得来的经验）悬挂在这个强大的思维模型架上。使用这种方法可以让你们将各种知识融会贯通，加深对现实的认知。



跨学科思考的先驱：威廉·奥斯勒爵士

（Sir William Osler, 1849——1919）

威廉·奥斯勒爵士是一名加拿大医生，被尊称为“现代医学之父”。他和查理一样，也是“多元主义”的坚定支持者，不断提醒专业化的危险：“不断地将注意力集中在同一个学科，不管这个学科是多么有趣，都会把人的思想禁锢在一个狭窄的领域之内。”

奥斯勒在魁北克蒙特利尔的麦吉尔大学求学和教书，他在校获得医学学位。后来他成为巴尔的摩约翰斯·霍普金斯大学的第一位医学教授。作为自学成为作家的医生，奥斯勒博览群书，著述颇丰，藏书更是汗牛充栋（去世时，他的书房有8000本书）。他最著名的作品是《医学的原理和实践》，在出版之后的50年里，该书再版了多次，被翻译成许多种文字。他拥有杰出的化繁为简的能力，这一点可以从查理最喜欢的奥斯勒的名言中看出来：

“在任何行业取得成功的第一步是对该行业产生兴趣。”

[查理谈论了几种在其他演讲中阐述过的特殊思维模型。]

你们今天的阅读作业包括杰克·韦尔奇和沃伦·巴菲特分别为通用电气和伯克希尔·哈撒韦股东撰写的最新年度股东信。杰克·韦尔奇拥有工程学

博士学位。而沃伦如果愿意，能够取得任何学科的博士学位。这两位先生也都是资深的教师。

如果你们认真研究的话，会发现普世智慧是一门相当高深的学问。不信你们看看通用电气取得的成就，看看伯克希尔·哈撒韦已有的业绩。

当然，沃伦有一位教授或者说导师，那就是本杰明·格拉汉姆，他对沃伦的影响很大。格拉汉姆的学问很好，当他从哥伦比亚毕业时，有三个不同学科的系邀请他去攻读它们的博士课程，并要求他一入学就开始授课：（那三个系分别是）文学系、希腊和拉丁古典系、数学系。

格拉汉姆的性格非常适合做学问。我认识他。他特别像亚当·斯密——非常专注，非常聪慧。甚至他的外表也像个学者。而且他是个好人。格拉汉姆对赚钱这回事并不那么用心，但去世时家财万贯——即使他总是非常慷慨。他在哥伦比亚当了30年穷教书匠，并独力或合作撰写了许多后来成为他那个学科最好教材的著作。

所以我认为，学术蕴含了许多普世智慧，而且最好的学术观念确实是有用的。

当然，当我谈到跨学科方法——你们应该掌握各个学科的主要模型，并将它们统统派上用场——时，我是真的呼吁你们不要理会学科的法律界限。

这个世界并不是按照跨学科的方法组织起来的。它反对跳出学科的法律范围。大规模的企业也是这样。当然，学术界本身也反对这么做。就这一点来说，我认为学术界错得有些离谱，功能失调。





亚当·斯密

(Adam Smith , 1723——1790)

亚当·斯密出生在苏格兰的一个小村庄，14岁那年，他被格拉斯哥大学破格录取。后来入读了牛津大学，毕业后回到格拉斯哥，在逻辑学和道德哲学领域展开他的学术生涯。他最重要的著作《国富论》仍是当代经济学思想的源泉。他对理性的自我利益如何驱动自由的市场经济的解释对当时的思想家、经济学家和后世产生了极大的影响，他的理论是古典经济学的基础。

许多企业之所以会出现那些最糟糕的毛病，功能失调，是因为人们将现实分割为各自为政、互不相干的独立部门。所以如果你们想要成为好的思想家，就必须养成跳出法定界限的思维习惯。

你们不需要了解所有的知识，只要吸取各个学科最杰出的思想就行了。那并不难做到。

我打算用定约桥牌（的比喻）来证明这一点。假定你想要成为定约桥牌的高手。嗯，你们知道约定——你们知道要怎样才能赢牌。如果你手里有大牌或者最大的王牌，那么你肯定能够成为赢家。

但如果你们手里有一套墩或者两张短套花牌，要怎样才能得到其他你需要的牌墩呢？喏，标准的方法有六七种。你可以做长套花牌，可以

飞牌，可以扔牌，可以交叉将吃，可以挤牌，还可以用各种方式误导防守方犯错。这些方法并不算多。

但如果你们只懂得其中的一两种，那么你们肯定会一败涂地。



《小红母鸡》是经典寓言，它用许多事例来说明独立自主的重要性。查理的自学建议遥遥呼应了马克·吐温的经典名言：“我从来不让上学影响我的学习。”

此外，这些方法相互之间也有联系。因此，你必须懂得它们之间是怎样相互影响的。否则你就无法把牌打好。

同样，我曾建议你们正反两面都要考虑到。优秀的桥牌庄家会想：“我要怎样才能抓到好牌呢？”但他们也会反过来想。（他们会想：）“犯哪些错误会导致我手里全是烂牌？”这两种思考方式都很有用。所以，要想在人生的赌局中获胜，你们应该掌握各种必要的模型，然后反复地思考。桥牌的哲理在生活中同样有效。

定约桥牌在你们这代人里不流行了，这真是悲剧。中国人的桥牌玩得比我们好。他们现在从小学就开始教桥牌。要是他们也实行资本主义，天知道他们该发展得多好。如果我们美国人不懂桥牌，却和一群精通桥牌的人竞争，那么我们就又多了一个没必要的劣势。

由于你们的学术结构大体上并不鼓励你们的思想跳出法定的学科界限，你们处于一种不利的地位，因为从某种意义上来说，虽然学术对你们来讲非常有用，但是你们的老师没有教对。

我为你们设想的对策是我很小的时候在保育院学到的：小红母鸡的故事。当然，故事里最重要的一句话是：“‘那我就自己来吧’，小红母鸡说。”

所以如果你们的教授并没有教给你们正确的跨学科方法——如果每个教授都想过度地使用他自己的模式，对其他学科的重要模型弃之不用——你们可以自己改正那种愚蠢的做法。他是个笨蛋，并不意味着你们也要成为笨蛋。你们可以向其他学科学习能够更好地解决问题的模型。只要养成正确的思维习惯你们就能做到这一点。



如果你把自己训练得更加客观，拥有更多学科的知识，那么你在考虑事情的时候，就能够比那些比你聪明得多的人更厉害，我觉得这还满有意思的.....

再说了，那样还能赚到很多钱，我本人就是个活生生的证据。

[查理谈起了第四讲中详细描绘的可口可乐案例，并讨论了味道的重要性。]

我最喜欢的商业案例之一是好时公司的故事。好时巧克力的味道很独特，因为他们用来制造可可脂的石磨非常古老，是他们19世纪在宾夕法尼亚州开业时传下来的。他们的巧克力含有少量的可可豆的外皮。因此好时巧克力的味道很棒，人们都很喜欢。



好时食品公司

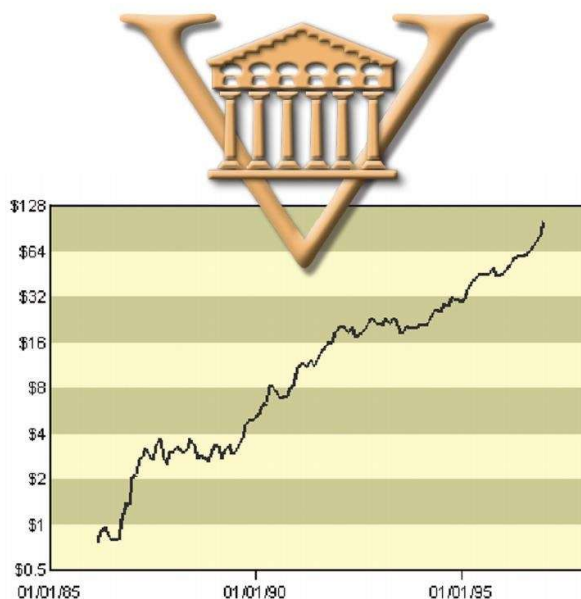
密尔顿·赫尔希（Milton S. Hershey, 1857—1945）生长在宾夕法尼亚州中部的农村地区，只受过很少的正式教育，他后来成了美国的大富豪。1876年，他创办了属于他自己的糖果厂——兰卡斯特奶糖公司，但仅过了六年就倒闭了。不屈不挠的他重整旗鼓，获得了巨大的成功。1893年，他掌握了制作巧克力的技术，创办了好时巧克力公司。该公司逐渐发展壮大，开始生产其他食品，赫尔希随之在宾夕法尼亚州建立了好时镇。赫尔希的乌托邦思想和原则至今仍然对该公司和赫尔希镇有着影响。

好时清楚地知道，如果他们想要把业务拓展到加拿大，那么就不应该改变那种无往不胜的味道。因此，他们依照原样制造了新的石磨。光是复制原来的味道，他们就花了整整五年的时间。所以你们可以看到，味道是重要和关键的。

现在还有一家叫作国际香料香精公司的企业。这是一家产品并没有获得版权或者专利权却又能够收取永久授权费的公司，据我所知仅有这一家。这是怎样做到的呢？他们帮助其他许多公司，为它们的各种品牌

产品——比如说刮胡膏——添加香料和香味。刮胡膏淡淡的香味能够极大地促进消费。所以味道是极其重要的。

[查理继续谈论可口可乐的案例，阐述了生物学如何深刻地影响我们对数字图标的理解。]



价值线公司

价值线公司的使命是“帮助投资者得到最准确的、不受其他因素影响的信息，让他们学会如何使用它来达到他们的财务目标”。价值线公司创办于1931年，在可靠性、客观性、独立性和准确性方面享有盛誉。该公司出版数十种纸质和电子刊物，其中最著名的是《价值线投资调查》。

我的朋友纳特·梅尔沃德是微软的首席技术官。他是物理学博士，懂得许多数学知识。生物学可帮助我们生成一种能够自动以光速计算微积分方程的神经系统——可是他放眼四顾，到处是那些对普通的概率问题和普通的加减乘除束手无策的人，这使他感到困惑。

顺便说一声，我认为梅尔沃德不该对此感到十分惊讶。我们的祖先经过长久的适者生存的进化，首先学会的是如何投掷长矛，如何逃命，

如何逢凶化吉，直到很久很久以后，才有人需要像梅尔沃德那样的正确思维。所以我认为他没必要大惊小怪。然而，这两者的区别实在是太大了，所以我能明白他为何感到无法理解。

总之，人类发明了一种东西，以便弥补我们天生不擅长处理数字的缺陷，这种东西叫做图表。奇怪的是，它居然是在中世纪期间出现的。在中世纪的修道士发明的东西里，我认为惟一有价值的就是图表。图表以图形的方式把数字表现出来。它利用了你们的神经系统来帮助你们理解它。所以价值线公司（Value Line）的图表是非常有用的。

我发给你们的是一张用对数线做的图表——它是根据对数的运算法则制成的。你们可以用它来查复利——而复利是地球上最重要的模型之一。所以图表要制作成这个样子。

如果你在这张表上画一根直线，将表上的数据点连起来，它就会告诉你能够得到的复利率是多少。所以这些图表是非常有用的……

我并不使用价值线公司的预测，因为对我们来说，我们的系统比他们的管用——实际上，管用得多。但我无法想像如果没有他们的图表和数据会怎样。那是一种非常非常棒的产品……

[查理讨论了商标对可口可乐成功的重要性，由此谈到食品和卡奈森公司（Carnation）。]

从前有个人卖的鱼肉叫卡奈森鱼肉。老天爷，他的商标就叫卡奈森，所以卡奈森公司想收购他的品牌。别问我为什么。每次卡奈森公司的人跑去跟那个家伙说：“我们愿意给你25万美元。”他说：“我要40万美元。”四年之后，他们说：“我们愿意给你100万。”他说：“我要200万。”他们就这样一直讨价还价。卡奈森公司一直没有把那商标买下来——至少我上次查看的时候他们还没有买到。

最后，卡奈森公司的人无奈地去跟那个人说：“我们打算派遣我们的质量检查员到你的鱼肉厂，以便确保你生产的鱼肉都是完美的，所有的费用我们来出。”那人笑逐颜开，很快就点头同意了。所以他的鱼肉厂得到了免费的质量管理服务——卡奈森公司的款待。

Copyright © 1954 by E. A. Stuart Co. 1954-1955



The Convenient Milk Supply

Buy Milk and Groceries Together

GET your milk supply in the logical, worry-free way—from your grocer. He will sell you a week's—a month's—supply of Carnation Milk with your groceries. That's the modern way to get milk. You have fresh, rich milk—or cream—for any unexpected need. You are never 'caught without' milk.

Milk and Cream

You can use Carnation Milk in every way you use ordinary milk—and for cream uses, too.

For it is just pure, fresh, whole milk "from Contented Cows," with part of the water evaporated. Nothing else but water is taken away. Nothing is added to sweeten or preserve it.

Use it from the can or pour into pitcher—as cream for tea, coffee, fruit or cereals.

Remember: Your Grocer can supply you with this absolutely safe milk.

The Answer to the Milk Question:

Carnation Milk

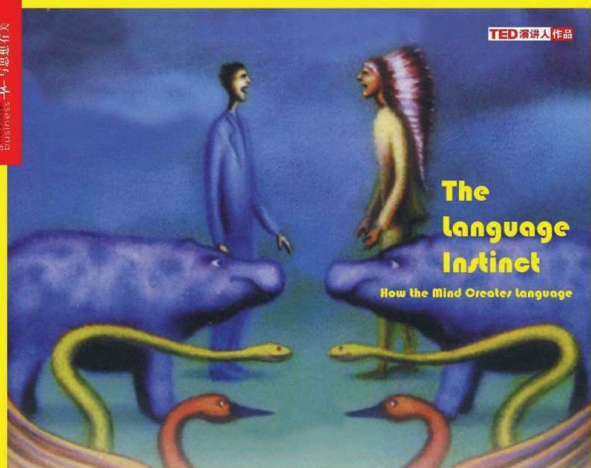
Clean Sweet Pure



100 Splendid Tested Recipes
 We have a splendid booklet of 101 tested recipes for everyday and special uses. The booklet also tells the "Story of Carnation Milk." You can get a copy free by return mail, if you address us at Aylmer, Ontario.
 MADE IN CANADA BY
 Carnation Milk Products Co., Limited
 AYLMER, ONTARIO
 16-17 FIVE AVE. - 1010-1012, N. W. C.
 Sole Importers in Canada: The Canadian Milk Producers' Board, Ltd.
 Sole Importers in U.S.A.: The Carnation Company, Inc.

卡奈森公司

1899年，杂货店主E. A.斯图亚特（E. A. Stuart）利用在当时尚属新奇的脱水技术，在华盛顿州创立了太平洋海岸浓缩牛奶公司。斯图亚特用当地一家烟草店的招牌“卡奈森”作为他的牛奶产品的商标。由于注重生产过程和善用营销手段，卡奈森的品牌逐渐与“满意的奶牛”和高品质的牛奶制品联系起来。1985年，雀巢公司收购了卡奈森。



语言本能

人类语言进化的奥秘

当代最伟大思想家、世界顶尖语言学家和认知心理学家

史蒂芬·平克“语言与人性”四部曲

[美] 史蒂芬·平克 (Steven Pinker) 著

欧阳明光译



浙江人民出版社

史蒂芬·平克

(Steve Pinker , 1954——)

史蒂芬·平克出生在蒙特利尔，从麦吉尔大学实验心理学系毕业，然后到哈佛大学攻读博士学位。他曾先后在哈佛大学和麻省理工学院任教，现在是哈佛大学心理学系约翰斯通家族讲席教授。平克对语言和精神感兴趣，他的研究领域是视觉认知。该领域主要是测定人们想像图形和辨识脸孔与物品的能力。他的专长是儿童的语言发展，他就这个领域和其他领域撰写了许多重要的论文和著作。

这段历史让我们明白，如果你给某个家伙一个（他能够保护的）商标，你就创造了巨大的激励机制。这种激励机制对文明社会来说是非常有用的。正如你们看到的，卡奈森公司为了顾惜自己的声誉，甚至不惜去保护那些并不属于它的产品。

这种结果（对整个社会）非常非常有好处。所以从非常基本的微观经济学原理来看，哪怕是共产主义国家，也应该保护商标。它们并没有都这么做，但有非常充分的理由表明它们应该对商标采取保护措施。总的来讲，世界上大多数国家对商标的保护还是很周全的。

[查理用各种心理模型分析可口可乐。]

然而，如果缺乏这些基本模型以及可以利用这样的基本模型的思维方法，你们只能坐在那里，一边看着价值线公司的图表，一边不知所措。但你们原本不必如此。你们应该不断学习，争取掌握近100种模型和一些思维技巧。那并不是很难的事情。

这么做的好处在于绝大多数人不会这么做——部分原因是他们接受了错误的教育。在这里，我想要帮助你们避开错误的教育可能给你们造成的危害。

好啦。在寻找普世智慧的过程中，我们已经讨论了几种主要的思想。现在我想回头来谈谈一种比刚才谈到的更加极端和特殊的模型。在所有人们应该掌握却没有掌握的模型中，最重要的也许来自心理学……

最近有件事让我获益匪浅：我刚从香港回来。我有个朋友在香港一所名牌中学当校长。他送给我这本叫作《语言本能》的书，作者是史蒂芬·平克。平克是一个语义学教授，他的名气没有诺姆·乔姆斯基那么大。乔姆斯基是麻省理工学院的语言学教授，可能是世上最伟大的语义学家。

平克说，人类的语言能力不仅仅是后天学来的——从很大程度上来说，它还跟先天的遗传有关。其他动物，包括黑猩猩，都缺乏真正有用的语言基因。语言是上天赐给人类的礼物。平克很漂亮地证明了他的观点。

当然，乔姆斯基也已经证明这一点。只有非常愚蠢的人才不明白语言能力大部分来自人类基因的道理。虽然你们必须通过教育才能提高语言能力，但语言能力很大程度上还是由你们的基因决定的。



1831年至1836年，年轻的达尔文登上了“贝格尔号”轮船，以不领取薪水的“官方博物学家”身份开始了环游世界之旅。南美洲加拉帕戈斯群岛上极其丰富的物种让达尔文说出了这句名言：“这显然是上天设定的可敬条款之一：每种造物都和它的存身之地相得益彰。”

平克无法理解为什么乔姆斯基这样的天才居然还认为语言能力是否基于人类的基因尚无定论。实际上，平克是这么说的：“什么尚无定论，活见鬼了！人类得到语言本能的途径跟得到其他本能的途径完全一样——那就是达尔文的自然选择。”

嗯，这位资历较浅的教授明显是对的——乔姆斯基的犹豫确实有点不可理喻。

如果这位资历较浅的教授和我都是正确的，那么，为什么乔姆斯基这样的天才会犯明显的错误？在我看来，答案非常清楚——乔姆斯基的意识形态太过强烈。他虽然是个天才，却是个极端的平等主义左翼分子。他非常聪明，知道如果他承认这个达尔文理论，他的左翼意识形态就会受到威胁。所以他的结论自然受到他的意识形态偏见的影响。



“我戴着我在生活中锻造的锁链”，雅各布·马里的鬼魂在狄更斯的《圣诞欢歌》中说。

从这里我们得到了普世智慧的另一个教训：如果意识形态能够让乔姆斯基变得糊涂，那么想像一下它会给你们和我这样的人造成什么影响。

严重的意识形态是最能扭曲人类认知的因素之一。看看这些宗教激进分子就知道了，他们用枪扫射一群希腊游客，嘴里还不停地大喊：“真主的杰作！”

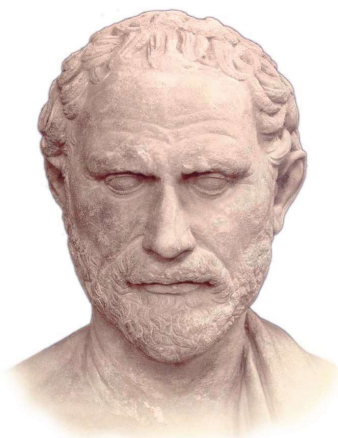
意识形态会让人做出一些古怪的举动，也能严重扭曲人们的认知。如果你们年轻时深受意识形态影响，然后开始传播这种意识形态，那么你们无异于将你们的大脑禁锢在一种非常不幸的模式之中。你们的普遍认知将会受到扭曲。

如果把沃伦·巴菲特看作普世智慧的典范，那么有个故事非常有趣：沃伦敬爱他的父亲——那是一个了不起的人。但沃伦的父亲有强烈的意识形态偏见（正好是右翼的意识形态），所以跟他交往的都是些意识形态偏见非常严重的人（自然都是右翼分子）。

沃伦在童年时就观察到这一点。他认为意识形态是危险的东西，决定离它远远的。他终生都离意识形态远远的。这极大地提高了他认知的准确性。

我通过另外一种方式得到了同样的教训。我的父亲仇恨意识形态。因此，我只要模仿我的父亲、别离开那条我认为正确的道路就好了。像多南（注：罗伯特“鲍勃”多南，曾任美国共和党国会议员，以保守言论著称）那样的右翼分子和纳德（注：拉尔夫·纳德，美国著名左翼民粹主义政治活动家，曾多次以绿党和独立候选人身份参选美国总统）那样的左翼分子显然有点头脑不清。他们是极端的例子，表明意识形态会让人变成什么样——尤其是那种以非常激烈的方式表达出来的意识形态。由于它只给人灌输一些观念，而不是让人心悦诚服地接受一些道理，所以信奉意识形态是很危险的。

因此，除了要利用来自不同学科的多元思维模型之外，我还想补充的是，你们应该警惕严重的意识形态偏见。



大约在基督出生之前三个世纪，德摩斯梯尼就说过：“一个人想要什么，就会相信什么。”嗯，德摩斯梯尼是对的。

如果你把准确、勤奋和客观当成你笃信的意识形态，那倒不要紧。但如果你们因为受到意识形态的影响，而确凿无疑地相信最低工资应该提高或者不该提高，并认为这种神圣的想法是正确的，那么你们就变成了傻子。

这是一个非常复杂的系统。生活总是环环相扣的。如果综合考虑，你们猜想提高或者降低最低工资会让整个社会变得更加文明，那是没有问题的。这两种想法都对。但如果你们带着强烈的意识形态把自己的观点当作不可动摇的真理，那么我认为你们的想法是很愚蠢的。所以要警惕意识形态造成的思维紊乱。

[查理感慨心理学对激励机制引起的偏见毫无办法。]

我提及平克的另外一个原因是，这位写了刚才我告诉你们的那本书的语义学家在那本书的结尾这么写道：“我看过许多心理学教材。都很烂。”他说：“整个学科被搞得乱七八糟，教得也不对。”

说到心理学，我的资格远不如平克。实际上，我从来没上过一节心理学课。然而，我的结论跟他的差不多——许多心理学教材虽然不乏闪光之处，但大体上都是垃圾。

实际上，只要看看心理否认就够了。大约在基督出生之前三个世纪，德摩斯梯尼（注：古希腊伟大的演说家）就说过：“一个人想要什么，就会相信什么。”嗯，德摩斯梯尼是对的。



迈克尔·法拉第

(Michael Faraday , 1791——1867)

迈克尔·法拉第以对物理学、化学和电学的研究闻名，他的名言包括：

“再美好的事情都可能是真的。”

“工作。完成。出版。”（他给青年威廉·克鲁克斯的忠告，克鲁克斯本人后来成为著名的化学家和物理学家。）

“获得成功的五要素是专注、敏锐、条理、创新和交流。”

“为什么，先生，因为你很快就可以向它收税！”（关于电力的用途，致首相威廉·格拉德斯通。）

我们家有个熟人，他深爱的儿子——非常聪明，还是个足球明星——失足坠海，再也没有回来。他母亲认为他仍然活着。她有时候会精神失常，表现得好像她儿子真的在她身边。这种心理效应的轻重程度有所不同。每个人受心理否认的影响都不一样，但这种否认造成的错误认

知则会极大地混淆你们将不得不面对的现实。然而，各种心理学教材对这种简单的心理否认并没有足够的重视。

所以你们不能依照你们教授传授的方法来学习心理学。你们应该学习他们传授的一切。但你们还应该学习许多他们没有教的知识——因为他们并没有正确地对待他们自己的学科。

在我看来，当今的心理学有点像法拉第之后、麦克斯韦之前的电磁学——发现了许多原理，但没有人把它们以正确的方式综合起来。早该有人来做这样的事情，因为这件事并不难完成——而且它还非常重要。

随便打开一本心理学教材，翻到索引，查找“妒忌”这个词。连十诫里面都有两三条谈到妒忌。摩西完全了解妒忌。古老的犹太人早在放羊的年代就了解妒忌。可是心理学教授对妒忌一无所知。

那些厚厚的心理学教材居然没有谈到妒忌？！居然没有谈到简单的心理否认？居然没有谈到激励机制引起的偏见？！

心理学教材也没有给予多因素组合效应足够的重视。以前我提醒过你们，当两三种因素产生合力时，会造成lollapalooza效应。

嗯，有史以来最著名的心理学实验是米尔格拉姆实验——他们要求人们清醒地对一些无辜的人进行电刑。在他们的操控之下，这些正派的志愿者大多数执行了酷刑。

米尔格拉姆开展这个实验，是在希特勒命令许多虔诚的路德教徒、天主教徒去做他们明知道不对的事情之后不久。他想要发现权威在多大程度上可以被用来操控品德高尚的人，迫使人们去做一些明显错得很离谱的事情。

他得到了非常具有戏剧性的实验效果。他设法让那些品德高尚的人做了许多可怕的事情。

但是许多年来，心理学教材把这个实验当做是对权威的作用的证明——权威如何被用来说服人们去做可怕的事情。

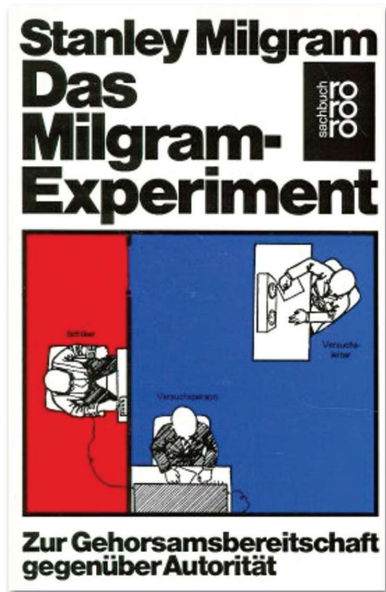




斯坦利·米尔格拉姆权威实验

斯坦利·米尔格拉姆 (Stanley Milgram) 1933年出生在纽约。青少年时期适逢二战，当时纳粹的暴行已世人皆知。他从皇后学院获得了政治学的学位，随后到哈佛大学攻读社会关系博士。毕业后他任教于耶鲁大学，在那里开展了一个经典实验，研究人们的道德信念如何对抗权威的命令。

他的实验发现，65%的受试者（纽黑文地区的普通居民）愿意对一个发出抗议的可怜受害者施加明显有害的电击，这仅仅因为有个科学权威命令他们那么做，完全不顾受害者并没做过错事，不该受罚。米尔格拉姆实验的结果被用于解释二战期间纳粹的暴行。



当然，这是个似是而非的结论。这不是一种完整和正确的解释。权威发挥了一定作用。然而，还有其他几种朝同一个方向发挥作用的心理因素，它们造成了那种lollapalooza效应，原因恰恰在于它们发挥了组合作用。

人们逐渐明白了这个道理。如果翻开像斯坦福这样的学校使用的心理学教材，你们将会看到他们努力答对了三分之二。然而，这可是心理学领域的重要实验。即便在斯坦福，那里的教授都尚未能完全理解米尔格拉姆的实验结果的重要意义。

聪明人怎么会犯错呢？答案是他们没有做我正要让你们去做的事情——掌握所有主要的心理学模型，把它们当作检查清单，用来审视各种复杂系统的结果。

没有哪个飞行员在起飞前不核对他的检查清单：A、B、C、D……没有牌手在需要另外两张墩的时候不迅速地查对他的检查清单，看看有什么办法可以把它们弄到手。

但这些心理学教授认为他们聪明到不需要检查清单。可他们其实没那么聪明。几乎没有人那么聪明。或者换句话说，可能没有人那么聪明。



如果他们使用检查清单，他们将会意识到米尔格拉姆实验利用的心理学原理至少有六种——而不是三种。他们必须去看检查清单，才能发现他们漏掉了什么。

同样道理，如果缺乏这种获得各种主要模型并以组合的方式使用它们的方法，你们也将会一而再、再而三地失败。

心理学教授回避心理否认问题的原因之一在于，如果要做有关心理否认的实验，他们肯定会违反道德规范。要证明痛苦如何导致人类精神失常，你们想想看，这种实验必须对你们的同类做些什么，而且你们还不能告诉他们将会受到什么伤害。所以很明显，道德规范导致这种实验行不通，尽管做实验是展示痛苦如何导致人类头脑失常的最佳方法。

大多数教授用一个假定来解决这个问题：“如果我不能用实验来证明它，它就是不存在的。”然而，他们的假定明显是愚蠢的。如果有些东西非常重要，但由于道德约束，你们无法完美而准确地证明它，那么你们也不应该把它当作是不存在的。你们必须尽力而为，利用现有的证据去证明它。



《叶·帕·巴甫洛夫画像》

(Portrait of Ivan Pavlov)

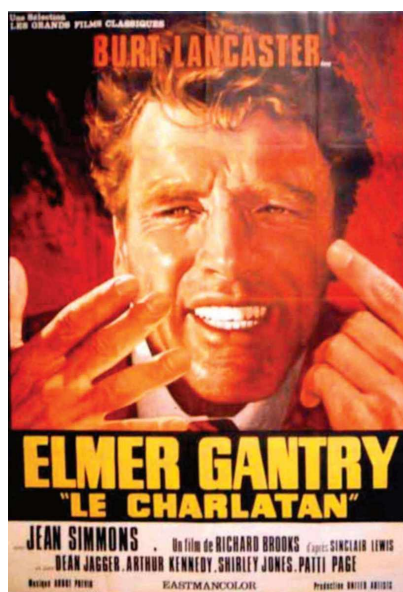
米哈伊尔·涅斯捷罗夫，1935年，特列季亚科夫画廊，莫斯科。

巴甫洛夫本人在他生命的最后十年里一直在做对狗的酷刑实验。他发表了论文。因而，我们拥有了翔实的资料，知道痛苦如何导致狗的精

神失常。然而，你在任何心理学教材中都看不到巴甫洛夫这次研究的成果。

我不知道这是因为他们不喜欢巴甫洛夫折磨狗，还是由于B. F. 斯金纳因为过度渲染而使用动物行为来推断人类行为的方法不受欢迎。总之，由于某些疯狂的原因，心理学教材对痛苦引起的精神失常着墨甚少。

你们可能会说：“心理学是否忽视这个有关系吗？”如果我的理论没有错，这种忽视抹杀了几个你们需要的模型。此外，你们对思想模型的掌握应该是这样的，如果有20个，那么你们就应该掌握20个。换句话说，你们不应该只用10个。你们要把它们当作一张检查清单。所以你们必须了解各种导致人类作出错误判断的心理因素，把所有模型组织起来，以便需要的时候能够用得上。



不道德的说服游戏

《孽海痴魂》是辛克莱·刘易斯（Sinclair Lewis）在1927年出版的小说，1960年被改编为电影，由伯特·兰卡斯特主演。刘易斯用讽刺的手法描写了一个聒噪傲慢的投机分子。他后来变得很成功，但贪婪而庸俗，还喜欢玩弄女性。

如果有四五种来自这些模型的因素共同发挥作用，那么你们就更需要它们了。在这种情况下，你们通常会遇到各种lollapalooza效应——它们要么让你发大财，要么会毁了你。所以你们非常有必要注意lollapalooza效应。

要做到这一点，办法只有一个：你们必须全面掌握各种主要模型，把它们当作一张检查清单。再强调一下，你们必须注意那些能够产生lollapalooza后果的多因素组合效应。

[查理讨论了各个专业缺乏跨学科教育的现状，尤其是学术界对心理学领域的忽视。]

你们还可以学到，当你们在玩说服游戏的时候——（我希望）不是叫人去干坏事——如何将这些因素综合起来，以便让你们更好地达到目的。

让我来给你们举个例子，看看古人是怎样巧妙地利用心理学的。库克船长生前经常进行远航。在那个年代，远洋航行途中最怕遇到坏血病。要是得了坏血病，你们的牙龈会在嘴巴里烂掉——然后这种病就会变得让你们极不舒服，致你们于死命。

和一群垂死的水手共处在一艘原始的航船上是非常不妙的事情。所以每个人都非常想知道怎样才能治好坏血病，但他们并不了解维生素C。库克船长很聪明，也掌握了类似跨学科的方法。他发现同样是进行了远航，荷兰船上的坏血病就没有英国船上那么严重。所以他问：“荷兰人是怎么做到的呢？”

他发现荷兰船只上有许多装满酸泡菜的木桶。所以他想：“我就要远航了，远航是非常危险的，酸泡菜也许会有用。”所以他把大量的酸泡菜搬到船上，而酸泡菜正好含有维生素C。

但在当年，英国水手是十分粗鲁、古怪和危险的，他们讨厌“泡菜”，他们吃惯了英国的食物和饮料。所以你们要怎样才能让英国水手吃泡菜呢？

库克并不想告诉他们，吃酸泡菜是为了防治坏血病——因为如果他们知道这是一次远航，而且非常有可能染上坏血病，他们可能会起来造反，控制那艘船。

他是这么做的：所有官员聚集起来，并让普通水手都能看到他们。他让那些官员吃酸泡菜，但不让普通水手吃。经过很长一段时间之后，库克最终说：“嗯，普通水手每周有一天可以吃酸泡菜。”

他如愿以偿地让船上所有人都吃上了酸泡菜。我认为这是基本心理学的一次非常有建设性的应用。它拯救了许多人的生命，取得了惊人的成就。然而，如果你们不掌握那些正确的技巧，你们就无法适当地运用它们。

[查理谈到了心理效应在推广消费品过程中扮演的角色，他举了可口可乐、宝洁和特百惠为例。]

普世智慧大体上非常非常简单。如果你们有决心去做，我在这里要求你们做的事情其实并没有那么难，而回报是非常高的——绝对非常高。

但你们可能对很高的回报不感兴趣，对避免许多悲惨遭遇不感兴趣，对过上更好的生活也不感兴趣，如果你们的态度是这样的，那么请别听我的建议——因为你们已经走在正确的道路上啦。

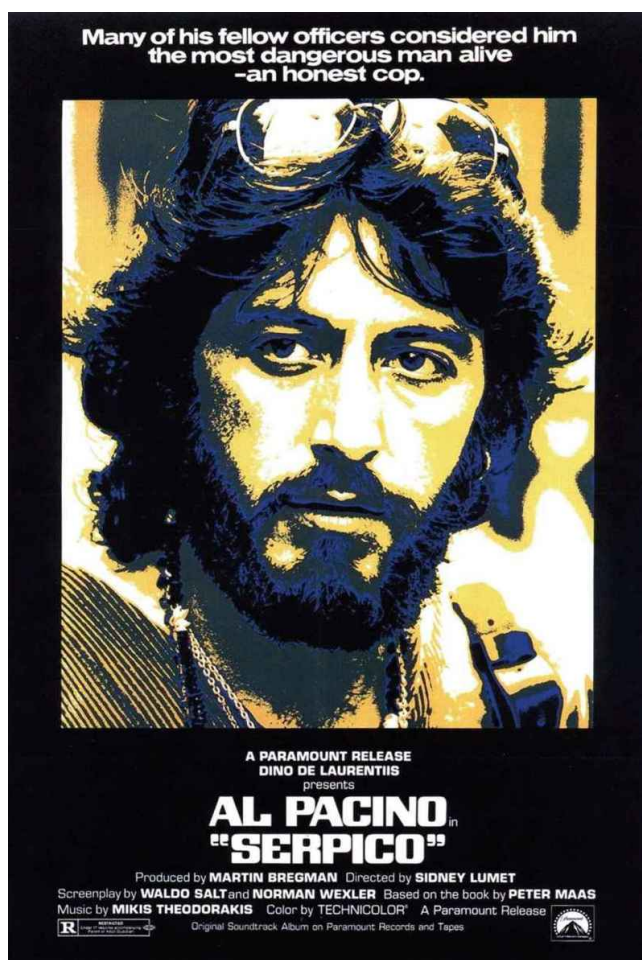


詹姆斯·库克船长

(James Cook , 1728——1779)

詹姆斯·库克出生在英国的马顿，自幼就迷上了航海，并自学了

绘制地图的方法。他加入皇家海军，参与了围攻魁北克城之战，展现出在勘察和绘图方面的才华。在围攻魁北克城期间，他绘制了圣劳伦斯河主要入口的地图。后来，他还绘制了纽福德兰海岸线的地图，这引起了皇家学会的注意。皇家学会为他的伟大航行提供了大量的经费。除了一流的制图技巧之外，库克还精通航海术，非常有勇气，敢于探索危险的地域。他写了几本书，把整个航海过程详细地记录了下来。那些书在他的年代极受欢迎，到目前仍然如此。



《谢皮科》

(1973)

《谢皮科》（又名《冲突》）是一部很受欢迎的电影，由希德

尼·鲁梅特执导，是根据新闻记者彼得·马斯一本讲述“真实故事”的图书改编而成的。影片的主角是一位叫作弗兰克·谢皮科的警官，他所在的警察局非常腐败，但他竭尽所能逮捕各种罪犯，尤其是毒贩。谢皮科拒绝贿赂，对行为不轨的同事感到气愤，挺身指责他们，于是他的生命受到了威胁。电影的时代背景是20世纪70年代，跟当年的嬉皮士文化有密切的关系，所以在今天的观众看来有点过时。艾尔·帕西诺出演了谢皮科一角，获得了学院奖最佳男主角提名。这部电影也获得了奥斯卡最佳剧本改编奖提名。

道德和涉及心理学的普世智慧考量的关系之密切，是再怎么强调也不为过的。以偷窃为例。如果（A）偷窃非常容易，而且（B）被抓住了也不用受惩罚，那么世界上有许多人将会变成小偷。

一旦他们开始偷窃，一贯性原则——这也是心理学的重要内容——将会很快和有利偷窃的环境结合起来，促使他们养成偷窃的习惯。所以如果你们经营一家公司，由于你们的管理不善，导致人们可以轻而易举地盗窃公司的财产，那么你们就给那些替你们工作的人造成了极大的道德伤害。

这个道理也很明显。创建一套严密防止欺诈的管理系统是非常非常重要的。不然的话，你们就会亲手毁掉你们的公司，因为人们既然能够不受惩罚地偷窃，就会拥有一种激励机制引起的偏见，认为糟糕的行为是没有问题的。

那么，如果别人那么做了，你就知道至少有两种心理学原则产生了作用：激励机制引起的偏见和社会认同。不仅如此，发挥作用的还有“谢皮科效应”：假如总体的社会风气很坏，许多人因此而获得利益，你们要是想对此吹响警笛，他们就会反对你们，变成危险的敌人。

漠视这些原则、容许作恶是非常危险的。强大的心理力量会造成很多恶果。

这跟司法行业有什么关系呢？许多人从斯坦福大学法学院这样的地方毕业，进入我们国家的司法机构，带着最好的愿望和动机，然后制定一些让人有漏洞可钻的法律。没有什么比这更加糟糕的事情了。

比如说，你们有为公众服务的愿望。你们应该反过来想：“我要怎样

才能对文明社会造成破坏呢？”那是很容易的。如果你们想要破坏这个文明社会，只要到司法机关供职，然后通过一些有很多漏洞的法律就可以啦。这种方法将会非常有效。

以加利福尼亚州的工伤赔偿制度为例。工伤是有的，因工受伤确实很惨，所以你们想要为那些在工作场所受伤的人提供赔偿。这看起来是一件高尚的事情。

但这种赔偿制度的问题在于，它根本不可能防止诈骗。而你们一旦开始赔偿那些弄虚作假的人，就会有許多狡猾的律师、狡猾的医生、狡猾的工会等参与到诈伤骗保中来。你们将会引发大量灾难性的行为，尝到甜头的人将会变本加厉。所以你们的本意是帮助你们的文明社会，但结果却是给它造成了巨大的损失。

所以与其创立一种有漏洞的制度，还不如就不要赔偿了——就让生活艰辛一些。

让我来给你们举个例子：我有个朋友，他在得克萨斯州离边境线不远的地方有一座制造工业产品的工厂。他的工厂利润微薄，度日艰难。他遇到了许多诈伤骗保的事情——每年支付的赔偿金达到了总薪酬支出的一成多。而在他的厂里工作根本就没什危险。他从事的不是拆迁之类的危险行业。

当激励机制出错的时候：太痛苦了！

诈伤骗保的职员通常会说自己患上了某种很难诊断的疾病，比如说“背痛”。但现在许多医疗机构的从业者也参与到诈伤骗保中来，新的花招包括：虚假治疗、双倍收费、多余护理和不必要的检查。查理认为现有的工伤赔偿制度有漏洞，而人类的心理又决定了，只要有利可图而且不受惩罚，人们就会进行诈骗。正如他指出的：“如果你想要改变行为，那么就必须改变动机。”

KEEP YOUR BACK HEALTHY



LIFT WITH CARE



所以他哀求工会：“你们不能再这么做了。这种产品赚的利润还没你

们骗到手的钱多。”

但那时每个人都习惯了那么做。“那是额外的收入，那是额外的钱，每个人都这么做。这不可能是错误的。杰出的律师、杰出的医生、杰出的脊椎按摩师——假如有这种东西的话——都在诈骗。”



摩门教门徒马克·彼得森（注：马克·彼得森，1900——1984，自1944年起担任摩门教十二门徒成员，美国著名宗教人士）认为诚实是极其重要的，他说：

“诚实是通往上帝之国的救赎原则之一。无论是男是女，如果没有洗礼，就不可能获救；同样道理，人们如果不诚实，也不可能得救。”

没有人能够告诉他们，说：“你们不能再这么做了。”这恰好也跟心理学上的巴甫洛夫联想有关。当人们听到坏消息，他们会讨厌带来消息的人。因此，工会代表很难告诉所有人这种容易到手的钱再也没有了。工会代表是不会那么做的。

所以我的朋友关闭了工厂，在犹他州一个信仰摩门教的社区重振旗鼓。摩门教徒不会诈伤骗保——至少他们在我朋友的工厂没有那么做。你们猜猜看，他现在的工伤赔偿支出是多少？只有总薪酬支出的2%（从一成多下降到2%）。

这种悲剧是由容许作恶的态度引起的。你们必须及早制止作恶。如果你们不及时采取行动，那么制止人们继续作恶和道德败坏是很难的。

[查理讲述他对“剥夺性超级反应综合征”的定义，及其同赌博和20世纪80年代中期新可乐争论的关系。]

当然，正如我从前说过的，在使用那些装备了基本的心理学力量的技巧之前，有一点需要引起特别的关注：当你们知道该怎么做之后，你们必须依据道德规范来调整自己的行为。并不是你们懂得如何操控人们之后，就可以随心所欲地去操控他们。



南加州大学最近声名大噪，因为它接连两年获得全国橄榄球大赛的冠军。它创办于1880年，是西部最古老的私立研究型大学。该校目前有16500名本科生和15500名研究生。

如果你们跨过了道德的界线，而你们试图操控的那个人因为也懂得心理学，所以明白你们的用意，那么他就会恨你们。劳资关系中就有这种效应的铁证——有一些发生在以色列。所以这么做不仅会遭到良心的谴责，还会引发行动的抗议——有时候是非常严重的抗议……

问：你如何在投资决策中应用心理学？我认为投资决策肯定没有那么简单，只要挑选每个人都看好的产品——比如可口可乐的股票——就行。毕竟投资界的聪明人很多，他们的思维方法明显跟你今天告诉我们的一样。当你在挑选成功企业的时候，你有考虑其他投资者在其投资思维中的失败吗？

正如我在南加大说过的，投资之所以困难，是因为人们很容易看出来有些公司的业务比其他公司要好。但它们股票的价格升得太高了，所

以突然之间，到底应该购买哪只股票这个问题变得很难回答。

我们从来没有解决这个难题。在98%的时间里，我们对待股市的态度是……保持不可知状态。我们不知道。通用汽车的股价跟福特比会怎样？我们不知道。

我们总是寻找某些我们看准了的、觉得有利可图的东西。我们看准的依据有时候来自心理学，更多时候来自其他学科。并且我们看准的次数很少——每年可能只有一两次。我们并没有一套万试万灵、可以用来判断所有投资决策的方法。我们使用的是一种与此完全不同的方法。



我们只是寻找那些不用动脑筋也知道能赚钱的机会。正如巴菲特和我经常说的，我们跨不过七英尺高的栏。我们寻找的是那些一英尺高的、对面有丰厚回报的栏。所以我们成功的诀窍是去做一些简单的事情，而不是去解决难题。

问：你们的投资决策靠的是统计分析和眼光吗？

当我们作出一项决策的时候，我们当然认为我们的眼光不错。有时候我们确实是因为统计分析才看好某个投资项目。不过，再说一遍，我们只发现了几个这样的机会。

光有好机会是不够的，它们必须处在我们能看明白的领域，所以得

在我们能看得明白的领域出现定错价的机会。这种机会不会经常出现。

但它不需要经常出现，如果你们等待好机会，并有勇气和力量在它出现的时候好好把握，你们需要多少个呢？以伯克希尔·哈撒韦最成功的10个投资项目为例。我们就算不投资其他项目，也会非常富裕——那些钱两辈子都花不完。

所以，再说一次，我们并没有一套万试万灵、可以用来判断所有投资决策的方法。如果有，那就荒唐了。我只是给你们一种用来审视现实、以便获取少数可以作出理性反应的机会的方法而已。如果你们用这种方法去从事竞争很激烈的活动，比如说挑选股票，那么你们将会遇到许多出色的竞争对手。所以我们即使拥有这种方法，得到的机会也很少。幸运的是，那么少的机会也足够了。

问：你是否成功地创造出一种氛围，让你的手下也能够做你说你自己一直在做的事情？例如，你刚才说到人类心理有追求一贯性的倾向……

我主要是说这种倾向会让人犯一些糟糕的错误。

问：你如何创造出一种轻松的氛围，（足够）让人们放弃那种倾向，并承认他们犯下错误呢？

例如，今年早些时候，英特尔的某个人谈起了他们的奔腾芯片遇到的问题。他们遇到的最大困难之一是意识到他们做错了，于是从头再来。在一个复杂的企业里面，这么做是很困难的。请问你是怎么做的呢？

英特尔及其同行创造了一种协调的企业文化，便于各个团队解决前沿的科学问题。那跟伯克希尔·哈撒韦有很大的不同。伯克希尔是一家控股公司。我们的权力很分散，只有最重要的资本配置才由公司的高层来拍板。

基本上，我们会选择那些我们非常钦佩的人来管理我们的附属公司。一般来说，我们跟他们很容易相处，因为我们喜爱和钦佩他们。他们的企业中应该有什么样的企业文化，都由他们自行决定，我们并不会干预。他们总是能够积极进取，及时更正以往的错误。

但我们是一家完全不同的公司。我完全不清楚沃伦或者我是否擅长安迪·格鲁夫的老本行，我们在那个领域毫无竞争力。我们相当善于团结我们敬爱的杰出人士，但我们也有缺点。例如，有人觉得我总是心不在焉，而且很顽固。要是在英特尔，我可能会干得一团糟。

只有偏执狂 才能生存

特种经理人培训手册

〔美〕安迪·格鲁夫等著
郑伟、张万伟译



Only the Paranoid Survive

How to Exploit the Crisis Points That Challenge Every Company

（纪念版）



中国出版集团·CHINAACADCEPRESS

安迪·格鲁夫

（Andy Grove，1936——）

格鲁夫出生在匈牙利的布达佩斯，从纽约城市学院获得化学工程学士学位，是伯克利加利福尼亚大学的博士。他先是替飞兆半导体公司工作，后来加入刚创办的英特尔公司，成为该公司的第四名员工。他在1979年成为英特尔的总裁，1987年改任CEO，1997年担任董事会主席和CEO。他写过一些学术著作和通俗作品，他在1996年出版的《只有偏执狂才能生存》非常受欢迎。格鲁夫现在仍担任英特尔的资深顾问。这本书在查理的推荐书目之列。



提问乔治·迈克格文

问：有人跟我说你打算开一家只提供早餐的简易旅馆，但你遇到了许多束缚小企业家的规章制度。

答：我在康涅狄格州斯塔姆福德市开过一家有140个客房的酒店，苦心经营了差不多三年，但就是不赚钱。你知道吗，酒店业可能是全世界最难养家糊口的生意了，除非你碰巧拥有华尔道夫酒店。我没成功。

我被两个人起诉过，一个人在酒店的停车场发生意外，一个则在离开酒店时遇到事故。我知道这里面有多难——登记备案、按时纳税、支付薪酬等等。这让我对小企业遇到的问题有了全新的认识。

星期六，2004年7月24日，访谈，2004©比尔·斯蒂格瓦尔德和《匹兹堡先驱评论》

然而，沃伦和我都非常善于改变我们先前的论断。我们致力于提高这种本事，因为，如果没有它的话，灾难就常常找上门来。

问：你似乎对投资高科技公司不那么感冒，你本人和伯克希尔·哈撒韦都是如此，你能稍微谈谈为什么吗？我发现有件事情让我很吃惊，那就是经营一家低科技企业的难度和经营一家高科技企业的难度竟然是差不多的。

这两种都很难。但要发财哪有那么容易呢？这个世界竞争这么激烈，难道每个人都不可能轻易发财有什么不对吗？这两种公司当然都很难经营。

我们不投资高科技企业的原因是我们缺乏那个领域的特殊才能。是的——低科技企业可能会难很多。不信你们去开一家餐厅，看看能否取得成功。

问：你似乎认为高科技行业更难经营——因为你说经营高科技企业需要特殊才能。但它们难道不是一样的吗？

对我们来说，低科技企业的优势在于，我们认为我们对它的理解很充分。对高科技企业则不是这样的。我们宁愿与我们熟悉的企业打交道。

我们怎么会放弃一种我们有很大优势的游戏，而去玩一种竞争激烈而我们又毫无优势，甚至可能处于劣势地位的游戏呢？

你们每个人都必须搞清楚你们有哪方面的才能。你们必须发挥自己的优势。但如果你们想在较不擅长的领域取得成功，那你们的生活可能会过得一团糟。这一点我可以保证。如果不是这样的话，那你们肯定是中了彩票或者遇到其他非常走运的事情。

问：沃伦·巴菲特说伯克希尔对一家航空公司的投资是一次典型的失败。你们怎么会作出那个错误的决定呢？



美国航空，像联合航空（United Airline）和其他几家较小的航空公司一样，最近一道加入了申请破产保护的航空公司之列。（历史上）曾经申请破产保护的还有大陆航空（Continental）、东方航空（Eastern）和泛美航空（Pam Am）。

基于普通股东的人数必然会膨胀，我们没有购买美国航空（USAir）的股票——因为在照顾普通股东的权益方面，航空业的历史很糟糕。我们购买的是有强制性赎回权的优先股。实际上，我们当时借钱给美国航空，所以得到了这种债转股选择权。

我们并没有猜想它对股东来说是不是个好地方。我们只是猜想它能

不能够保持兴隆，从而有足够的财力偿还贷款——除了强制赎回权之外，还有固定的分红。我们预计这家公司不会变得那么糟糕，不至于我们得承受我们所得到的高利率也不够补偿的风险。但结果是，美国航空公司很快就处于破产边缘，它挣扎了几个月，后来又恢复了正常，将来我们也许能够收回全部本金和利息。但它是一个错误。（注：伯克希尔后来确实全部收回了它对美国航空的全部投资。）

我可不希望你们误以为我们拥有任何可以使你们不犯很多错误的学习或行事方式。我只是说你们可以通过学习，比其他人少犯一些错误——也能够在犯了错误之后，更快地纠正错误。但既要过上富足的生活又不犯很多错误是不可能的。

实际上，生活之所以如此，是为了让你们能够处理错误。那些破产的人的通病是无法正确地处理心理否认。你们对某样东西投入了巨大的精力，对它倾注了心血和金钱。你们投入的越多，一贯性原理就越会促使你们想：“现在它必须成功。如果我再投入一点，它就会成功。”



《玩扑克的人》（The Card Players）塞奥多·隆布兹，油画，市民画廊，萨尔兹堡。

如何对付错误和那些改变赢面的新情况，也是你们必须掌握的知识之一。生活有时候就像扑克游戏，有时候你们即使拿到一把非常喜欢的牌，但也必须学会放弃。

这时候，“剥夺性超级反映综合征”也会出现：如果不再投入一点，你们就要前功尽弃啦。人们就是这样破产的——因为他们不懂停下来反思，然后说：“我可以放弃这个，从头再来。我不会执迷不悟下去——那样的话我会破产的。”

问：迪士尼收购大都会美国广播公司（Capital Cities）的时候，你们并没有套现，而是把大都会的股票换成了迪士尼的股票，能谈谈你是怎么考虑的吗？媒体上有报道说你曾经考虑收取现金。

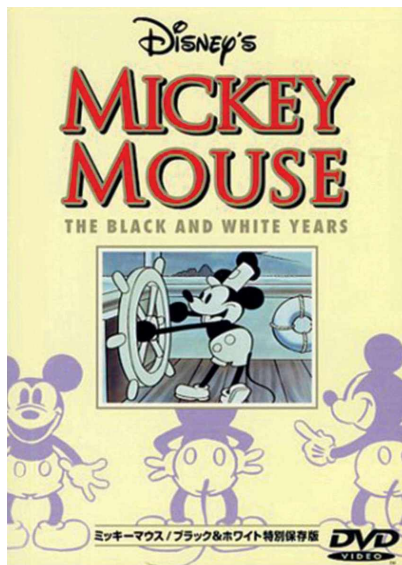
迪士尼是个非常棒的公司，但它的股票价格也太高了。它有部分业务是拍摄普通电影——这种生意对我毫无吸引力。然而，迪士尼有些业务比一个大金矿更好。我的孙儿孙女们——我是说，那些录像带……

迪士尼是自我催化的完美典范……他们拍摄了许多电影。他们拥有版权。电冰箱的出现极大地促进了可口可乐的发展，同样道理，当录像带被发明出来之后，迪士尼不需要发明任何新东西，它只要把摄制好的电影灌录成录像带就够了。每个父母和祖父母都希望自己的后代坐在家看这些录像带。所以普通人的家庭生活对迪士尼的发展起到了推波助澜的作用。这里面的市场高达数千亿美元。

很明显，如果你们能够找得到，这是个非常好的模型。你们不用发明什么东西。你们只要稳坐不动，世界就会抬着你前进……

配偶的价值

26岁那年，瓦尔特·迪士尼已经是加利福尼亚州好莱坞一家成功的动画工作室的领导。但经营情况并不理想，因为他的投资方居然把他的主要财富——兔子奥斯华的版权——从他手里夺走了。“当时我太太和我从纽约坐火车回来，我必须有东西可以告诉他们，”他回忆说，“我失去了奥斯华，但我在头脑里构思出这只老鼠……”瓦尔特的新形象是一只小老鼠，穿着红色的天鹅绒裤子，名字叫作“摩迪梅尔”。瓦尔特的太太丽莲觉得这个名字对于一个可爱的卡通人物来说太过花哨，建议改叫“米奇”。后来的故事就众所皆知了。



弗兰克·威尔斯

(Frank Wells , 1932——1994)

威尔斯非常受人尊敬，他曾担任迪士尼公司的总裁，直到1994年去世。有一张纸在他钱包里放了30年，上面写着：“谦虚使人进步。”



迪士尼后来作了许多正确的决定。别误会我的意思。但迪士尼的成功，确实很像我有个朋友在评论他一位无知却又获得成功的学友时说的话：“他是一只坐在池塘里的鸭子。人们抬高了池塘的水位。”

艾斯纳和威尔斯对迪士尼的管理是很出色的。但当他们上任的时候，那些老电影的录像带对迪士尼的推动作用已经出现了，所以他们能够轻而易举地对管理进行革新。

平心而论，他们也很出色，创造了不少风靡市场的新产品，比如说《风中奇缘》和《狮子王》。到最后，光是《狮子王》就能带来几十亿美元的收益。我说的“最后”，是指差不多50年以后。时间是有点长，但光靠一部电影就能赚几十亿美元。

问：你能谈谈你为什么离开律师业吗？

我家里人很多。南希和我养了八个孩子……我当时也没想到当律师

会突然变得那么好赚钱。我离开之后，律师业就开始赚大钱了。到了1962年，我差不多不干了，而完全不干是在1965年。所以那是很久之前的事情了。

另外，我比较喜欢独立自主，用自己的钱去（投资）赌博。我常常想，反正我了解的比客户还要多，我干吗要替他办事呢？所以部分原因是我比较自大，部分原因是我想要能够让我独立自主的资源。

还有就是，我的客户大多数都很好，但有一两个我不是很喜欢。此外我还喜欢资本家的独立性。我的性格向来有好赌的一面。我喜欢算清楚事情，喜欢下赌注。所以我就顺其自然了。



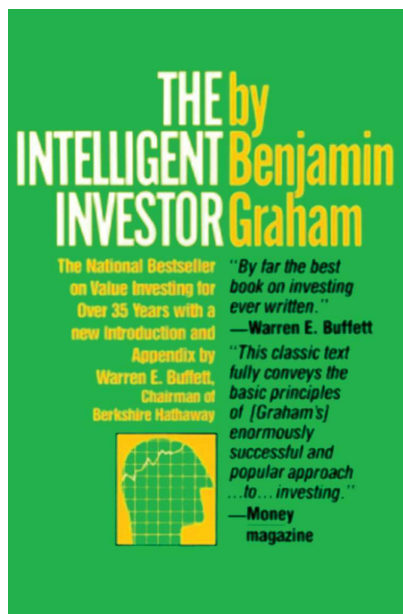
1931年，内华达州北部的农场主菲尔·托宾提出了一份将赌博合法化的法案，得到了内华达州立法会的批准。托宾从没去过拉斯维加斯，他说他对赌博没有兴趣，他提出这个法案的意图是“为公立学校增加税收”。同样的理由也被用于推动国家彩票的发行。

问：你会去拉斯维加斯赌钱吗？

我从现在到离世都不会去赌场赌100美元。我不会那么做。我怎么会去赌场呢？我偶尔会跟朋友娱乐性地小赌一把，偶尔会跟一个比我高明得多的对手玩桥牌，比如说鲍勃·哈曼（注：鲍勃·哈曼，1938——，美国桥牌手，被认为是世界上最伟大的桥牌手之一，曾获得12次世界冠军，50次北美冠军），他可能是世界上打牌打得最好的人。但我知道我跟他是打着玩的。那是娱乐活动。

至于那种简单机械的赌场拥有永久优势的赌博，我怎么可能去玩

——我特别讨厌合法赌场那种操纵（大众心理）的文化。所以我不喜欢将赌博合法化。



仍是最好的

《聪明的投资者》仍是最好的投资书籍。

它只有三个你们真正需要的思想：

- 1.市场先生比喻；
- 2.股票是企业的一部分；
- 3.安全边际。

——巴菲特

本杰明·格拉汉姆的重要著作

《证券分析》（1934）

《财务报告解读》（1937）

《世界商品与世界货币》（1944）

《聪明的投资者》（1949）

《格雷厄姆：华尔街教父回忆录》

我也不喜欢拉斯维加斯，即使它现在设有很多适合全家大小一起玩的娱乐项目。我不喜欢跟很多在牌桌上混的人在一起。

另外一方面，坦白讲，我确实喜欢能体现男子气概的打赌艺术。我喜欢跟朋友们社交性小赌一下。但我不喜欢那种专业的赌博环境。

问：你能说说自从你入行以来，共同基金和资金管理行业发生了什么变化吗？还有资本市场的增长。

实际上，我并没有真正地入行。我曾开过一家小小的私人合伙公司，经营了14年，二十几年前关掉了。然而，按照现在投资管理业的标准，我从投资者那里得到的费用还远远不够格。所以我确实不曾进入共同基金这个行业。

但资金管理业是美国近年来增长最快的行业之一。它创造了许多富裕的专业人士和许多亿万富翁。对于那些入行早的人来说，它是个大金矿。养老基金、美国公司市值和全世界财富的增长为许多人创造了一个利润丰厚的行业，并让其中许多人发了大财。

我们跟这些人有各种往来。不过，我们很多年没有涉足这个行业了。在很长很长的时间里，我们基本上只用自己的钱来做投资。

问：你认为这次牛市将会持续下去吗？

如果25年后，所有美国公司的市值没有比现在高很多，那我会非常吃惊。如果人们继续相互交易，将这些小纸片炒来炒去，那么货币管理业仍将会是一个热门行业。但除了用可以说是我们自己的钱来投资之外，我们真的不在这个行业里。

问：我对你们投资策略的转变很感兴趣，你们开始采用的是本杰明·格拉汉姆的模型，现在是伯克希尔·哈撒韦模型。你认为刚入门的投资者应该采用哪种模型呢？比如说把大部分或者全部资金投在一个我们认为很好的机会，然后几十年都不去动它？或者这种策略只适合一个更为成熟的投资者？

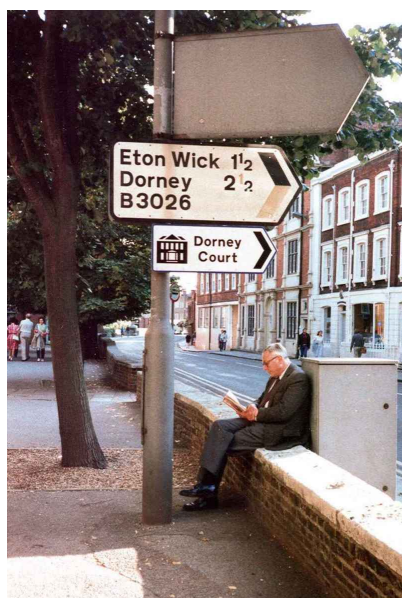
每个人都必须根据他自己的资金状况和心理素质来玩这个游戏。如

果亏损会让你变得很惨——有些亏损是不可避免的，你最好采用一种非常保守的投资模式，多存点钱。所以你必须根据自己的实际状况和才能来调整投资策略。我并不认为我能给你一种万金油式的投资策略。

我的策略对我来说是有效的，但这部分是因为我善于接受亏损。我的心理承受得了亏损。此外，我亏的次数并不多。这两种因素加起来，使得我的策略很有效。

问：你和巴菲特都说伯克希尔的股价太高了，你不推荐人们买它。

我们没有这么说（倒有这么认为过）。我们只是说，当时价格那么高，我们不会买，也不会推荐朋友去买。但这只跟伯克希尔在当时的内在价值有关。



查理论尽可能好地变老

某人：“查理，你看起来比实际年龄小20岁。”

查理：“这是我今晚任务的一部分——听许多与事实不符的言论。但谢谢你。”



增长的局限

荷兰人花24美元买下曼哈顿岛，根据估算，该岛如今价值大约等于3万亿美元。

在这378年里，每年的复合回报率是7%。

问：如果我有钱，我会买它的——因为你们说过你们的高回报率可以继续保持20年……

但愿你的乐观是对的。但我不会改变我的观点。毕竟，我们今天遇到的情况是前所未有的。有时我会跟朋友说：“我正在尽最大努力啦。可是，我以前又没经历过老年生活。我这是第一次过呢。我不知道是否能过得好。”

沃伦和我从来没有遇到过这种情况——估值非常高，资本数额非常惊人。我们从来没有遇到过，所以我们正在学习。

问：你和巴菲特说的每句话似乎都很有道理，但听起来跟本杰明·格拉汉姆30年前说过的话差不多，他说股市的价值被高估了——当时道指只有900点。

哦，我并不认为我们的看法跟他是一样的。格拉汉姆虽然很了不起，但是他特别喜欢预测整体市场的走势。与之相反，沃伦和我总是认为市场是不可知的。

从另外一方面来说，许多年来，扣除通货膨胀因素之后，大部分股票的年均回报率达到了10%到11%，我们说过这些回报率不可能持续一段非常长的时期。它们做不到。那完全是不可能的。世界的财富不可能以这种速度增长。不管斯坦福大学持有的证券组合过去15年来取得了什么样的业绩，未来的收益肯定会比过去的糟糕。也许会还可以。但过去15年是投资者的快乐时光，如此惊人的富矿效应（bonanza effects）不可能永远持续下去。

问：伯克希尔的年报引起了媒体的广泛关注，因为它表达的悲观看法认为，公司的规模越来越大，导致投资机会越来越少。这种情况对你们未来10年有什么影响？

我们反复地说过，跟过去相比，未来股东财富的复合增长率将会下降——我们的规模将会拖业绩的后腿。我们反复地说过这不是一种观点，而是一种承诺。

然而，不妨假定从现在开始，我们能够让账面价值以每年15%的比例复合增长。这个回报率不算太糟糕，对于长期持有我们的股票的股东来说，应该是可以接受的。我只是说我们能够承受增长放慢，因为我们的收益肯定会降下来，但对长期股东来讲仍是不错的。

顺便说一句，我并没有承诺我们的账面价值每年会有15%的复合增长率。

问：你刚才说避免拥有极端的意识形态是很重要的。你认为商界和法律界有责任帮助城市的贫民，让他们走上致富的道路吗？

我完全赞成解决社会问题。我完全赞成对穷人解囊相助。我完全赞成在经过深思熟虑之后，去做一些你认为利多于弊的事情。

我反对的是非常自信、非常有把握地认为你的干预必定是利多于弊，因为你要对付的是一个非常复杂的系统，在这个系统里面，每件事情相互牵连，相互影响。

问：那么（你的意思）就是要确定你做的事情（利多于弊）……

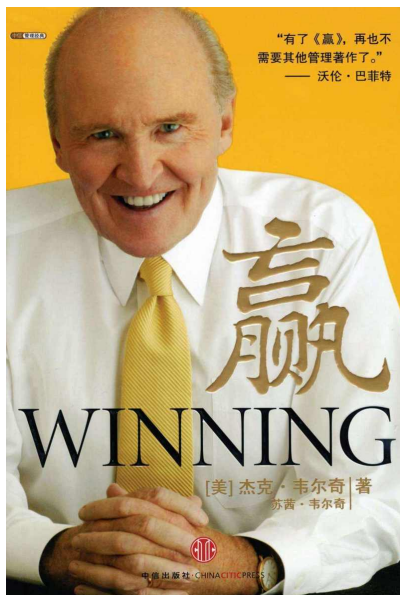
你没办法确定。这就是我的看法……





撒玛利亚医院

洛杉矶的撒玛利亚医院成立于1885年，是世界级的医学中心，隶属于南加州大学凯克医学院。该院是一家非盈利机构，每年的手术量约4200例，急诊量约25400人次。多年以来，撒玛利亚医院的理事会主席都是查理·芒格。

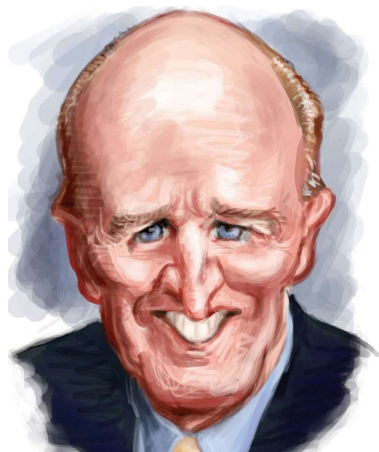


杰克·韦尔奇

(Jack Welch , 1935——)

杰克·韦尔奇出生在马萨诸塞州，他的父亲是小约翰·弗兰西斯·韦尔奇。他得到了化学工程的博士学位，然后在1960年加入了通用电气。凭借自己的努力，他逐步获得升迁，在1980年成为该公司的董事会主席和CEO。在执掌通用电气的20年间，韦尔奇使该公司的资产从130亿美元增长到数千亿美元。

但从另外一方面来说，我最近确实推翻了两组工程师提出的方案。我怎么会足够的自信在一个如此复杂的领域做这样的判读呢？嗯，你也许会想：“这个家伙只是个有钱的自大狂罢了，他以为他什么都懂呢。”



我可能是个自大狂，但我并不认为我什么都懂。不过我发现那两组工程师都很可能存在偏见，他们提出的结论都对他们自己有利。每一派所说的都与他们的天然偏见相合，这让我产生了怀疑。此外，也许我掌握了足够多的工程学知识，所以能够知道（他们的结论）并无道理。

最后，我找到第三个工程师，他提出的方案我很认可。后来第二个工程师跑来对我说：“查理，我怎么就没想到呢？”——他能这么说还是值得赞扬的。第三种方案更好，不但更安全，造价也更低。

有些人虽然比你更有学问，但在他的认知明显受到激励机制引起的偏见或者某些相同的心理因素影响时，你必须要有自信推翻他的结论。但有时你不得不承认自己的能力有限——你最好的办法就是信任某位专家。实际上，你应该弄清楚你知道什么，不知道什么。在生活中，还有什么比这个更有用的呢？

问：你讨论过可口可乐的失败。你认为苹果犯了哪些错误呢？

让我来给你一个非常好的答案——这个答案是我从通用电气的CEO 杰克·韦尔奇那里抄来的。韦尔奇是一位工程学博士。他是商界巨星，是个非常了不起的人。最近，有人问他：“杰克，苹果到底做错了什么？”当时巴菲特也在场。

韦尔奇是怎么回答的呢？他说：“我没有足够的能力来回答这个问题。”我想给你相同的答案。在这个领域我没有能力给你任何特殊的见解。

从另一个方面来说，我照搬韦尔奇的答案，是为了教你一个道理。当你不了解，也没有相关的才能时，不要害怕说出来。

有些人不是这样的，我想用一个生物学的例子来说明。当蜜蜂发现蜜源的时候，它会回到蜂窝，跳起一种舞蹈，告诉同类蜜源在哪个方向，有多远，这是蜜蜂的基因决定的。四五十年前，有个聪明的科学家把蜜源放得很高，蜜蜂从来没有遇到过这样的情况。所以蜜蜂发现了蜜源，回到蜂窝。但它的基因里没有编排好表达蜜源太高的舞蹈。它是怎么做的呢？

如果它是韦尔奇，它就会坐下来。但实际上它跳起了一种不知所谓的舞蹈。许多人就像那只蜜蜂。他们试图以那种方式回答问题，那是一种巨大的错误。没有人期望你什么都懂。

有些人总是很自信地回答他们其实并不了解的问题，我不喜欢跟他们在一起。在我看来，他们就像那只乱跳舞的蜜蜂，只会把整个蜂窝搞得乱哄哄的。





苹果电脑

1976年，斯蒂芬·乔布斯和斯蒂芬·沃兹尼克推出了苹果一号，苹果电脑公司正式成立。经过一系列的改进和创新，苹果电脑在市场上获得了高品质、便于使用的美誉。20世纪90年代初期，苹果电脑的市场份额遭到那些采用英特尔芯片加微软视窗操作系统的电脑的蚕食。尽管许多评论者认为苹果电脑的技术和性能更加先进，但在市场上完全不是基于微软视窗操作系统的产品的对手。到了20世纪90年代末期，苹果的iMac和Powerbook产品开始收复失地。最近苹果又推出了个人视听产品iPod，极大地提高了该公司的市场地位。



W. C.菲尔兹饰演的《银行骗子》：一个喜怒无常、毫无理智的吹牛大王。

问：你曾经在律师事务所干过，请问你当时是如何利用这些模型的？效果怎么样？现在的律师事务所好像并不采用这些模型。

它们也采用这些模型。但跟学术界的情况相同，律师事务所也有一些不正常的激励机制。实际上，从某些方面来说，律师事务所的情况更加糟糕。

我来说说律师业的另外一种模型：我很小的时候，我父亲是个律师。他有个好朋友叫格兰特·麦克费登，奥马哈的福特汽车经销商，这人也是父亲的客户。麦克费登先生是个非常了不起的人——他是个白手起家的爱尔兰人。

他小时候经常挨父亲毒打，于是从农场逃出来，自己开创了一片天地。他是个聪明人，极其正直，极其有魅力——反正是个非常、非常了不起的人。

我父亲有另外一个客户跟他正好相反，那人是个吹牛大王，自视极高，处事不公，夸夸其谈，难以相处。当时我大概只有14岁，我问：“爸爸，你为什么替X先生——那个自视极高的吹牛大王——做那么多工作，而不是花更多精力在格兰特·麦克费登这样的好人身上呢？”

我父亲说：“格兰特·麦克费登正确地对待他的员工，正确地对待他的客户，正确地处理他的问题。如果他遇到一个神经病，他会赶紧远离那神经病，尽快给自己找条出路。因此，我要是只做格兰特·麦克费登的生意，就没钱给你喝可口可乐啦。但X先生就不同了，他在生活中遇到许多法律纠纷。”

这个例子表明从事律师业的问题之一。在很大程度上，你不得不跟一些非常低劣的人打交道。当律师能够赚很多钱，大部分归功于他们。就算你的客户是个品德高尚的人，你要帮他应付的对手也往往是非常低劣的家伙。这是我不再当律师的一个原因。

另外一个原因是我的私欲，但也是因贪欲带来的成功，我才能够更容易去做一个值得尊敬和理性的人。就像本杰明·富兰克林说过的：“空袋子很难竖起来。”

我认为当我问起那两位客户时，我父亲的回答方式是非常正确的。他教给我一个道理。什么道理呢？在生活中，为了养家糊口，你不妨偶尔替那些丧失理智的自大狂服务。但你应该像格兰特·麦克费登那样为人处世。那是个很好的道理。

而且他用的教学方式非常巧妙——因为他不是把这个道理直接灌输给我，而是让我自己通过思考去体会。我必须自己动脑筋，才能明白我应该学习格兰特·麦克费登。他认为如果这个道理是我自己摸索出来的，我会记得更牢。确实是这样的，我到今天还牢牢地记住它——尽管已经过去几十年了。这是一种非常巧妙的教育方式。

这种方式也跟基本的心理学有关，跟基本的文学道理也有关系。优秀的文学作品需要读者略加思索才能理解，那样它对读者的影响会很深，你会更牢固地记住它。这就是承诺和保持一贯性的倾向。如果你动脑筋才懂得某个道理，你就会更好地记住它。

如果你是律师或者企业领导，也许会想让他明白我父亲告诉我的道理，或者其他你想让他们学到的事情。你可以通过这种方式对他们进行教育。难道用这种方法来教孩子不是很好吗？我父亲故意使用了间接的方法。你看它的效果多么好——就像库克船长巧妙地运用心理学一样。自那以后，我一直都在模仿格兰特·麦克费登——终生如此。我可能有些地方做得不够好，但至少我一直以他为榜样。

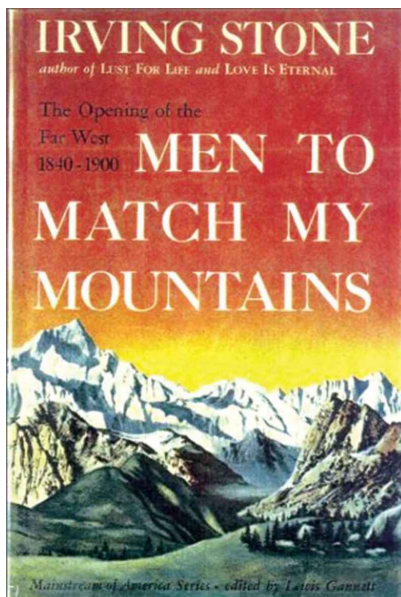
优秀的文学作品

欧文·斯通

(Irving Stone, 1903—1989)

欧文·斯通是美国作家，以撰写著名历史人物的传记体小说闻名。他的代表作包括根据梵高的生平撰写的《渴望生活》

(1934)，根据米开朗基罗的生平写就的《痛苦与狂喜》(1961)和根据查尔斯·达尔文的生平写成的《起源》(1980)。下面这本书是《筚路蓝缕的先行者》，描绘了那些在19世纪40年代开拓美国西部和加利福尼亚州的勇士的故事。





亨利·爱默生

编辑和出版人

《杰出投资者文摘》

亨利·爱默生花了18年的时间跟世界上最伟大的投资管理者交往，其中包括沃伦·巴菲特和查理·芒格。他那份不可或缺的刊物的宗旨是：“尽量给我们的客户带来最有价值的资料——让日历见鬼去吧。”爱默生的刊物是各行各业的投资者必读的杂志。

Outstanding Investor Digest

WITH THE COMPLIMENTS OF
CENTURY MANAGEMENT
805 LAS CIMAS PARKWAY
SUITE 430
AUSTIN, TX 78746
(800) 664-4888

PERSPECTIVES AND ACTIVITIES OF THE NATION'S MOST SUCCESSFUL MONEY MANAGERS.

Investors featured in this Edition:

CLIPPER FUNDS
JAMES GIPSON &
MICHAEL SANDLER...24,
44, 64

BAUPOST GROUP'S
SETH KLARMAN...4, 55

WESCO FINANCIAL'S
CHARLIE MUNGER...18,
28, 56

OAKMARK FUNDS'
BILL NYGREN...17, 37, 49, 64

ROYCE FUNDS'
CHUCK ROYCE...64

STAVROU PARTNERS'
CHRIS STAVROU...2

CENTURY MANAGEMENT'S
ARNOLD VAN DEN BERG...20

FIRST EAGLE FUNDS'
CHARLES DE VAULX...64

THIRD AVENUE FUND'S
MARTY WHITMAN...12

Other Investors in this Edition:

FAIRHOLME CAPITAL'S
BRUCE BERKOWITZ...64

CENTURY MANAGEMENT'S
JIM BRILLIANT...20, 38, 49

TWEEDY, BROWNE'S
CHRIS BROWNE...14

BERKSHIRE HATHAWAY'S
WARREN BUFFETT...17, 18,
27-29, 37, 46, 51, 56-63

GRAHAM/NEWMAN'S
BEN GRAHAM...16, 19, 26, 42

LEGG MASON VALUE'S
BILL MILLER...14

TEMPLETON FUNDS'
JOHN TEMPLETON...30, 42, 46

(and more.)

Companies & Investments in this Edition:

ALTRIA GROUP...53, 54
AMERICAN POWER...12
APPLIED MATERIALS...12

AVX CORP...12
BANK OF AMERICA...32

BFC CAPITAL...12

BRASCAN...14

BURLINGTON INDS...58

CISCO...21

COCA-COLA...40

COSTCO...56

CVS CORP...48

DISNEY...50

EL PASO...47, 48

ENCANA CORP...12

FANNIE MAE...2, 48, 50-54

FEDEX...56

FOREST CITY...14

FREDDIE MAC...2, 48, 50-54

FREEPORT, MCMORAN...64

GAP...19

GENERAL ELECTRIC...4

GENERAL MOTORS...60

HCA...47, 48

HUTCHISON WHAMPOA...12

IBM...40

INVESTOR AB...12, 13, 15

J&J SNACK FOODS...12

J.P. MORGAN...51, 52

KENDLE INTL...12

KRAFT FOODS...53

KROGER...49

LEGG MASON...16

LIMITED BRANDS...19

MCDONALD'S...49, 57

MICROSOFT...40

MILLEA...47

MIRANT BONDS...12

NEWMONT MINING...64

PARMALAT BIDS...12, 15, 32

PITNEY BOWES...48

RAYTHEON...19

SAFeway...18, 49

ST. JOE CORP...14

TENET...47, 48, 50

TOYOTA INDS...12, 13, 15

TOYOTA MOTOR...13

TOYS "R" US...19, 49

TYCO...46, 48, 53

UPS...59

USG...58, 59

WAL-MART...13, 19, 49, 56

WASH MUTUAL...18, 59

WYETH...48

(and more.)

Volume XIX Numbers 1 & 2

April 30, 2004

OID POTPOURRI: CHRIS STAVROU, SETH KLARMAN,
MARTY WHITMAN & BILL NYGREN

We're pleased to bring you the following assortment of perspectives from *OID* contributors. First, Chris Stavrou parts the clouds hanging around a couple of *OID* favorites. Then Seth Klarman discusses how quickly investors have forgotten the lessons of the still very recent bear market and the case for holding cash today. Third, Marty Whitman (after whom Syracuse University recently renamed its business school the Martin J. Whitman School of Mgmt.)

(continued on page 2)

CENTURY MANAGEMENT'S

ARNOLD VAN DEN BERG

"IF PAST BUBBLES ARE ANY INDICATION,

THIS ONE'S AFTERMATH WILL BE A DOOZY."

Since founding Century Management back in 1974, *Arnie Van Den Berg* has handily beaten all of the indices. Through March 31, 2004, he's managed to earn returns of 17.6% per year before fees versus 13.9% and 12.8% per year for the S&P 500 and the NASDAQ, respectively. And interestingly, he's done far better still the last five years — actually managing a return of more than 25% per year versus declines of 1.2% and 4.1% per year for the S&P 500

(continued on page 20)

CLIPPER FUNDS'

JAMES GIPSON & MICHAEL SANDLER

"THIS IS NOT A GOOD TIME TO OWN LONG-TERM ASSETS. IT'S UNCOMMONLY HARD TODAY TO FIND CHEAP STOCKS."

Jim Gipson has often pointed out that in a world of increasingly high turnover among mutual fund managers, *Clipper Fund* — which he and *Michael Sandler* have managed since 1984 — is an anomaly. No less anomalous have been its returns. For the three, five, ten and 20-year periods ended March 31st, it has outperformed the S&P 500 by 6.6%, 12.3%, 4.5% and 3.35% per year, respectively. And its returns relative to its peers have been no less impressive.

(continued on page 44)

WESCO FINANCIAL'S CHARLIE MUNGER

"THE BEST WAY TO GET SUCCESS?"

IT'S VERY SIMPLE — JUST DESERVE IT."

In the foreword to Janet Lowe's excellent biography — *Damn Right! Behind the Scenes with Billionaire Charlie Munger* — long-time partner *Buffett* says Charlie's mind is "breath-taking" and that "he's as bright as any person that I've ever met and, at 76, still has a memory I would kill for." Lowe goes on to add that *Buffett's* eldest son, Howard, says his father is the second smartest man he knows — that

(continued on page 56)

问：你在《杰出投资者文摘》发表的文章结尾提到，只有少数投资经理能够创造附加值。你现在的听众将来都会成为律师，你认为我们应该怎样为司法业创造附加值呢？

只要成为能够正确思考的人，你们就可以创造附加值。只要很好地掌握正确的思考方式，能够见义勇为，当仁不让，你们就能够创造很大的附加值。只要能够防止或者阻止某些足以毁掉你们的事务所、客户或者你所在乎的某些东西的蠢事，你们就能创造很大的附加值。

你们可以使用一些有效的妙招。例如，我的老同学，斯卡登·阿普斯利律师事务所的乔伊·弗洛姆，是个十分成功的律师，原因就在于他非常善于用一些精妙的比喻来有效地传达他的观点。如果你想为客户服务，或者想要说服别人，用点幽默的比喻是非常有帮助的。

这是一种很了不起的本事。你们可以说乔伊·弗洛姆的本领是天生的，但他经常磨练这种天赋。你们或多或少都拥有这种天赋，你们也可

以磨练它。

有时候你们会遇到一些不能做的事。例如，假设你有个客户非常想要逃税。他要不逃税，就会觉得浑身不舒服。如果他认为有些漏洞可以钻但是他没有钻，他每天早上会连胡子都刮不干净。有些人就是这样的。他们就是不愿意安分守规矩。

你们可以用两种方法来解决这个问题：（A）你们可以说，“老子不给他干啦”，然后撒手不管，或者（B）你们可以说：“哎呀，生活所迫，我必须为他工作呀。我只是替他作假，不代表我自己作假。所以，我还是做吧。”

如果发现他真的想要做一些非常愚蠢的事情，你们这么对他说可能是没用的：“你这么做得不对。我的道德比你高尚多啦。”

那会得罪他的。你们是年轻人，他年纪比较大，因此，他不会被你说服，而是会作出这样的反应：“你以为你是谁，凭什么给整个世界设立道德标准？”

但你们可以这样对他说：“你做这件事情，不可能不让你的手下知道。所以呢，你这么做很容易遭到敲诈勒索。你这是在拿你的声誉冒险，拿你的家人和金钱冒险。”

这样做可能会有效。而且你们对他说的是实话。如果必须使用这样的方法才能让人们做正确的事情，你愿意在这种地方工作吗？我想答案是否定的。但如果你们只能在这样的地方待下去，从他的利益出发去说服他，很可能比从其他方面出发去说服他更有效。这也是一种有着极深的生物学根源的强大心理学原则。

我亲眼看到那种心理学原则是如何使所罗门倒掉的。所罗门的法律总顾问知道CEO古特福伦德应该尽快将所罗门公司的违法交易系统告诉联邦政府部门，古特福伦德并没有参与那些不法交易，不是主犯。总顾问要求古特福伦德那么做。实际上，他对古特福伦德说：“虽然法律可能不要求你这么做法，但那是正确的。你真的应该说出来。”





所罗门兄弟公司的约翰·古特福伦德

约翰·古特福伦德（John Gutfreund）曾任所罗门兄弟公司的董事会主席和CEO；他发现了公司的违法交易，却坐视不顾，结果付出了惨重的代价。有个所罗门公司的交易员非法买进了32亿美元的美国国债。虽然公司高层几天后就获悉了这项交易，但古特福伦德并没有认真对待，反而将其隐瞒了超过三个月。当媒体将这件事捅出来之后，古特福伦德立刻意识到他的知情不报将会导致他在所罗门38年的生涯走到终点。他打电话给所罗门公司的独立董事沃伦·巴菲特，求他拯救所罗门公司，重振它的声望。巴菲特举重若轻地解决了这个复杂问题，该公司得以活下来，并得到进一步发展；它后来作价9亿美元卖给了旅行者集团。



2004年3月3日，纽约州纽约市：前世通公司（WorldCom）CEO伯纳德·埃伯斯在联邦广场26号的联邦调查局总部招供之后被戴上手铐，押往法院听候处分。埃伯斯因为搞垮了世通公司而被指控犯有共谋罪、伪造证券罪、做假证罪等9项罪名。2005年3月，他被认定相关罪行成立。同年7月，被判25年有期徒刑，可能要在监狱里度过余生。

摄影：阿兰·坦宁鲍姆 / 北极星图片公司

但那没有用。这个任务很容易被推掉——因为它令人不愉快。那正是古特福伦德的选择——他把它推掉了。

除了CEO，总顾问在所罗门公司并没有什么靠山。如果CEO下台，总顾问也会跟着下台。因此，他整个职业生涯岌岌可危。所以为了拯救他的职业生涯，他需要说服这位拖拉的CEO赶快去做正确的事情。

这件任务简单得小孩子都能完成。总顾问只要这样对他老板说：“约翰，你再这样下去，你的生活就毁了。你会身败名裂的。”这么说就可以了。没有CEO愿意自毁前途、声名扫地。

这位所罗门的前总顾问为人聪明大度——他的想法也是正确的。然而，他丢了工作，因为他没有应用一点基本的心理学知识。他并不知道，在大多数情况下，要说服一个人，从这个人的利益出发是最有效的。

但就算遇到相同的情况，你们应该不会得到相同的糟糕结果。只要

记住古特福伦德和他的总顾问的下场就好了。如果你们用心学，正确的道理是很容易掌握的。如果你们掌握了，在遇到其他人无法解决的关键问题时，你们就能够表现得游刃有余。只要你们变得明智、勤奋、公正，而且特别擅长说服别人去做正确的事，你们就能够创造附加值。

问：你能谈谈诉讼的威胁——股东的官司等等——和一般法律的复杂性如何影响到大型企业的决策吗？

嗯，每个大企业都为法律成本叫苦，为规章制度之多叫苦，为公司事务的复杂性叫苦，为控方律师——尤其是集体诉讼的控方律师——叫苦。所以你完全可以把一家公司的叫苦单照搬给另外一家公司，一个字都不用改。



传说罗马帝国皇帝尼禄曾经在罗马发生大火期间怡然自得地拉小提琴。实际上，人们常说的小提琴要到罗马大火之后数百年才被发明出来。

但对于律师事务所来说，让它们叫苦的这些情况实在是好消息。多年以来，大型律师事务所的业务一直处于上升通道。它们根本忙不过

来，就像大瘟疫中的收尸人。当然，如果在瘟疫期间，收尸人一边手舞足蹈，一边拉小提琴，那会显得非常怪异。所以律师事务所的合伙人会说：“唉呀，真叫人悲伤——这么多复杂的问题，这么多的官司，这么多的司法不公。”

但说真的，他们多少有点精神分裂才会抱怨这种情况，因为这实际上对他们非常有利。最近加利福尼亚州出现了一些有趣的事。部分辩方律师想让公民投票否决某个议案，但是这么做有害于他们客户的利益，所以他们只能偷偷摸摸地进行游说，免得被他们的客户发现。他们这么做的原因是，那个法案使得控方律师更难提出诉讼。

如果你是辩方律师，靠的就是和这些极端分子斗智斗勇，以此来为孩子交学费——那个法案无异于将他们的饭碗打破。所以身为成年人，他们只能作出这种成年人的选择。

所以大公司适应了。他们遇到更多的官司，不得不设立规模更大的法务部门。他们为他们不喜欢的东西叫苦，但他们适应了。



“就意识形态而言，我们非常支持警察。”

丹尼尔·罗德里古厄兹警官——人们称他为“警察歌星”——在2002年冬奥会开幕式上献唱。（美联社图）在“9·11”的悲剧发生之后，罗德里古厄兹警官给纽约人和许多美国人带去了安慰。

问：可是在过去几十年里，这种法律的复杂性消耗了企业大量的资源，是吧？

是的。几乎所有美国公司的诉讼费用和为了遵守各种规章制度而支出的费用都比20年前高出了一大截。确实，有些新的法规是很愚蠢的。但有些则是不可缺少的。这种情况将会一直延续下去，只不过轻重程度会有所不同。

问：是否有些企业由于担心失败或负法律责任而不太可能去投资那些风险较高的项目？您有看到或经历过企业决策上任何这样的变化吗？

我曾经和朋友——不是沃伦，是另外一个朋友——一起碰到过这种情况。我们控股的一家子公司发明了一种更好的警察头盔。那是用凯夫拉尔（注：即对位芳纶，美国杜邦公司于1960年代研制出的一种具有低密度、高强度性能的新型复合材料）之类的原料制成的。他们把这种头盔带给我们看，要我们生产它。

就意识形态而言，我们非常支持警察。我认为文明社会需要警察队伍——虽然我并不认为每年牺牲的警察很多，给社会带来了太多的孤儿寡母，但我们赞成警察该有更好的头盔用。

然而，我们看了一下头盔，然后对那个发明它的人说：“我们公司很有钱，可是我们造不起这种更好的警察头盔。现在的文明社会就是这样的。考虑到各种风险因素，我们不能生产这种头盔。但我们希望有人愿意生产。”

“所以我们不会漫天要价。去找别人生产它吧，把技术卖给能生产它的人。我们自己就不要生产了。”

因此，我们并没有试图阻止警察获得这种新头盔，但我们决定我们自己不要制造头盔。

考虑到文明社会的发展方式，有些行业的情况是这样的，如果你是该行业最有钱的人，那么它会是一个糟糕的行业。比如说，在高中的橄榄球比赛中，难免会有球员因头部受伤而导致半身麻痹或者四肢麻痹。除了那家最有钱的头盔制造商，伤者还能找到更好的起诉对象吗？每个人都为伤者感到遗憾，都觉得那些伤病非常严重，所以制造商输掉官司的概率很大……

我认为在我们这样的文明社会，富裕的大公司生产橄榄球头盔是不明智的行为。也许法律不应该让那些起诉头盔制造商的人轻易胜诉。

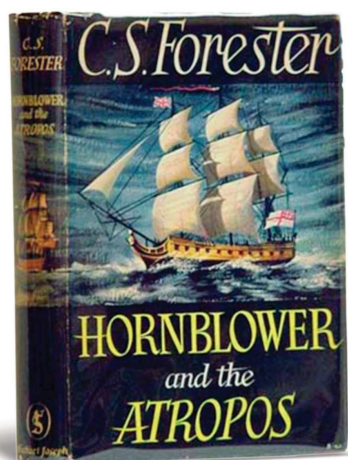
我认识两个医生——他们的婚姻都很美满。后来医疗责任险的保费升得太高，他们就都离婚了，把绝大部分的财产转移到他们的妻子名下。他们继续执业——只是没有投保医疗责任险而已。

他们对文明制度不满。他们需要适应。他们信任他们的妻子。所以就出现了那种情况。自那之后，他们再也没有为医疗责任投保。

把事情简化

圣母大学橄榄球场的球员入口上面写着“今天像冠军那样去战斗”。我有时会开玩笑说内布拉斯加大学的标语是，“别忘了戴头盔”。查理和我是那种“别忘了戴头盔”的人。我们喜欢把问题简化。

——巴菲特



英国封锁法国海岸线

(1803——1814)

冬天的比斯开海湾狂风大作，巨浪滔天，让船员感到非常痛苦。根据C. S. 佛斯特在《霍恩布劳尔》系列小说中的记载，如果船长在执行封锁任务期间使得战船搁浅，那么后果将会非常严重。不管原因是什么，船长肯定会被送到军事法庭接受最严厉的处罚，甚至包括死刑。不出意料的是，那些年只有一艘船搁浅了，原因是撞上了海图上没有标出来的礁石。

人们能够适应不断变化的司法气候。他们有各自的办法。从前是这样，将来也仍会是这样。

我个人最讨厌的是那些让欺诈变得容易的制度。加利福尼亚州那些脊椎按摩师的收入也许有一大半是纯粹通过欺骗得来的。例如，我有个朋友在一个糟糕的社区发生了一起小小的车祸。他甚至还没来得及把车驶离那个交叉路口，就收到了两个脊椎按摩师和一个律师的名片。他们专门从事伪造受伤报告的勾当。

兰德公司的数据显示，我们加利福尼亚州平均每次车祸的受伤人数是其他许多州的两倍，但实际上我们每次车祸的受伤人数并没有比别的州高出一倍。所以有一半是伪造的。这已经成了一种社会风气，人们认为每个人都这么做，所以自己诈伤也完全没有问题。我认为这样的社会风气是很糟糕的。

如果制度由我来制定，那么对工作压力的工伤赔偿金将会是零——不是因为工作造成的压力并不存在，而是我认为如果允许因工作压力就能够得到赔偿，那么社会受到的损害，将会比少数人真的因工作压力受伤而得不到赔偿的情况糟糕得多。

我喜欢海军的制度。如果你是海军的船长，接连工作了24小时，需要去睡觉，所以在恶劣的环境中把船交给非常有能力的大副，而他把船弄搁浅了——这显然不是你的错——他们不会把你送到军事法庭，但你的海军生涯就结束了。

你们也许会说：“那太严厉了。法学院可不是这样的。那不是合法的诉讼程序。”嗯，海军的模式比法学院的模式好多了。海军的模式确实能

够促使人们的环境恶劣的时候全神贯注——因为他们知道，如果出事绝对不会获得原谅。

拿破仑说他喜欢更幸运的将领——他不会支持败军之将。同样地，海军喜欢更幸运的船长。

不管你的船是因为什么原因搁浅的，反正你的生涯结束了。没有人对你的错误（原因）感兴趣。那就是海军的规则——从方方面面来说，这对所有人都好。

我喜欢那样的规则。我认为如果有几条这种不追究过错原因的规则，我们的文明社会将变得更好。但这种提议很容易在法学院引起争议：“那不是合理的诉讼程序，你没有真的追求正义。”

我赞成海军的规定，那就是在追求正义——追求让更少船只触礁的正义。考虑到这些规则带来的好处，我不在乎有位船长受到不公平的对待。毕竟，那又不是把他送到军事法庭。他只需要另外找份工作而已，他从前缴纳的养老金依然归他所有，诸如此类的。所以那对他来说也不会是世界末日。

我喜欢这样的规则。可惜像我这样的人不多。

问：我想听你再谈谈如何作判断。在你的演讲中，你说过我们应该阅读心理学教材，然后掌握十五六个最有道理的原则……

法国皇帝拿破仑·波拿巴通过征服或者结盟，控制了西欧、中欧的大部分地区，到了1813年，他在莱比锡附近展开的多国大会战中被击败。他后来东山再起，开启了所谓的百日王朝，随即又在1815年的滑铁卢战役中一败涂地。这幅画叫做《波拿巴在圣伯纳德峰跨越阿尔卑斯山》（Bonaparte Crossing the Alps at Grand-Saint-Bernard），是雅克-路易·戴维的作品，现藏于法国吕埃-马迈松的马迈松城堡。



头脑简单、肯定拥有它们在生活中所需的全部答案的绵羊堵住英国约克郡的一条乡间小路。

掌握那些明显很重要和明显很正确的原则。没错.....然后你还得钻

研那些明显很重要然而教材上又没有的原则——这样你就能得到一个系统。

问：是的。我的问题跟第一步有关，怎样确定哪些原则是明显正确的呢？对我来说，这才是更重要的问题。

不，不。没你说的那么难，你言过其实了。人们很容易受到他人的思维和行为的严重影响，有时候这种受影响的情况是发生在潜意识层面上的，你觉得这很难理解吗？

问：没有啦。这个我能理解。

那就对了。那你就完全能够弄懂那些原则。慢慢来，一个一个掌握。没有你说的那么难……

你觉得操作性条件反射的原理——也就是人们会重复他们上一次成功的活动——很难理解吗？

问：我觉得要掌握的东西很多，有道理的内容也很多。我觉得这个系统很快就会变得很复杂——因为各种各样的原则太多了。

嗯，如果你像我一样，你就会觉得有点复杂才有意思。如果你想要毫不费力就能明白，也许你应该加入某种宣称能够解答一切问题的邪教。我可不认为那是一种好办法。我想你必须接受这个世界——它就是这么复杂。爱因斯坦曾经很好地总结过这一点：“一切应该尽可能简单，但不能过于简单。”

我想学习心理学也是这样的。如果有20种因素，并且它们相互影响，你必须学会处理它们——因为世界就是这么复杂。但如果你能够像达尔文那样，带着好奇心逐步解决问题，你就不会觉得很难。你会惊讶地发现，原来你能够学得很好。

问：你刚才给了我们三个你使用的模型。我想知道你是从哪里找到其他模型的。第二个问题，你能教给我们一种更轻松地阅读心理学教材的方法吗？我倒不反对去读心理学教材，可是那样很费时间。

学科的种类并不多，真正有用的思想也不多。把它们统统弄清楚会给你带来很多乐趣。此外，如果你通过亲自摸索去把它们搞清楚，而不是通过别人的转述死记硬背，你对那些思想的掌握会比较牢固。

更重要的是，这种乐趣永远不会枯竭。我以前接受的教育错误得很离谱。我根本没有看过所谓的现代达尔文主义的著作。我看的书也很杂，但我就是没看过这类书。去年我突然意识到自己真是个白痴，居然连现代达尔文主义都没看过，所以我倒了回去，在牛津大学伟大的生物学家道金斯和其他人的帮助之下，我补充了这个流派的知识。

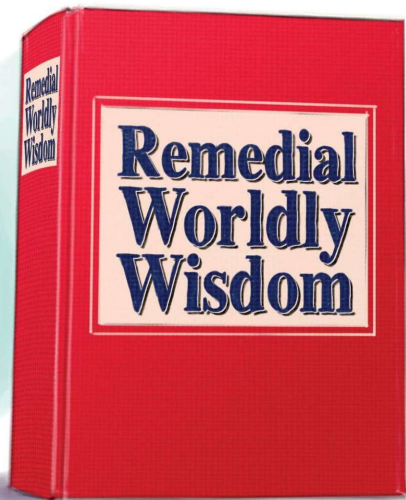
我七十几岁啦，对我来说，理解现代达尔文综合理论绝对是很快乐的事情。这种理论极其漂亮，极其正确。一旦掌握它之后，它就变得很简单。



现代达尔文主义或者现代达尔文综合理论

“现代达尔文主义”或者“现代达尔文综合理论”这个术语指的是20世纪30年代末期到20世纪40年代间，那些综合基因学家和博物学家的发现，解释基因的改变如何影响生物多样性进化的理论。

“我七十几岁啦，对我来说，理解现代达尔文综合理论绝对是很快乐的事情。这种理论极其漂亮，极其正确（有机体的进化过程和行为方式都是由基因决定的）。一旦掌握它之后，它就变得很简单。”



如果查理给法学院的学生上“补救式普世智慧”这门课，这门课肯定会包括他的“由数学、物理学、化学和工程学构成的四门基础学科”（参见第五讲），以及会计学、历史学、心理学、哲学、统计学、生物学和经济学。实际上，上完这门课所需的时间可能不止“三个星期或者一个月”。

所以我这种方法吸引人的地方就在于它带来的乐趣永不枯竭。如果你患上老年痴呆症，最终被送到疗养院，那么我想这种乐趣确实会枯竭。但就算是那样，它至少也持续了很长的时间。

如果我是法学院的沙皇——不过法学院当然不会允许沙皇的存在（它们甚至不希望院长拥有太多的权力）——我会开设一门叫做“补救式普世智慧”的课程，它将会提供许多有用的东西，包括大量得到正确传授的心理学知识。这门课可能只持续三个星期或者一个月……

我认为你们应该开设一门有趣的课程——采用一些有说服力的例子，传授一些有用的原理——那将会很有趣。我认为这门课程将有助于你们发挥从法学院学到的知识。

人们会对这个想法不以为然。“大家不做这样的事情。”他们可能不喜欢课程名称——“补救式普世智慧”——所含的讽刺意味。不过我这个名称的含义其实是“每个人都应该知道”。如果你管它叫补救式的，难道

你的意思不是这样的吗？“这些道理真的非常基础，每个人都应该知道。”

这样一门课将会非常有趣。可以援引的例子太多了。我不明白人们为什么不开设。也许是因为他们不想开，所以就没有开；但也许是他们不知道该怎么开；也许他们不懂这门课是什么。

但如果你在接受传统的法学院教育之前，有那么一个月的时间来学习这些通过生动的例子得到传授的基本道理，你们在法学院的整个求学过程将会有趣得多。我认为整个教育系统的效果将会好得多。但没有人对开设这样的课程感兴趣。有些法学院确实传授教材之外的知识，但在我看来，他们的方法往往显得非常笨拙。其实美国大学的心理学课算上得不错的了，不信你看看那些企业金融课程。现代的组合投资理论？那完全是乱来！真叫人吃惊。

我不知道怎么会这样。自然科学的工程学都教得很好。但除了这些领域，其他学科的情况完全是莫名其妙——尽管有些学科的研究人员智商非常高。

可是，孩子们，学校应该如何改变这种愚蠢的局面呢？正确的做法不是请一个七十几岁的老资本家来告诉高年级的学生：“这是一点补救式普世智慧。”这不是解决问题的办法。

从另外一方面来说，法学院在学生刚入学的第一个月就灌输一些基本的原理……许多法学原理是跟其他原理联系在一起的，它们的关系密不可分。然而，在教学中，他们并没有指出这些法学原理跟其他重要原理有密切的关系。这种做法很荒谬——绝对很荒谬。

我们为什么规定法官不能对未经他们之手的案件发表评论呢？当我上法学院的时候，老师们在课堂上谈到这个规定，但没有联系到本科课程中的重要内容加以说明。不把那些理由说出来真的很荒唐。人类的大脑需要理由才能更好地理解事情。你们应该把现实悬挂在附带理由的理论结构之上。只有那样，你们才能成为一个有效的思考者。



至于老师们教给学生一些原理，却不给理由，或者很少解释理由，那是错误的做法！

我之所以想要设立一门课来传授补救式普世智慧，原因还在于它会迫使教授们去反省。要是这些教授传授的知识明显有误，而我们在一门叫做“补救式普世智慧”的课程中予以更正和强调，那么他们会感到难为情。那些传授错误知识的教授真的必须为自己辩护。

这个想法是不是很疯狂？期待有人设立一门这样的课，可能是一个疯狂的想法。不过，如果有人真的开了这样的课，难道你们不觉得它会很有用吗？

问：我认为要是有一门这样的课那就太好了。可惜等到这门课开出来的时候，我们早就毕业啦。你的建议是，可以通过设置一门课程来教我们。但除此之外，我们还有什么办法可以学到普世智慧吗？

一直以来，总有人问我学习是否有捷径。今天我也尝试给你们提供一些学习的窍门，但光靠这样一次演讲是不够的。正确的做法应该是写一本书。

我希望我说的话能够帮助你们成为更有效率和更优秀的人。至于你们是否会发财，那不是我要考虑的。但总有人要求我：“把你知道的都喂给我吧。”当然，他们说的话往往是这样的：“教我如何不费力气地快速致富。不但要让我快速致富，你还要快速地教会我。”



我并没有兴趣自己写一本书。再说了，写书要花很多精力，那不是我这样七十几岁的人应该做的。我还有其他许多事情要处理，所以我不会去写书。但对别人来说是绝好的机会。如果我发现有聪明人愿意正确地完成这项任务，我会为他的写作提供资助。

让我来解释一下为什么现在的教育如此糟糕。部分原因在于不同学科之间老死不相往来的现状。例如，心理学只有和其他学科的原理结合起来才是最有用的。但如果你们的教授并不了解其他学科的原理，那么他就无法完成这种必要的整合。

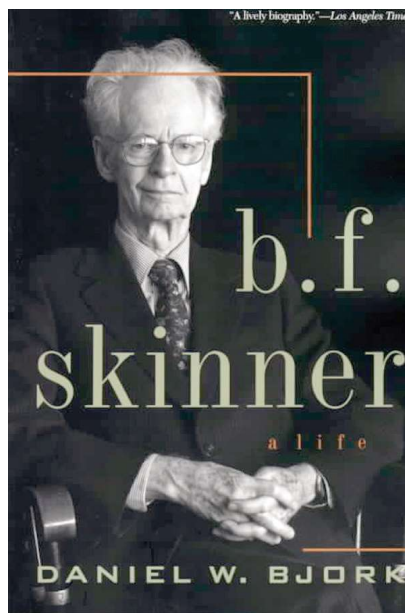
可是，如果有个人精通其他学科，致力于将其他学科的原理和心理学结合起来，他怎么能够成为心理学教授呢？这样的心理学教授往往会激怒他的同行和上级。

世界历史上有过几个非常了不起的心理学教授。亚利桑那州立大学的罗伯特·西奥迪尼对我非常有启发，B. F. 斯金纳也是——不是说他的偏执性格和乌托邦倾向，而是说他的实验结果。但总的来讲，我并不认为美国的心理学教授如果改行研究物理学，也能够成为教授。这可能就是他们没能把心理学教好的原因。

许多教育学院，甚至有些优秀大学的教育学院，都兴起了心理学的热潮。它们简直是知识界的耻辱。有些院系——甚至在有些杰出的研究机构中——有时也会存在某些重要的缺陷，开设许多名为心理学的课程也并非包治百病的灵丹妙药。

考虑到学术界的惯性，所有学术界的缺陷都是非常难以解决的。你们知道芝加哥大学是如何解决心理学系问题的吗？该系拥有终身教职的教授都很糟糕，校长实际上废除了整个心理学系。

假以时日，芝加哥大学将会拥有一个全新的、截然不同的心理学系。实际上，现在它也许已经拥有了，也许情况比以前好得多了。我必须承认，我对一个如此有魄力的大学校长是极其钦佩的。

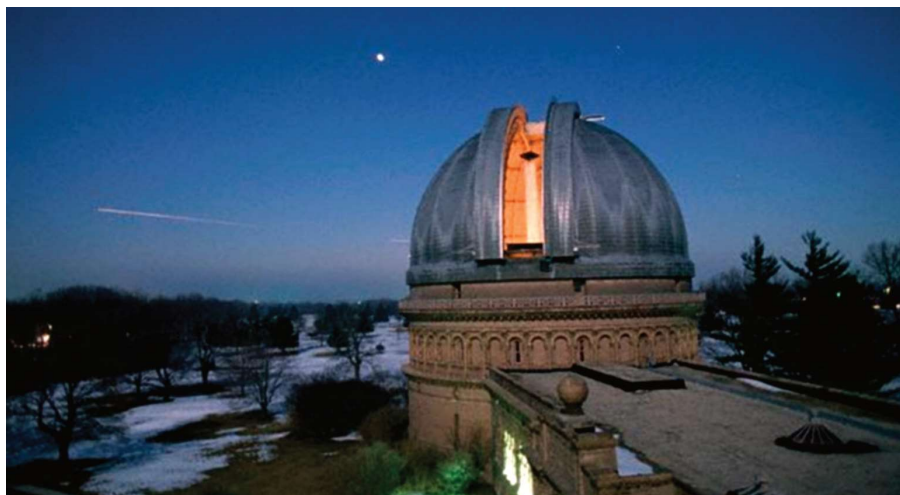


B. F.斯金纳

(Burrhus Frederic Skinner , 1904——1990)

博尔赫斯·弗里德里克·斯金纳出生在宾夕法尼亚州。他的父亲是律师，他的母亲性格坚强，而且很聪明。斯金纳自幼热爱学习，考上了大学。毕业之后，他生活在格林威治村，为报纸撰写有关劳工问题的文章。后来他厌倦了波希米亚式（注：指放荡不羁的文化人）的生活，决定回到哈佛大学，在该校获得了心理学博士的学

位。斯金纳对心理学的重大贡献是他关于操作性条件反射和行为倾向的实验。操作性条件反射可以用下面的句子来概括：“后果引发的行为、后果的性质决定了有机体在未来重复该行为的倾向。”



芝加哥大学雅克斯天文台



芝加哥大学是在1890年由美国洗礼派教育联合会和约翰·洛克菲勒创办的。洛克菲勒曾说该大学是“我作过的最好的投资”。芝加哥大学如今在校的本科生超过4000名，研究生和其他各类学生超过9000名。它号称它的教员、学生和研究人員中出过七十几个诺贝尔奖得主。

我并不希望你们听了我的批评之后，就以为大学心理学教育的糟糕情况完全是因为心理学系的教职员工能力都很低下。相反，造成这种情况的原因跟心理学的本质有关——这个学科有许多难以消除的、令人烦恼的特性。

让我通过一个包括几个问题的“思维实验”来证明这一点：是否有些学科需要一个像詹姆斯·克拉克·麦克斯韦那样的集大成者，却从未吸引到这样的人才？学院心理学的本质是否决定了这个学科对天才毫无吸引力？我认为这两个问题的答案都是肯定的。

原因不难理解，每代人中能够准确地解决热力学、电磁学和物理化学的各种难题的人只有少数几个，用一只手就可以数得过来。这样的人往往会被活着的最杰出的人乞求从事尖端的自然科学研究。

这样的天才会选择从事心理学研究吗？心理学的尴尬之处在于：（A）就社会心理学而言，人们对它揭示的各种倾向了解得越多，这些倾向的作用就会变得越弱；（B）就临床（治疗）心理学而言，它必须面临一个尴尬的问题：相信虚幻的东西往往能够提高幸福感。所以我认为答案显然是否定的。非常聪明的人不愿意从事心理学研究，正如诺贝尔物理学奖得主马克斯·普朗克不愿意从事经济学研究一样：他认为他的方法无法解决经济学的问题。

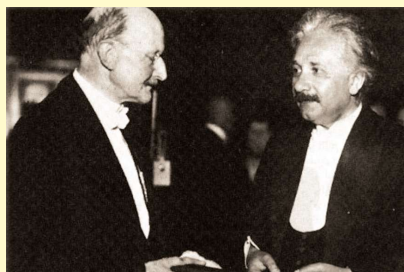
问：我们谈论了许多生活质量和专业追求之间的关系。除了学习这些模型之外，你还有时间做其他感兴趣的事情吗？除了学习之外，你还有时间去做好玩的事情吗？

我总是用相当一部分的时间来做我真正想做的事情——比如说只是钓鱼、玩桥牌或者打高尔夫球。

我们每个人都必须想清楚自己要过什么样的生活。你们也许想要每周工作70个小时，接连工作10年，以便成为克拉法斯律师事务所（注：美国著名律师事务所）的合伙人，然后更加卖命地工作。你们也许会说：“我不愿意付出那么大的代价。”这两种方式完全是因人而异，你们必须自己弄清楚。

但无论你们选择了哪种生活方式，我认为你们应该尽量去吸收基本的普世智慧，否则就是犯了大错，因为世俗智慧可以让你更好地服务别人，可以让你更好地服务自己，可以给生活带来更多的乐趣。所以如果

你们有能力去掌握它却不去掌握，我认为那是很荒唐的。如果你们掌握了普世智慧，你们的生活将会变得很丰富——不仅是金钱方面，其他方面也将会变得很丰富。



马克斯·普朗克

(Max Planck , 1858——1947)

德国物理学家马克斯·普朗克——上图是他和爱因斯坦的合影——以对热力学和放射学的研究闻名。他的名言包括：

“科学无法解决终极的自然之谜。那是因为归根到底，我们本身正是我们试图解决的谜团的一部分。”

“惟有专心致志把自己奉献给科学的人，才能够在科学研究上有所建树，有所发现。”

“新的科学真理能够取得胜利，并不是因为那些反对它的人改变主意，看到真理的光明，而是因为这些反对者最终死去，而熟悉新科学真理的新一代终于成长起来。”

“真理追求者之所以感到幸福，是因为他们的追求过程终于获得了成功，而不是因为他们终于拥有了真理。”

为人师表的责任

基于我们的性格和我们的道德观念，沃伦和我都认为当一名优秀的教师是高尚的职业。我偶尔发表演讲，允许出版这本书；沃伦写那些年报，偶尔发表演讲，与商学院的学生有来往——所有这些都是一出于一种为人师表的责任。正确的教育差不多是人类最崇高的职业。

我们认为这个职业非常崇高，所以总是向那些对学习根本不感

兴趣的人说教。很少人像我们这样，碰过许多钉子，但仍然乐此不疲。

——芒格



这次演讲是非常特殊的，一个商人跑到法学院来作演讲——这个家伙从来没有上过一节心理学的课程，却告诉你们所有的心理学教材都是错的。这是很奇怪的。但我只能告诉你们，我是很诚恳的。

有许多简单的东西是你们之中许多人都能够学会的。如果你们学会了，你们的生活将会得到改善。此外，学习它是很有趣的。所以我敦促你们去学习它。

问：这些年来，你实际上是在完成与他人分享智慧的任务吗？

当然。你们看看伯克希尔·哈撒韦就知道啦。我认为它是最具有教育意义的企业。沃伦不打算花钱。他准备把钱统统回馈给社会。他只是建立起一个讲台，以便人们聆听他的教诲而已。不消说，他的教诲都是很好的。那个讲台也不算差。你可以说沃伦和我都是我们自己意义上的学者。

问：你说的话大多数很有说服力。你对知识、改善人类生存状况和金钱的追求都是值得称道的目标。

我不知道对金钱的追求是否值得称道。

问：那么，追求金钱应该算是可以理解的目标吧？



称职的老师应该传授世界上最好的知识和道理。

——威廉·奥斯勒爵士

这我倒是同意的。反正我不会瞧不起那些搞电话推销或者校对债务合约的人。如果你需要钱，赚钱就是乐趣。如果你在你的职业生涯中必须更换许多份工作，那也没什么好说的。你终究得做点赚钱的事情。许多工作只要能够让你赚钱，就是体面的工作。

问：我知道你对那些太受意识形态影响的人有所保留。但你的所作所为就没有受到意识形态的影响吗？难道就没有什么让你为之醉心的东西吗？

有啊，我醉心于智慧，我为追求准确和满足好奇心而醉心。也许我天生高尚，愿意为那些超越我的短暂生命的价值观念服务。但也许我只是在这里自吹自擂。谁知道呢？

我认为人们应该掌握其他人已经弄清楚的道理。我并不认为人们只要坐下来空想就能掌握普世智慧。没人有那么聪明……

重读第三讲



1996年发表这篇演讲的时候，我认为人们应该避免强烈的政治偏见，因为它使许多人精神失常，甚至包括一些非常聪明的人。自那以后，无论左翼还是右翼，它们的政治偏见都变本加厉，正如我早已料到的，这种情况造成的结果是很多人无法正确地认识现实。

幸好我仍然能够控制我自己别发出马克·吐温那样的浩叹。毕竟我从来不曾幻想我的观点能够让世界发生很大的变化。相反，我向来认为做人要低调谦虚，所以我要追求的是：（1）向比我优秀的人学习几种有用的思维方法，帮助我自己避免犯一些我这个年龄段的人容易犯的大错；（2）将这些思维方法传授给少数几个由于已经差不多了解了我说的内容而能够轻松地向我学习的人。这两个小小的目标我算是完成得很好了，所以看到世人如此不智，倒也没什么好抱怨的。我把用来对付失望的最佳方法称为犹太人的方法：那就是幽默。

我自然不喜欢这种结果。按照我的性格，我会像阿基米德有可能的那样质问上帝：“你怎么可以在我提出那些公式之后让中世纪这样的黑暗年代出现呢？”或者像马克·吐温曾经抱怨的那样：“现在的文坛真是萧条啊。荷马已经去世。莎士比亚死了。我觉得我好像也快不行了。”

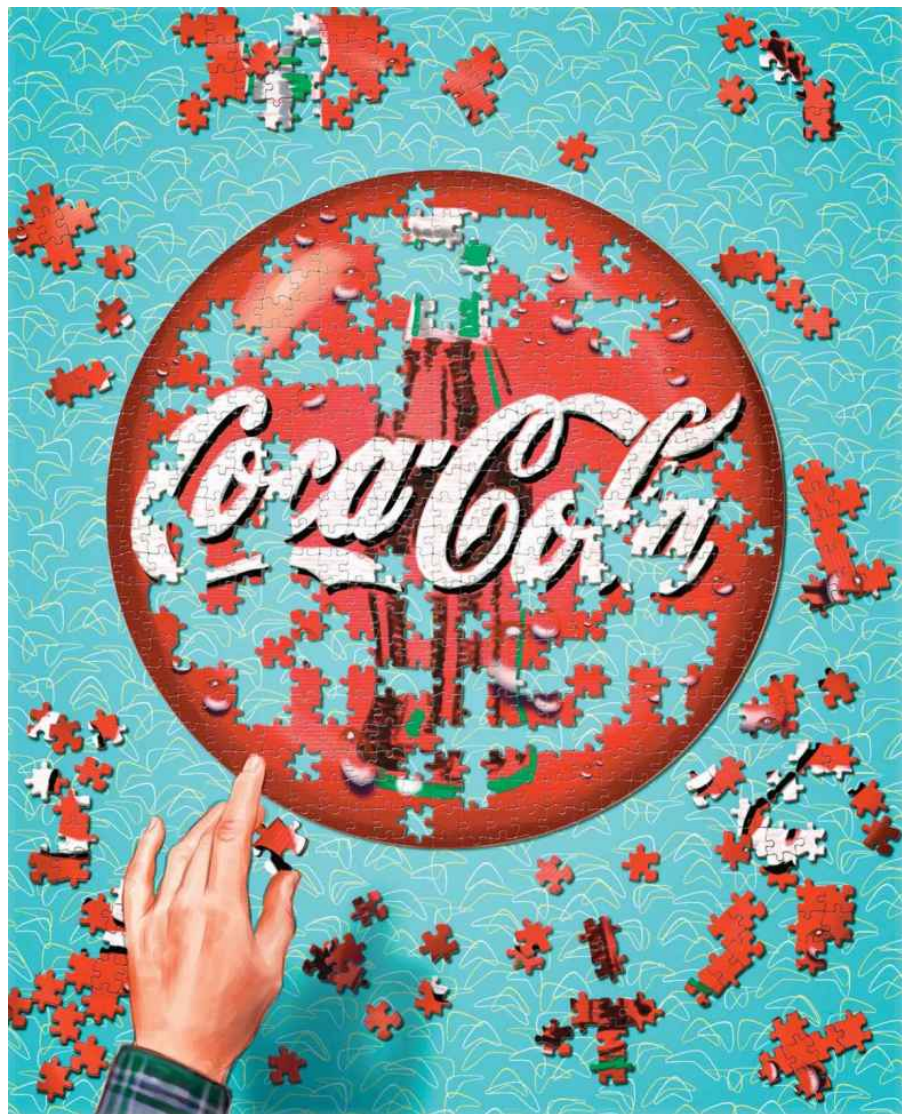


识字不读好书，等于白识字。

——马克·吐温

当我2006年3月重读第三篇演讲稿的时候，我仍然喜欢我在演讲中强调的一点：应该尽可能地设计各种防止欺诈的制度，哪怕有些人的悲惨遭遇将会因此而得不到补偿。毕竟，一种让欺诈得到回报的制度将给社会造成很大的破坏，因为糟糕的行为会成为被效仿的榜样，形成一种非常难以消除的社会风气。

我很温馨地回想起我在第三篇演讲稿中强调的另外两点：从我父亲的朋友格兰特·麦克费登身上学到的为人处世之道，以及从我父亲身上学到的一种教学方法。对这两位谢世已久的先人，我欠他们很多，如果你们喜欢《穷查理宝典》，那么你们也是。



在这篇演讲稿中，查理逐步向我们解释如何通过各种“思维模型”进行决策和解决问题。他巧妙地问听众如何白手起家，创办一个资产高达2万亿美元的财富，并用可口可乐作为经典案例给出了答案。当然，他的方法很独特，它的巧妙和明智将会让你们震惊。

谈完这个案例之后，查理接着讨论了高等教育的失败，以及它在培养决策者方面不尽如人意的历史。关于这个问题，他有其他解决方法。

这次演讲是于1996年在一个不对外公开的场合发表的。

查理建议编者提醒你们：大多数人并不理解这篇讲稿。查理说这次演讲极其失败，而且人们之后发现这篇演讲很难懂，甚至将演讲稿仔细阅读过两遍之后还是觉得很费解。在查理看来，这些结果有着“微妙的教育意义”。

第四讲

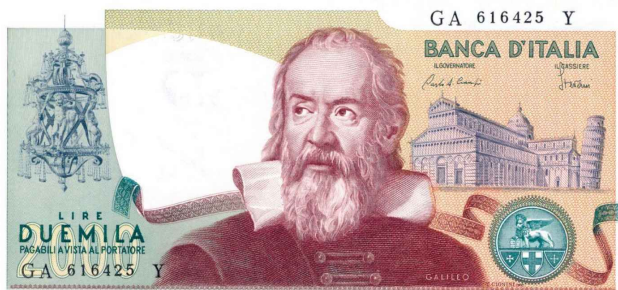
关于现实思维的现实思考？

一场非正式演讲，1996年7月20日



“如果缺乏数学运算能力，在我们大多数人所过的生活中，你将会像一个参加踢屁股比赛的独腿人。”

我的演讲题目是“关于现实思维的现实思考？”——后面带着一个问号。在漫长的职业生涯中，我掌握了一些超级简单的普遍观念，我发现它们对解决问题很有帮助。现在我将要讲述五个这样的观念，然后再向大家提出一个极难回答的问题。这个问题实际上是这样的：如何用200万美元的初始资本打造一家价值高达2万亿美元的企业。2万亿美元的数字足够算得上是一种现实成就。接下来，我将会利用我有用的普遍观念，尝试去解决这个问题。最后，我将会指出我的论证的重要教育意义所在。我会这样结束演讲，因为我的目的是教育性的，所以今天的游戏是和大家一起来寻找更好的思维方法。



伽利略·伽利雷

(Galileo Galilei , 1564——1642)

伽利略·伽利雷出生在意大利比萨附近，年轻时曾有志于成为一名修道士。不过到最后，他的兴趣转向了数学和医学，在钟摆运动、地心引力、抛物线轨迹和其他许多领域均有奠基性的发现。他制造了第一个天文望远镜，用它发现了木星的卫星以及银河系。1633年，他受到罗马宗教审判所的裁处，被软禁在家中度过了余生，而且还被迫声明放弃了对哥白尼的日心说的信仰。尽管身陷囹圄，他仍然继续撰写他的著作《关于托勒密和哥白尼两大世界体系的对话录》，利用数学来证明这两种新的科学理论，并在1638年完成了这项工作。《对话录》被人偷偷带出意大利，并在荷兰出版，它囊括了伽利略对物理学的大多数贡献。

第一个有用的观念是，简化任务的最佳方法一般是先解决那些答案显而易见的大问题。

第二个有用的观念跟伽利略的论断如出一辙。伽利略说，惟有数学才能揭示科学的真实面貌，因为数学似乎是上帝的语言。伽利略的看法在乱糟糟的日常生活中同样有用。如果缺乏数学运算能力，在我们大多数人所过的生活中，你们将会像一个参加踢屁股比赛的独腿人。

第三个有用的观念是，光是正面思考问题是不够的，你必须进行反面思考。就像有个乡下人说过的，他要是知道他的死亡地点就好了，那他就永远不去那里。实际上，许多问题是无法通过正面思考来解决的。所以伟大的代数学家卡尔·雅各比经常说：“反过来想，总是反过来想。”毕达哥拉斯学派也同样通过逆向思考证明“2的平方根是一个无理数”。

第四个有用的观念是，最好的、最具有实践性的智慧是基本的学术智慧。但有一个极其重要的前提：你必须以跨学科的方式思考。你必须经常使用所有可以从各个学科的大一课程中学到的概念。如果能够熟练地掌握这些基本概念，你解决问题的方法将不会受到限制。由于各个学科和亚学科之间的壁垒极其森严，跨出划定的界线去研究其他学科被视为冒天下之大不韪的事情，所以学术界和许多商业机构解决问题的方法非常有限。你必须反其道而行，采用跨学科的思维方式，用本杰明·富兰

克林的话来说，就是：“如果你想要完成，就自己着手去做。如果不想，就让别人去做。”

如果你们在思考问题的时候完全依赖别人，时常花钱请一些专业顾问，那么每当碰到你们那狭小的知识面之外的问题，你们将会遭遇很大的灾难。你们不但要浪费很多精力去处理复杂的合作问题，而且还将会遇到萧伯纳笔下那个人物所说的情况：“每个职业最终都是蒙骗外行人的勾当。”实际上，萧伯纳笔下的人物还低估了萧伯纳讨厌的那些行业的危害。通常来说，你的眼界狭窄的专业顾问并不是故意给你误事，而是他的潜意识偏见给你们带来麻烦。他的利益出发点跟你们不一样，所以他的认知往往是有缺陷的。他还拥有下面这句谚语所揭示的心理缺陷：“在拿着铁锤的人看来，每个问题都像钉子。”

第五个有用的观念是，真正的大效应，也就是lollapalooza效应，通常在几种因素的共同作用下才会出现。例如，多年以来，许多人的肺结核之所以能够治愈，是因为他们同时服用了三种药物。其他的lollapalooza效应，比如说飞机的飞行，也是遵守同样的模式。

现在是时候提出我的现实问题啦。问题是这样的：

在1884年的亚特兰大，你们和其他20个同伴来到一个古怪而有钱的亚特兰大市民面前，他的名字叫格罗兹。你们和格罗兹有两个共同点：第一，你们经常使用这五个有用的观念来解决问题；第二，你们掌握了1996年大学所有必修课中的基本概念。然而，这些基本概念的所有发现者和例证都出现在1884年以前。你们和格罗兹对1884年以后发生的事情一无所知。

毕达哥拉斯和无理数

毕达哥拉斯（公元前582年——公元前496年）是希腊爱奥尼亚人，他是一名数学家和哲学家，被尊称为“数字之父”。人们一般认为是他发现了无理数，不过无理数更有可能是他的追随者，也就是后来的毕达哥拉斯学派发现的。他的追随者证明了“2的平方根是无理数”。但毕达哥拉斯认为数字都是有理数，拒绝承认无理数的存在，据说毕达哥拉斯因此将他最杰出的门徒以异教徒的罪名给淹死了。

一般而言，即非有理数之实数，不能写作两整数之比。若将它

写成小数形式，小数点之后的数字有无限多个，并且不会循环。

下图是1509年拉斐尔在梵蒂冈绘制的壁画《雅典学派》（The School of Athens，局部）中的毕达哥拉斯。



罗马德拉克马

德拉克马原本是古希腊的货币单位。这个词来自动词“抓住”。公元前3世纪以后，古罗马也用德拉克马作为货币单位。大多数历史

学家认为，一罗马德拉克马等于今天一个劳动者一天的工资。

货币贬值

如果一个国家的货币的购买力下降，那么我们会说这个国家的货币贬值了。

格罗兹愿意拿出200万美元（1884年的面值）来投资，成立一家生产非酒精饮料的新企业，但他只占一半的股份，这些股份永远归格罗兹慈善基金所有。格罗兹想要给这家企业起一个他喜欢的名字：可口可乐。

如果有人能够令人信服地说明他的企业计划将会使得格罗兹基金的资产在150年后达到一万亿美元，也就是说，在每年拿出大量的盈利作为股东分红派发之后，格罗兹基金到2034年仍将拥有一万亿美元的资产，那么这个人将得到另外一半的股权。这个计划如果成功，新公司的价值将达到2万亿美元，即使它历年分发的红利数以几十亿美元计。

你们有15分钟的时间可以用来进行陈述。你们将会对格罗兹说些什么呢？

下面是我的方法，我将要对格罗兹说的话；我将只使用每个聪明的大二学生都应该知道的有用观念。

好啊，格罗兹，为了简化我们的任务，我们应该先弄清楚下面几个显而易见的大问题：第一，我们无法通过销售没有品牌的饮料而开创出一个价值2万亿美元的企业。因此，我们必须将你取的名字，“可口可乐”，变成一个受法律保护的、强大的品牌。第二，我们必须在亚特兰大创业，接着在美国其他地方取得成功，然后快速地用我们的新饮料占领全世界的市场，才能让我们的价值达到2万亿美元。这就需要我们生产一种广受欢迎的产品，它必须拥有一些强有力的基本要素。而这些强有力的基本要素，我们应该到大学的各门必修课里面去找。

Have a "Coke" = Good winds have blown you here



... a way to say "We are friends" to the Chinese

In far-off places, where Coca-Cola is on hand, you find it cementing friendships for our fighting men. China knew Coca-Cola from Tientsin to Shanghai, from Hong Kong to Tientsin. To Chinese and Yank alike, here a "Coke" are welcome words. They bring with friendliness and freedom. From Atlanta to the Seven Seas, Coca-Cola stands for the peace that refreshes... has become a symbol of good will among the friendly-united.

Our fighting men are delighted to meet up with Coca-Cola many places overseas. Coca-Cola has been a lifesaver since very first war! Even with war, Coca-Cola makes it being bottled right on the spot in our 25 plant and material nations.

"Coke" = Coca-Cola
It's a word for people everywhere.
It's a word for people everywhere.
That's why you love Coca-Cola
and "Coke".



©1939 FREDERICK & CO. THE COCA-COLA COMPANY

下面我们将使用数学运算来确定我们的目标到底意味着什么。根据合理的推测，到2034年，全世界大概有80亿饮料消费者。平均而言，这些消费者中的每一个都会比1884年的普通消费者更有钱。每个消费者的身体成分主要是水，每天必须喝下64盎司的水，也就是八瓶八盎司的饮料。因而，如果我们的新饮料和在新市场上模仿我们的其他饮料能够迎合消费者的味道，只要占到全世界水摄入总量的25%，而且我们在全世界能够占据一半的新市场，那么到2034年，我们就能卖出29200亿瓶八盎司的饮料。如果我们销售每瓶饮料得到的净利润是四美分，那么我们能够赚到1170亿美元。这就足够了，如果我们仍然能够保持良好的增长率，那么企业的价值轻轻松松就可以达到2万亿美元。

当然，最大的问题是，在2034年，每瓶饮料赚取四美分的利润是不是合理的。如果我们能够发明一种广受欢迎的饮料，则答案是肯定的。150年是一段很长的时间。美元和罗马的德拉克马一样，肯定也会贬值的。相应地，世界各地的普通饮料消费者的真实购买力将会上升。由于花相对较少的钱就能改善消费体验，所以消费者的水摄入量将会迅速上涨。与此同时，随着技术的进步，用一般购买力单位来衡量的话，我们这种简单产品的成本将会下降。这四种因素加起来将会有助于我们每瓶四美分的目标的实现。在这150年里，以美元计算，全世界的饮料购买力将会增长40倍。倒推起来，就等于说在1884年的各种条件下，我们每瓶只要有四美分的1/40或者1/10美分就够了。如果我们的产品确实广受欢迎，那么这个目标是轻轻松松就可以达到的。

我希望每个美国军人随时都能喝上一瓶可口可乐——那是一种能让他想起家乡的东西。

——德怀特·艾森豪威尔，盟军最高司令，第二次世界大战。



第一个问题解决后，我们下一个要解决的任务就是发明一种具有普遍吸引力的产品。有两个相互影响的大难题需要解决：第一，在这150年里，我们必须创造一个新的饮料市场，让它能够占到全世界水摄入量总量的1/4；第二，我们必须经营有方，能够占有一半的市场，而我们所有的竞争对手加起来只占有另外一半的市场。这些结果称得上是lollapalooza效应。所以，我们必须调动一切有利因素来完成我们的任务。很明显，只有许多因素的强大合力才能引发我们想要的这种lollapalooza结果。幸运的是，解决这些复杂问题的方法原来是相当容易的，前提是你在大一上课时没有睡着。

弄清楚这些显而易见的问题之后，我们得出的结论是我们必须拥有一个强大商标。而要拥有强大的商标，我们自然必须正确地用基本的学术观念来理解这种生意的本质。我们可以从心理学的入门课上学到，本质上，我们要做的生意就是创造和维持条件反射。“可口可乐”的商标名称和商标形象将会扮演刺激因素的角色，购买和喝下我们的饮料则是我们想要的反应。

人们如何创造和维持条件反射呢？喏，心理学教材给出了两种答案：（1）通过操作性的条件反射；（2）通过经典的条件反射，通常被称为“巴甫洛夫反射”，以纪念这位伟大的俄罗斯科学家。由于我们想要得到一种lollapalooza结果，我们应该同时使用这两种引发条件反射的技

巧——这样我们就能加强每种技巧所产生的效应。

我们的任务中操作性条件反射的部分很容易完成。我们只需要：

(1) 将饮用我们饮料对消费者的回报最大化；(2) 一旦我们引发想要的反射之后，将它因竞争对手构建的操作性条件反射而被消除的可能性降到最低。

就操作性条件反射的回报而言，只有几类对我们是现实的：

(1) 饮料中所含的卡路里和其他成分的营养价值；

(2) 在通过达尔文的自然选择而形成的人类神经系统的影响下起到刺激消费作用的味道、口感和香气；

如果你认为你是一个有些影响力的人，试试看能不能指使别人的狗。

——威尔·罗格斯



伊凡·巴甫洛夫

(Ivan Pavlov, 1849——1936)

伊凡·巴甫洛夫出生在俄罗斯中部地区，年轻时曾入读神学院，21岁那年放弃神学，专攻化学和生理学。1883年，他获得医学博士学位，精通生理学和外科手术技巧。后来，他研究消化的分泌活动，最终提出了条件反射定理。

巴甫洛夫最著名的实验表明，狗在食物真正进入它们的嘴巴之前就已经分泌出唾液。这个结果促使他展开一系列的实验，在实验中，他操控食物出现之前的刺激因素。他由此确立了有关“条件反射”的出现和消失的基本原理。1904年，他因为对消化系统的研究而获得诺贝尔奖。



（3）刺激品，比如糖和咖啡因；

（4）当人们觉得太热时的凉爽效应，或者当人们觉得太冷时的温暖效应。

因为想要得到一个lollapalooza结果，所以我们自然会将这几类回报都囊括在内。

我们很容易确定要设计一种适合冷藏饮用的饮料。喝冷饮有助于抵抗过热的天气。此外，天气很热的时候，人体会消耗更多的水分，而天冷的时候则不然。我们也很容易确定要在饮料中添加糖和咖啡因。毕竟，茶、咖啡和柠檬汁已经被广泛地用作饮料。另外很清楚的一点是，我们必须热衷于通过不断地试验来确定味道和其他要素，让人们在饮用我们提供的这种含咖啡因糖水之后得到最大的快乐。为了防止竞争对手通过建立操作性条件反射来抵消我们已经在消费者身上引起的操作性反应，我们要做的事情也很明显：我们公司应该致力于在最短的时间内让世界各地的人随时都能喝上我们的饮料。毕竟，一种竞争性产品如果未经尝试，就很难鼓励人们养成另外一种截然不同的习惯。每个结了婚的人都明白这个道理。

接下来我们要考虑的是我们必须使用的巴甫洛夫条件反射。在巴甫洛夫条件反射中，光靠联想就能产生强大的效应。巴甫洛夫那条狗的神经系统使它可以对着不能吃的铃铛咽口水。男人的大脑渴望那个他们无法拥有的漂亮女人手里拿着的饮料。所以啊，格罗兹，我们必须用各种漂亮高贵的形象来刺激消费者的神经系统。因为只要能够做到这一点，我们的饮料就会让消费者联想起那些他们喜欢或者仰慕的东西。

这种强烈的巴甫洛夫条件反射需要花费很多钱，尤其是要支付许多广告费。我们将会预先花费比我们可以想像到的多得多的钱，但这些钱将会花得很有效。随着我们在新饮料市场上迅速扩张，我们的竞争对手将会面临巨大的竞争劣势，他们无法购买广告来引发他们需要的巴甫洛夫条件反射。这种结果和其他“产量创造力量”等效应相结合，应该能够帮助我们在各地赢得和保持至少50%的市场。实际上，由于买家很分散，我们更高的产量能给我们在分销渠道上带来极大的成本优势。



此外，由联想引起的巴甫洛夫效应可以帮助我们选定我们的新饮料的味道、口感和香气。考虑到巴甫洛夫效应，我们将会明智地选择这个听起来神秘又高贵的名字——“可口可乐”，而不是一个街头小贩的名字，比如说“格罗兹的咖啡因糖水”。出于同样的巴甫洛夫原因，明智的做法是让我们的饮料看起来很像红酒，而不是糖水。所以如果这种饮料

生产出来很清澈，我们将会给它添加人工色素。我们将会给这种饮料充气，让我们的产品看起来像是香槟或者其他昂贵的饮料，同时把它的味道调制得更好，让竞争产品难以模仿。因为我们准备将许多昂贵的心理效应和我们的味道联系起来，所以它应该不同于任何标准味道，这样我们就能给竞争对手制造最大的困难，并确保绝无现有的饮料因为味道碰巧和我们的产品相同而获益。



自我催化反应

当一个化学反应物本身是其反应的催化剂时，自我催化反应（也被称为自我催化作用）就会出现。例如，锡瘟是白锡的自我催化反应；当气温很低时，它会引起锡器熔化成灰色粉末。大气臭氧层的枯竭是自我催化反应的另一个例子。

除了这些，心理学教材对我们的新企业还有什么帮助呢？人类有一种强大的“有样学样”的天性，心理学家通常称之为“社会认同”。社会认同，仅仅由于看到别人的消费而引起的模仿性消费，不但能够让消费者更加容易接受我们的产品，而且还能让消费者觉得自己得到了更多的回报。当我们设计广告和促销计划、在考虑放弃当前的利润以便投入到促进当前和未来的消费时，我们将会永远把这种强大的社会认可因素考虑在内。这样一来，与其他绝大多数产品不同的是，我们的产品卖得越多，就能卖得越好。

格罗兹，我们现在可以明白，如果将以下因素结合起来，（1）巴甫洛夫条件反射，（2）强大的社会认同效应，（3）一种口感出色、提神醒脑、冰凉爽口、能够引起操作性条件反射的饮料，这三种因素产生

的巨大合力将会让我们的销量在很长的时间内节节升高。这跟化学里面的自我催化反应差不多，这恰恰是我们需要的那种由多因素引发的lollapalooza效应。

我们这家公司的物流和销售策略将会很简单。说到销售我们的饮料，可行的方法只有两种：作为糖浆卖给冷饮销售店或者饭店，作为完整的瓶装汽水进行销售。我们想要lollapalooza效应，所以我们当然两种方法都会采用。我们也想要巨大的巴甫洛夫和社会认同效应，所以将会一直用大量的钱来做广告和促销活动，以四折的价格把糖浆卖给冷饮销售店。

只要几个糖浆厂就能满足全世界的需求。然而，为了避免不必要的运输成本，我们需要在世界各地建立起罐装厂。我们可以将利润最大化，前提是我们（像通用电气销售灯泡那样）拥有定价权，有权决定卖给冷饮销售店的糖浆价格和我们的瓶装产品价格。要得到这种能够将利润最大化的控制权，最好的办法是让我们需要的每个独立瓶装厂都成为委托制造商，而不是糖浆买方，更由于我们这种超级重要的口味不可能得到专利权或者版权，所以我们将努力地保密我们的配方。我们将会大肆宣传我们的秘方，这会加强巴甫洛夫效应。到最后，随着食品化学的发展，竞争对手将能够生产出味道跟我们差不多的饮料。但是到那个时候，我们将会取得很大的领先优势，品牌效应也很强大，而且有完善的“永不缺货”的世界性销售渠道，所以竞争对手复制我们的味道并不会阻碍我们实现目标。此外，食品化学的发展固然对我们的竞争对手有帮助，但肯定也会给我们带来好处，包括更好的冷藏设备、更好的运输，以及不加糖而保持甜味（供糖尿病病人饮用）的方法。另外，我们将会抓住一些开发相关饮料的机会。



不能让它们拥有永久经营权、能够永远以最初的价格购买糖浆。

那么我们的商业计划只需要经受最后一道考验了。我们将会再次像雅各比那样进行反向思考。我们必须避开哪些我们不想遇到的情况呢？有四种情况明显是我们应该避免的：

第一，我们必须避免消费者喝了饮料之后感到腻烦的情况，因为根据现代达尔文主义的理论，消费者一旦感到腻烦，其生理机制就会对我们的饮料产生抵抗作用，促使消费者不再继续消费它。为了达到我们的目标，我们必须让消费者在大热天一瓶接一瓶地喝我们的产品，完全不会因为觉得腻而不喝。我们将会通过实验找到一种很棒的、不会腻的味道，从而解决这个问题。

十诫

十诫是犹太教和基督教特有的宗教和道德戒律。按照《圣经》的记载，十诫是上帝庄严地向摩西宣布并由摩西转告以色列人的。

《圣经》表示摩西在两块石碑上以上帝的名义写下了十诫。十诫分别是（如图）：



第二，我们必须避免失去我们强大的商标名称的情况，哪怕失去一半也不行。例如，如果由于我们的疏忽，而造成市面上有一种某某可乐在销售，比如说一种“百比可乐”，那么我们将会蒙受惨重的损失。就算出现一种“百比可乐”，我们也应该是这个品牌的持有人。

第三，由于获得巨大的成功，我们必须避免妒忌产生的恶果。妒忌在十诫中占有显著的位置，因为它是人类的天性。亚里士多德说过，避免妒忌的最佳方法是做到名副其实。我们将会致力于提高产品的质量，制定合理的价格，以及为消费者提供无害的快乐。

第四，等到我们这个品牌的味道占领新市场之后，我们必须避免突然对产品的味道做出重大的改变。即使在双盲测试中，新的味道尝起来更好，换成那种新味道也是一种愚蠢的做法。因为经过上述努力之后，我们原有的味道将会深入人心，成为消费者的偏好，改变味道对我们根本没有好处。那么做会在消费者中引发标准的剥夺性超级反应综合征，会给我们造成很大的损失。剥夺性超级反应综合征使人们因难以接受“损失”而没有任何商量的余地，这种心理倾向促使大部分的赌徒失去理智。此外，味道的改变将会允许竞争对手通过复制我们的口味而取得优势，因为他们可以利用如下两个因素：（1）消费者因为被剥夺了原有的味道而产生的敌对情绪；（2）我们以前的产品创造出来的、对我们原来

的味道的热爱。

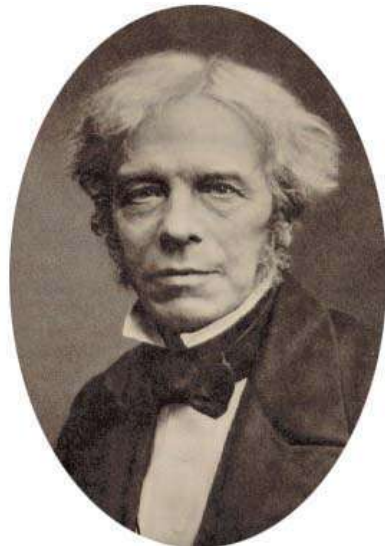


亚里士多德

（Aristotle，公元前384年——公元前322年）

亚里士多德出生在希腊的殖民地斯塔基拉，他的父亲是马其顿王国的御医。亚里士多德曾入读柏拉图学园，在柏拉图指导下度过了20年的求学生涯。吸取了柏拉图的教诲之后，亚里士多德最终创办了他自己的学校吕克昂学院。由于亚历山大的去世及其政府的下台，亚里士多德面临着不忠的指控，被迫离开雅典。他死于离开雅典的流亡途中。

亚里士多德的作品涵盖了物理学、形而上学、修辞学和伦理学等多个学科。他也以对自然和物理世界的观察闻名，他的成果构成了现代生物学研究的基础。



法拉第的父亲是一个英国铁匠，他在14岁那年成为一个图书装订商和销售商的学徒。当学徒期间，他博览群书，而图书装订工作也让他有机会研究化学，并很快就精通这门学科。他发现了苯类化学物质，最先描绘了碳化氯的结构。他还做了许多电磁学实验，发明了一种用电流驱动的装置——那就是电动马达的前身。法拉第还发现了电磁感应和电解原理，以及测量电量的方法。

好啦，我提出的任务是如何在支付几十亿美元的红利之后，仍然能够将200万美元变成2万亿美元，以上就是我的解决方法。我相信它能够让1884年的格罗兹信服，应该比你们刚开始时预料到的更有说服力。毕竟，将这些有用的道理中涉及的各种基本学术观念联系起来之后，正确的对策就显而易见了。

真正的可口可乐公司的历史是否印证了我的方法的可行性呢？直到1896年，也就是虚构的格罗兹先生在1884年用200万美元起家之后12年，真正的可口可乐公司的净资产为15万美元，利润差不多等于零。后来，真正的可口可乐公司真的失去了其商标的一半，而且确实以固定的糖浆价格授予了某些瓶装厂永久经营权。有些瓶装厂的效率非常低，而且很顽固，无法轻易被改变。由于这种体制，真正的可口可乐公司确实丧失了价格控制权，要是拥有价格控制权，它就能提高利润。然而，即使是这样，真正的可口可乐公司的发展历史和提交给格罗兹先生的商业计划有太多相同之处，所以它如今的资产是1250亿美元，它的价值每年

只要增长8%，2034年就能达到2万亿美元。从现在开始，它的销售量每年只要增长6%，到2034年就能达到29200亿瓶的销售目标。根据以往的销售业绩，这样的增长速度是可以达到的，而且到2034年之后，可口可乐取代白水的空间还很大。所以我认为，这位虚构的格罗兹如果从一开始就能把握先机，发展壮大，并且避免那些最糟糕的错误，应该能够轻轻松松完成两万亿美元的目标，而且当他完成目标的时候，离2034年还早呢。

这就引出了我今天演讲的主要目的。如果我对格罗兹的问题的解答大体上是正确的，如果你们认可一个我相信可以成立的假设——大多数拥有博士学位的教师，甚至大多数心理学教授和商学院院长，都没办法给出像我这么简单的答案，那么我们的教育就大有问题了。如果我上面两个判断都是正确的，那就意味着我们这个文明社会现在有许多教师无法令人满意地解释可口可乐的成功，哪怕是可口可乐的历史就摆在他们面前，哪怕他们一辈子都在近距离地观察着可口可乐。这可不是一种让人满意的情况。

不仅如此——这造成了更糟糕的后果——可口可乐公司的高层管理人员都很聪明，做事很有效率，身边围绕着许多商学院和法学院的毕业生，可是连他们也没有很好地掌握基本的心理学知识，乃至无法预言和避免对他们公司造成很大威胁的“新可乐”大惨败。按理说这些人如此聪明，周围有那么多顶尖大学毕业的专业顾问，不应该出现如此之大的知识缺陷。这也不是一种让人满意的情况。

学术界的高级知识分子和企业的高级管理人员之间存在的这种极度无知，其实是高等教育的各种重大缺陷共同造成的lollapalooza效应。因为这种坏效应是lollapalooza级别的，所以必定有多个相互影响的因素。我认为至少有两个因素要为这种情况负责。

第一，高等学府的心理学研究固然值得钦佩，也很有用，有过许多重要的天才实验，但却缺乏跨学科的综合。尤其值得一提的是，心理学研究并没有给予多种心理因素共同造成的lollapalooza效应足够的重视。这种现象造成的结果让我想起曾经有个乡下教师，为了便于教学，他试图将圆周率 π 简化成3。这违背了爱因斯坦的教导：“一切应该尽可能简单——但不能过于简单。”总而言之，心理学之所以会被误解，是因为缺乏伟大的集大成者。如果物理学没有产生许多像迈克尔·法拉第那样的杰出实验家和像詹姆斯·克拉克·麦克斯韦那样的集大成者，恐怕电磁学现在

还会遭到误解。



詹姆斯·克拉克·麦克斯韦

(James Clerk Maxwell , 1831——1879)

詹姆斯·克拉克·麦克斯韦出生在苏格兰的爱丁堡，年幼时对光学非常感兴趣；他童年最喜欢的消遣活动就是用镜子反射太阳光。在爱丁堡学院读书期间，由于着装怪异，人们给他起的花名叫做“傻子”。然而他是个出色的学生，精通数学。他后来入读剑桥大学，毕业后成为该校的讲师。对光学的兴趣促使他研究色彩和天文学。他也对电磁学作出了重要的贡献，包括第一次提出光是电磁放射线的一种形式。



艾萨克·牛顿爵士最著名的是他的万有引力理论，但他也说过许多睿智的格言：

“圆滑是一门表达观点而又不树敌的艺术。”

“如果说我曾发现什么有价值的原理，那应该归功于我的耐心观察，而非其他才能。”

“没有大胆的猜想，就没有伟大的发现。”

“我们造的墙太多，而修的桥太少。”

“如果我算是一个人物（这一点我非常怀疑）的话，那么我的地位是通过努力工作而获得的。”

“我总是把我的研究主题摆在面前，耐心等待，直到第一缕晨光初现，并逐渐变成一片光明。”

“如果说我对公众有什么贡献的话，那是因为我的耐心思考。”

“如果说我比其他人看得更远，那是因为我站在巨人的肩膀上。”

第二，心理学和其他学科之间老死不相往来的情况十分严重。但是只有跨学科的方法才能够正确地解决现实问题——无论是在学术界，还是在可口可乐公司。

简单来说，其他学科的学者往往瞧不起心理学，但心理学其实非常重要又非常有用。与此同时，心理学系的学者往往自视甚高，但心理学的现状其实非常糟糕。当然，自我评价比外界评价更加积极是很正常的现象。实际上，今天为你们做演讲的人可能也面临着同样的问题。但是

两方面对心理学看法上的差距大到了荒谬的地步。实际上，这种差距大到有个非常优秀的大学（芝加哥大学）直接废除了整个心理学系，也许是指望以后能重新建一个更好的吧。

在这种情况下，多年前，由于上面描述到的那些完全错误的观念，发生了“新可乐”大惨败。在那次惨败中，可口可乐公司的高层管理人员差点毁掉了全世界最有价值的品牌。按理说，学术界对那次众所周知的大溃败的反应，应该跟波音公司在一周内连续有三架新飞机坠毁时的反应差不多才对。毕竟这两者都是产品质量有问题，而前者明显是高等教育的失败造成的。

但学术界几乎没有这种波音式的、负责任的反应。恰恰相反，高等学府的学科之间大体上依旧壁垒森严，心理学教授依然错误地传授心理学知识，其他学科的教授依然对他们的研究主题中明显很关键的心理效应视若无睹，各种专业学院的研究生依然对心理学一无所知，而这些学校却以此为荣。

尽管这种令人惋惜的盲目和惰性是当今高等学府的常态，但是否有些例外的例子，让我们看到教育机构这种可耻的缺陷最终有被纠正的希望呢？我的答案是非常乐观的肯定。

例如，不妨来看看芝加哥大学经济学系近年来的举措。过去十年，该系几乎囊括了所有诺贝尔经济学奖，这主要是因为该系的教授基于理性选择的“自由市场”模型而作出了许多准确的预言。利用理性人假设获得这么多大奖之后，该系采取了什么举措呢？

该系为系里许多大师级的教授带来了一位同事，聪明而机智的康奈尔大学经济学家理查德·泰勒。泰勒之所以得到这个宝贵的教职，是因为泰勒经常取笑被芝加哥大学捧为圭臬的“理性人假设”。实际上，泰勒和我一样，认为人们的行为通常是非理性的，只有心理学能对其作出预测，所以微观经济学必须借鉴心理学的研究成果。

芝加哥大学这么做等于是在模仿达尔文，达尔文终身大部分时间都在进行逆向思考，想要证伪他自己最爱的、历经千辛万苦才得到的理论。只要学术界有部分人愿意像达尔文那样逆向思考，让最好的学术理论充满活力，我们就可以满怀信心地期待那些愚蠢的教育行为，就像卡尔森·雅各比（注：卡尔森·雅各比，1804——1851，德国数学家）可能

会推断的那样，最终将会被更好的教育方式取代。

这种情况必将发生，因为达尔文的方法非常客观，确实是一种强大的方法。连爱因斯坦这样的大人物也说过，他的成就取决于四个因素，首先是自我批评，然后才是好奇心、专注和毅力。



理查德·泰勒

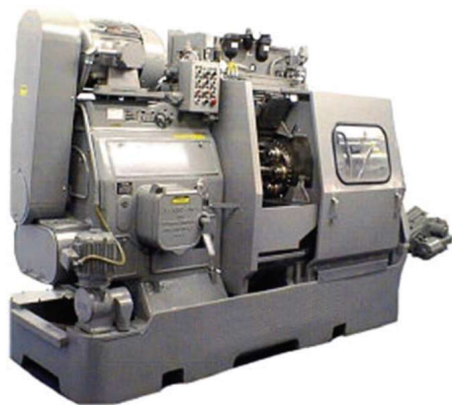
(Richard H. Thaler , 1945——)

理查德·泰勒出生在新泽西州，从罗切斯特大学获得博士学位。他曾在康奈尔大学和麻省理工学院担任教授，专事行为经济学和决策研究，1995年成为芝加哥大学的教授。除了研究行为经济学和金融学之外，他还致力于研究决策心理学。

若要进一步见识自我批评的力量，不妨来看看这位“天分很差”的本科生查尔斯·达尔文的坟墓在哪里。它就在西敏斯特大教堂，左边是艾萨克·牛顿的坟墓。牛顿可能是有史以来最有天分的学生，他的墓碑上用八个拉丁文单词写成了一篇最典雅的墓志铭：“Hic depositum est, quod mortale fuit Isaaci Newtoni”——“这里安葬着永垂不朽的艾萨克·牛顿爵士。”

一个如此厚葬达尔文的社会，必定能够以正确而实用的方式发展和

整合心理学，从而极大提升各种技能。但是一切有能力和看到这种曙光的人应该为这个过程出一份力。现在的形势不容乐观。如果许多身居高位的人都无法理解和解释可口可乐这样的普通商品为什么会大获成功，我们哪里还有本事去处理其他许多更重要的任务呢。



当然，如果原本打算用10%的净资产来投资可口可乐的股票，但在经过我向格罗兹陈词那样的思考之后，把投资额追加到50%，那么你们可以无视我讲到的心理学知识，因为那对你们来说太小儿科了。但至于其他人，如果你们忽略我这次演讲，我不知道你们是否明智。这种情况让我想起从前华纳及史瓦塞公司（注：Warner & Swasey，美国历史上著名的机械工具仪器和设备制造商，1980年被本迪克斯公司收购）的广告，我很喜欢那句广告语：“需要新的机器而尚未购买的公司，其实已经在为它花钱了。”



CHARLES T. MUNGER

亲爱的亨利：

1996年7月23日

我知道你也喜欢美食，所以寄这本《美食减肥两不误》给你，它让我减掉了20磅体重。我会采用书中描写的那种荒唐方法，是因为我看到有个更加贪嘴的朋友（他是一个红酒和奶酪进口商）用同样的食谱减掉了50磅肥肉。

我还寄上一样对你没有帮助的东西——我7月20日的演讲的完整文字稿。这是一个前顾问写给一个仍在执业的顾问、一个学术爱好者写给一个真正的学者的请教信。

你上个周末精神面貌很好，和你相处非常快乐。

真诚的

Charles

CTM/do

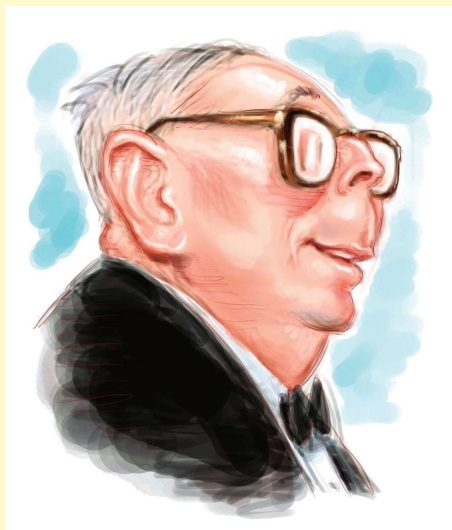
Dr. Henry A. Kissinger
1800 K Street, N.W.
Suite 400
Washington, D.C. 20006

P.O. BOX 55007 • LOS ANGELES, CALIFORNIA 90055



查理发表“关于现实思维的现实思考？”的演讲时，在座有许多杰出人物，亨利·基辛格便是其中一位。

“我没有什么要补充的”第四篇



查理·芒格办公室的电脑，从没有打开过，积满灰尘。

问：你用电脑吗？

不用。我办公室确实有一台，但没有打开过。实际上，我甚至不知道如何给它接上电源。

在生活中，我没有遇到太多用我那个40美元的计算器和那张破旧的复利表不能解决的问题。

重读第四讲



在这次演讲中，我试图指出美国学术界和企业界一些可以改正的重大认知错误。我的论点是：

（1）如果学术界和企业界能很好地履行它们的职责，那么大多数普通人只要用一些基本道理和解决问题的技巧就能够解释可口可乐公司的成功；然而

（2）正如“新可乐”大惨败及其后果所展现的，学术界和企业界均未能掌握可口可乐公司的成功之道。事实证明，我在1996年的那次演讲很失败，大多数听过的人都无法理解。后来，从1996年到2006年，有些仰慕我的、非常聪明的人慢慢地阅读那次演讲的文字稿，他们连读两次还是弄不懂。绝大多数人无法正确地理解我想要表达的意思。从另一方面来说，也没有人对我说这篇讲稿错了。人们感到有点困惑，然后就放弃了。

由此看来，作为表述者，我的失败甚至比我试图解释的认知失败更加严重。这是为什么呢？

现在仔细想想，我认为最好的解释是，我在充当业余教师的时候犯了大错。我想要灌输的太多了。一直以来，如果遇到打算对“意义的意

义”长篇大论的人，我总是避之唯恐不及。然而我为自己的演讲选择的题目却是“关于现实思维的现实思考？”，这是大错的开始。然后呢，我用一个很长很复杂的例子来阐述五种适合用来解决问题的方法，这些方法包含的基本概念来自许多学科。我特别纳入了心理学，我想要证明许多受过高等教育的人，其中包括一些教心理学的人，对心理学其实一无所知。我的证明当然是建立在正确的心理学知识的基础上的。这从逻辑上来讲没有问题。但是，如果大多数人对心理学并不了解，我的听众如何能够确认我讲的心理学就是正确的呢？因而，对于大部分听众而言，我是在向他们解释一些艰深的概念，可是我用来解释的概念也同样艰深。



师傅领进门，修行靠个人。

——中国谚语

我的教学错误到这里还没有结束。在我得知这次演讲的文字稿很难被理解之后，我居然认可《穷查理宝典》第一版中各篇讲稿的先后次序，把我谈论心理学的“第十讲”放到和“第四讲”相隔很多页的地方。实际上，我应该意识到这两篇讲稿的先后次序应该调过来，因为第四讲假

定听众已经掌握了基本的心理学知识，而第十讲的内容正是基本的心理学知识。后来，在《宝典》出第二版的时候，我偏向于保留这两篇讲稿原来那种无益的顺序。我这么做，是因为我把我多年来让我获益匪浅的心理学的研究心得整理成一张检查清单，我想用作本书的压轴文章。

（注：“第十讲”是第三版中的“第十一讲”。）

第二版或者第三版的读者，如果你们愿意的话，可以改正我所顽固保留的教学缺陷，也就是说，你们可以先掌握最后那篇讲稿，再来重读第四篇。如果你们愿意承担这次繁重的任务，我敢说你们之中至少有些人会觉得你们的努力没有白费。



查理在上一讲中大肆抨击了学术界的各种弊端，这里他提出了各种解决方法。这次发表在1998年哈佛法学院入学50周年同学会上的演讲关注的是一个非常复杂的问题——精英教育的狭隘性，并把它分为几个部分；查理提出的各种解决方法为这个问题提供了一个令人满意的答案。通过一系列巧妙的提问，查理断定律师等专业人士缺乏跨学科技能，这损害到他们自身的利益。根据他自己广泛的跨学科研究，查理指出，有一些“潜意识的心理倾向”妨碍了人们充分地扩大他们自身的视野。不管怎样，他为这个问题提出了独特的、令人印象深刻的解决方法。

编者很喜欢这篇演讲，它清楚地展现了查理的“非常识之常识”。他说：“在真正重要的领域，比如说培养飞行员和外科医生，教育系统采用的结构是非常高效的。然而，他们并没有将这些已被正确认识的结构用于其他也很重要的学习领域。如果这些优越的结构广为人知，唾手可得，教育家们为什么不广泛地利用它们呢？还有比这更简单的事情吗？”

第五讲

专业人士需要更多的跨学科技能

哈佛大学法学院1948届毕业生五十周年团聚，1998年4月24日

今天，为了纪念我们以前的教授，我想效仿苏格拉底，来玩一次自问自答的游戏。我将提出并简单地回答五个问题：



1. 是否广大专业人士都需要更多的跨学科技能？
2. 我们的教育提供了足够的跨学科知识吗？
3. 对于大部分软科学而言，什么样的跨学科教育才是可行的、最好的？
4. 过去50年来，精英学府在提供最好的跨学科教育方面取得了什么进展？
5. 哪些教育实践能够加快这个进程？

我们从第一个问题开始：是否广大专业人士都需要更多的跨学科技能？

要回答第一个问题，我们首先必须确定跨学科知识是否有助于提高专业认识。而为了找到治疗糟糕认知的良方，我们有必要弄清楚它的起因是什么。萧伯纳笔下有个人物曾经这么解释专业的缺陷：“归根到底，每个职业都是蒙骗外行人的勾当。”早年的情况证明萧伯纳的诊断是千真

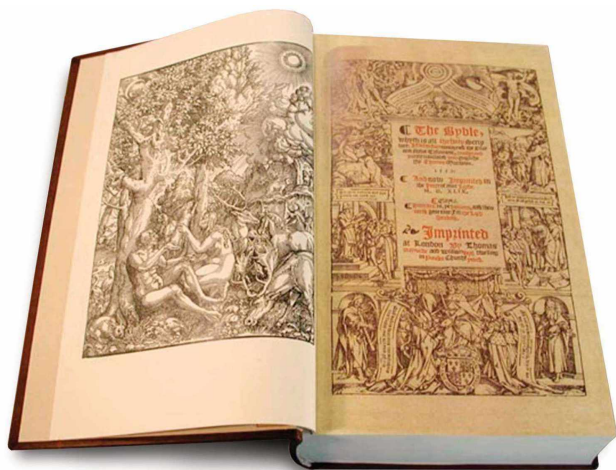
万确的，16世纪主要的专业人士——修道士——曾将威廉·丁道尔烧死，原因是他将《圣经》翻译成英文。

但萧伯纳低估了问题的严重性，他认为这主要是因为专业人士出于自私而故意使坏。但更重要的是，各种相互交织的潜意识心理倾向也对专业人士的行为有经常性的、可怕的影响，其中最容易引起麻烦的两种是：

1. 激励机制造成的偏见，拥有这种天生的认知偏见的专业人士会认为，对他们自己有利的，就是对客户和整个文明社会有利的；

2. 铁锤人倾向，这个名称来自那句谚语：“在只有铁锤的人看来，每个问题都非常像一颗钉子。”

治疗“铁锤人倾向”的良方很简单：如果一个人拥有许多跨学科技能，那么根据定义，他就拥有了许多工具，因此能够尽可能少犯“铁锤人倾向”引起的认知错误。此外，当他拥有足够多的跨学科知识，从实用心理学中了解到，在一生中他必须与自己和其他人身上那两种我上面提到的倾向作斗争，那么他就在通往普世智慧的道路上迈出了有建设性的一步。



威廉·丁道尔

(William Tyndal , 1495——1536)

威廉·丁道尔出生在英格兰的格罗斯特郡，从牛津大学毕业后成

了一名神父。他发现英格兰敌视他的信仰，于是到德国和比利时传播他的信仰，并发扬马丁·路德的宗教思想。他的著作遭到焚毁，他的财产总是被破坏，然而他继续出版《圣经》译文和其他作品。入狱几个月之后，他被指控为异教徒，判处死刑，被当众烧死。丁道尔的译文是第一个钦定版英文《圣经》的基础，对英语的发展产生了巨大的影响。

如果A是狭隘的专业教条，而B则是来自其他学科的超级有用的概念，那么很明显，拥有A加上B的专业人士通常比只掌握A的可怜虫优秀得多。这不是板上钉钉的事吗？因而，人们不去获取更多B的理由只有一个：他需要掌握A，而且生活中有其他紧要事情，所以去获取更多B是不可行的。后面我将会证明，这种只掌握一门学科的理由，至少对大多数有天分的人来说，是站不住脚的。

我的第二个问题很容易回答，我不想为它花费太多时间。我们的教育太过局限在一个学科里面。重大问题往往牵涉到许多学科。相应地，用单一学科来解决这些问题，就像玩桥牌的时候一心只想靠将牌取胜。这是很神经的，跟疯帽匠的茶话会差不多。但在当前的专业实践中，这种行为已经非常普遍，而且更糟糕的是，多年以来，人们认为各种软科学——就是一切没有像生物学那么基础的学科——彼此之间是相互独立的。

早在我们年轻时，学科之间壁垒森严、拉帮结派、排斥异己的情况就已经很严重，有些杰出的教授为此感到非常震惊。例如，阿尔弗雷德·诺斯·怀特海很早就对此敲响了警钟，曾语重心长地指出“各个学科之间的割裂是非常有害的”。自那以后，许多精英教育机构越来越认可怀特海的观点，它们着力于改善这种学科隔离的状况，引进了跨学科教育，结果有许多奋斗在各个学科边缘的勇士赢得了喝彩声，其中的佼佼者就有哈佛大学的E. O. 威尔森（注：E. O. 威尔森，1929——，美国著名昆虫学家，以研究社会性昆虫——蚂蚁成名）和加州理工学院的莱纳斯·鲍林。

Process and Reality

CORRECTED EDITION



Alfred North Whitehead

Edited by David Ray Griffin
and Donald W. Sherburne

阿尔弗雷德·诺斯·怀特海

(Alfred North Whitehead , 1861——1947)

“傻瓜徒有想像力，而缺乏知识；学究空有知识，但缺乏想像力。”

“真正的勇气并非庸俗英雄的野蛮暴力，而是美德和理性的坚定决心。”

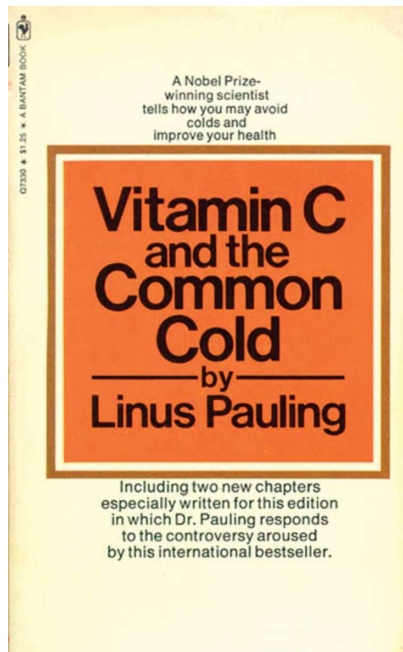
“令知识死亡的并非无知，而是对无知的无知。”

“‘愚蠢’的问题是全新的发展的开端。”

“只有文明人才能理解文明。”

“没有获得成功的人会否认别人的帮助。明智而自信的做法是，对这种帮助表达感激。”

“几乎所有的新思想在刚出现的时候都有愚蠢的一面。”



莱纳斯·鲍林

(Linus Carl Pauling , 1901——1994)

莱纳斯·鲍林的父母鼓励他从事科学研究，他曾是俄勒冈州波特兰市一名才华横溢的学生，后来获得了俄勒冈州立大学的奖学金。毕业后，他入读加州理工学院，得到了化学博士学位。他的教书和研究生涯大部分是在加州理工学院度过的。鲍林在化学领域做出了许多贡献，在化学研究中引入了量子物理学和波理论。他还在抗生素生产和蛋白质原子结构分析方面取得了进展。查理认为鲍林可能是20世纪最伟大的化学家。

他曾获得诺贝尔化学奖（1954年）与和平奖（1962年）。

晚年的鲍林写了一本书，谈论营养素在抵抗疾病方面的作用，并推荐使用维生素C来预防普通感冒。

当今的高等学府提供的跨学科教育比我们上学的时候多，这么做显然是正确的。

那么第三个问题自然是这样的：现在要达到的目标是什么？对于大部分软科学而言，什么样的跨学科教育才是可行的、最好的？这个问题

呢，也很容易回答。我们只需要检验一下最成功的专业教育，找出里面有哪些重要元素，然后把这些元素组合起来，就能得到合理的解决方法。

至于最佳的专业教育模型，我们不能去没有竞争压力的教育学院之类的学校找，因为它们深受上面提到两种负面心理倾向和其他不良风气的影响，我们应该到那些对教育质量要求最严格、对教育结果的检查最严密的地方去找。这就把我们带到一个合乎逻辑的地方：大获成功并在今天已成为必修课的飞行员训练。（没错，我的意思是，如果伟大的哈佛能够多借鉴飞行员的训练，它现在会变得更加出色。）跟其他行业相同，在飞行行业，“铁锤人倾向”的糟糕效应会带来巨大的危险。我们不希望一个飞行员遇到危险的时候就把它当作危险X，因为他脑里只有一个危险X模型。由于这个原因和其他原因，我们对飞行员的训练，是依照一个严格的六要素系统进行的。这六种要素包括：

1. 要教给他足够全面的知识，让他能够熟练地掌握飞行中用得到的一切知识。

2. 把这些知识统统教给他，不仅是为了让他能够通过一两次考试，而是为了让他能够熟练地应用这些知识，甚至能够同时处理两三种相互交织的复杂的危险情况。

3. 就像任何一个优秀的代数学家，他要学会有时候采用正向思维，有时候采用逆向思维，这样他就能明白什么时候应该把主要的注意力放在他想要的那些事情上，而什么时候放在他想要避免的那些情况上。

4. 他必须接受各门学科的训练，力求把他未来因为错误操作而造成损失的可能性降到最低；最重要的操作步骤必须得到最严格的训练，达到最高的掌握水平。

5. 他必须养成核对“检查清单”的习惯。

6. 在接受最初的训练之后，他必须常规性地保持对这些知识的掌握：经常使用飞行模拟器，以免那些应付罕见重要问题的知识因为长期不用而生疏。

这个显然正确的六要素系统对高风险的专业教育提出了严格的要求，人类头脑的结构决定了我们需要这样的系统。因此，培养人们具备

解决重大问题能力的教育也必须具备这些要素，而且必须大大增加这六个要素所涵盖的内容。不然的话，还能怎么样呢？

因而下面的道理是不证自明的：在试图把优秀学生培养成优秀人才的精英教育中，如果想要得到最佳的结果，我们必须让学生学习大量的跨学科知识，持久地掌握能够应用自如的所有必要技能，拥有根据实际情况综合熟练使用各种知识的能力，以及证明代数问题用到的那些正向思考和逆向思考的技巧，再加上核对“检查清单”的终身习惯。若要获取全面的普世智慧，没有别的办法，更没有捷径。这个任务涵盖的知识面特别广，乍看之下令人望而生畏，似乎是不可能完成的。



阿尔·尤厄兹奇



FlightSafety
international

阿尔·尤厄兹奇创办的飞行安全国际公司

飞行安全公司是伯克希尔·哈撒韦的子公司，它的创始人阿尔·尤厄兹奇构建了独特的企业文化。他给每个员工派发“六大性格支柱”宣言，要求全公司上下都必须遵守。这些“支柱”是言而有信、公

正无私、相互尊重、关怀他人、敢于担当和公民精神。

该公司的信条之一是“无论是哪种型号的飞机，最好的安全设备是一名训练有素的飞行员”。这当然也是创办人阿尔·尤厄兹奇提出的。



皮尔-西门·拉普拉斯

(Pierre-Simon Laplace , 1749——1827)

皮尔-西门·拉普拉斯是法国数学家、天文学家和哲学家，在演绎推理和概率论、天体运动、因果决定论等领域作出了重要的贡献。

但仔细想想，其实它没有那么难，前提是我们考虑到了下面三个因素：

首先，“所有必要技能”这个概念让我们明白，我们无需让每个人都像拉普拉斯那样精通天体力学，也无需让每个人都精通其他各门学科。事实上只要让每个人掌握每个学科中真正的大道理就够了。这些大道理并不算多，它们相互之间的关系也没那么复杂，只要拥有足够的天赋和时间，大多数人都能够拥有一种跨学科知识。

其次，在精英教育中，我们拥有足够多的天赋和时间。毕竟，我们

的学生都是百里挑一，而平均而言，我们的老师更是比学生优秀。我们有差不多13年的时间可以用来把12岁的聪明学生打造成优秀的职业人士。

第三，逆向思考和使用“检查清单”是很容易学到的——无论是在飞行时还是在生活中。

此外，掌握跨学科技能确实是可以做到的，这就如同那个阿肯色州人回答他为什么相信洗礼时所说：“我看见它是这么做的。”我们知道当代也有许多本杰明·富兰克林式的人物，他们（1）接受正式教育的时间比现在大量优秀的年轻人少，却获得了巨大的跨学科综合能力，（2）从而使得他们在本专业的表现更加出色，而非更加糟糕，尽管他们花了不少时间分心去学本专业以外的知识。

我们有这么多优秀的教师、学生和时间，还有许多成功的跨学科大师作为楷模，却仍然未能将“铁锤人倾向”的负面影响最小化，这说明如果我们安于现状，或者害怕改变，不努力去争取，你就无法大赢。



在其伟大作品《关于概率的哲学论文》中，拉普拉斯提出了他的主要思想：

“我们可以把宇宙的现状当作其过去的结果和其未来的起因。如果有人能够认识自然界所有的动力，以及自然界所有物体的位置，如果这个人的智力也足够强大，能够把这些资料进行分析，那么他将能够用一道公式来涵盖宇宙最大的天体和最小的原子的运动；对这样的聪明人来说，未来是确定无疑的，而过去在他看来也一目了然。”

这向我们提出了第四个问题：自从我们毕业以后，精英学府在提供最好的跨学科教育方面取得了什么进展？

答案是它们作了许多努力，改变教学方向，提供更多的跨学科教育。在犯了不少错误之后，现在整体的情况已经比以前好多了。但是，整体情况尚未令人满意，仍有许多有待改进的地方。



罗杰·费舍尔

（Roger Fisher，1922——）

罗杰·费舍尔1948年从哈佛毕业，并留在法学院任教。1980年，他成为“哈佛谈判计划”的主任。罗杰·费舍尔是一个谈判和冲突解决专家，他和威廉·尤里合著的《谈判力》（Getting to Yes）是经典的双赢谈判技巧教材。



例如，软科学界逐渐发现，如果几个来自不同学科的教授合作研究，或者一个教授曾经取得几个学科学位，那么做出的研究成果会更好。但是另外一种做法的效果通常是最好的，那就是补充法，或者“拿来主义”法，这种方法鼓励各个学科无论看中其他学科什么知识，只管拿过来用。这种方法能够取得最好的效果，也许是因为它避开了扎根在传统中的学术争论，以及在单一学科中固步自封引起的蠢行——而这正是我们现在致力于改正的。

不管怎么说，只要多多实行“拿来主义”，许多软科学学科就能减少“铁锤人倾向”引起的错误。例如，在我们的同学罗杰·费舍尔的领导下，许多法学院将其他学科的成果应用到谈判研究中去。罗杰那本充满智慧和道德感的谈判著作到目前已经卖掉三百多万册，他可能是我们班最有成就的同学。这些法学院还吸取了大量有用的经济学知识，甚至用博弈论来更好地理解经济竞争的原理，从而制定出更有针对性的反垄断法。

经济学则吸取了生物学的“公用品悲剧”（加勒特·哈丁于1968年在《科学》杂志上发表的著名论文《公用品悲剧》所描述的公共资源因滥用而枯竭的现象）教训，正确地找到一只“无形的脚”，让它与亚当·斯密那只“无形的手”并存。现在甚至还出现了“行为经济学”，这门分支学科明智地向心理学寻求帮助。

然而，像“拿来主义”这样极其随意的做法给软科学带来的结果并不

是百分百令人满意的。实际上，它造成了一些糟糕的后果，比如说：

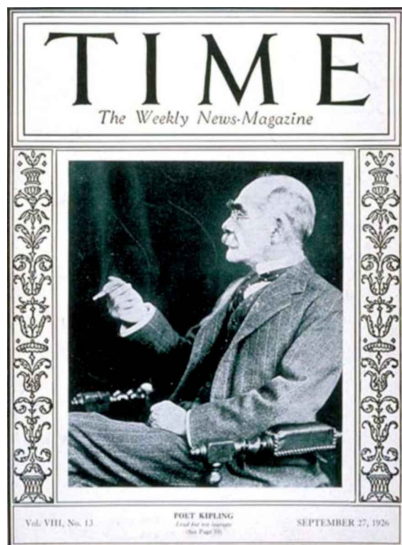
(1) 有些文学系吸收了弗洛伊德的理论；(2) 许多地方引进了极端的左翼或右翼意识形态，而对于拥有这些意识形态的人来说，重新获得客观的研究态度比重新获得童贞之身还要难；(3) 许多法学院和商学院采用了生搬硬套的有效市场理论，这些理论是一些研究公司理财的伪专家提出的，其中有一个所谓的专家在解释伯克希尔·哈撒韦的投资成功时，总是加入运气标准差（以证明我们是靠运气成功的），一直达到六西格玛后（证明靠运气的几率非常小），他终于不堪别人的嘲笑，改变了说法。

此外，就算“拿来主义”能够避免这些神经病做法，它仍然具有一些严重的缺点。例如，软科学借鉴自然科学的概念时，通常没有指出这些概念是怎么来的，有时候还给它们取了新名字，根本没搞清楚这些借鉴而来的概念的重要程度。这种做法：(1) 特别像一种糟糕的文档归类方法，肯定会影响这些被借鉴概念的综合理解和成功应用；(2) 使软科学领域无法出现像莱纳斯·鲍林系统地利用物理学来改进化学研究那样的成果。一定有更好的方法存在。

这向我们提出了最后一个问题：在精英软科学领域，有哪些做法可以促进我们优化学科的进程？答案同样很简单：

第一，更多的课程应该是必修课，而不是选修课。这就意味着那些决定哪门课必修的人必须熟练地掌握大量的跨学科知识。无论要培养的是未来的跨领域问题解决者，还是未来的飞行员，这个论断都是成立的。例如，法学院毕业的学生必须掌握心理学和会计学。然而，许多精英学府，即使到今天，也没有这样的要求。那些制定培养计划的人往往知识面太窄，无法理解哪些课是必需的，也没有能力纠正不足之处。





吉卜林的拿来主义

当荷马拨弄他灿烂的竖琴时，他早已听过人们沿着陆地和海洋唱过的歌；凡他所需用的思想，他便采撷给自己用——和我一样！

市集中的女孩和渔郎，牧人和水手，他们听到旧调重弹，却不作声——和你们一样！

他们知道他偷窃；他也晓得他们知道。他们不说出来，也不对此大惊小怪，只是沿路向荷马眨眨眼，荷马也报以眨眼——和我们一样！



两位不问世事的老太太退休后喜欢上玩草地保龄球。

第二，学生应该有更多用跨学科的知识解决问题的实践机会，包括一些像驾驶飞行模拟器那样的机会，以免掌握的技能由于长期不用而遗忘。让我来举个例子。我隐约记得，许多年前，哈佛商学院有个教授非常聪明，但是有点离经叛道，他给学生上的课很有意思。

有一次，这位教授的考试题目是这样的：有两位不问世事的老太太刚刚继承了新英格兰地区一家鞋厂，这家鞋厂专门制造名牌皮鞋，现在生意上遇到一些严重的问题。教授详细地介绍了这些问题，并给学生充足的时间写下给两位老太太的建议。几乎每个学生的答案都被判不及格，但教授给一位聪明的学生很高的分数。那么得到高分的学生的答案是什么样的呢？答案非常短，大概是下面这样：“这家企业所在的行业和所处的地方竞争都很激烈，再加上当前遇到的问题非常棘手，两位不问世事的老太太通过聘请外人来解决问题不是明智的做法。考虑到问题的难度和无法避免的代理成本，两位老太太应该尽快卖掉这家鞋厂，最好是卖给那家拥有最大边际效应优势的竞争对手。”因而，这个高分学生作答的根据并非当年商学院传授的知识，而是一些更为基本的概念，比如说代理成本和边际效应，它们分别来自本科生的心理学和经济学课程。

啊，哈佛法学院1948届的同学们，要是当年我们也经常接受这样的测试该多好，那我们现在取得的成就将会大得多！



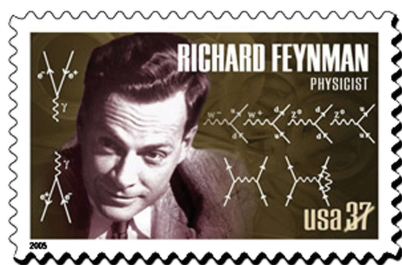
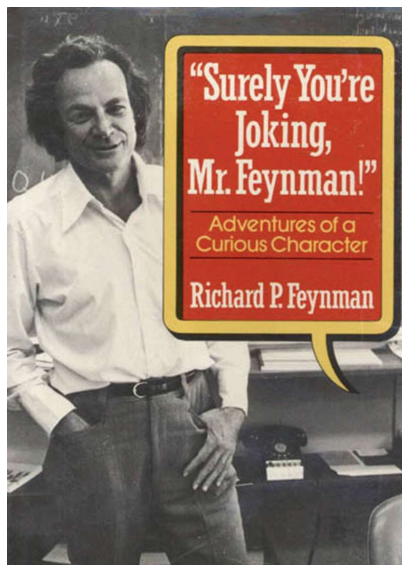
另一个提倡阅读的呼声

我什么都读：企业年报、10-K报表、10-Q报表、传记、历史书，每天还要读五份报纸。在飞机上，我会阅读座椅后背的安全指南。阅读是很重要的。这么多年来，是阅读让我致富。

——巴菲特

巧合的是，现在许多精英私立学校早在七年级的科学课中就使用了这种跨学科教育模式，然而许多研究生院却依然不明白这个道理。这个令人悲伤的例子再次证明了怀特海的论断：“各个学科之间的割裂是非常有害的。”

第三，大多数软科学专业学院应该更多地使用最好的商业刊物，比如说《华尔街日报》《福布斯》《财富》等等。这些刊物现在都非常好，可以承担飞行模拟器的功能：它们报道的那些事件往往有错综复杂的原因，我们可以让学生试着用各个学科的知识来加以分析。



理查德·菲利普斯·费曼

(Richard Philips Feynman , 1918——1988)

理查德·费曼出生在纽约的法洛卡威。他本科毕业于麻省理工学院物理学系，从普林斯顿大学得到博士学位。他参与了曼哈顿计划，对原子弹的研发起到了重要作用。他一直在康奈尔大学任教，然后在1951年跳槽到加州理工学院。费曼对物理学的主要贡献是量子电动力学、电磁放射、原子和其他更为基本的粒子之间的关系。1965年，他和施温格、朝永振一郎共同获得诺贝尔物理学奖。

晚年的费曼受委托对“挑战者号”航天飞机事故进行调查。他展示了橡皮环如何遇冷萎缩，导致高温的燃气外泄，从而引起了爆炸。

而且这些刊物有时候能够让学生学到新的成因模式，而不仅仅是复习原有的知识。如果学生想要尽可能地提高自己的判断力，那么在校期

间就实践他毕业后要终生从事的工作，是非常有道理的做法。在商业界，我认识的那些判断能力非常强的人，他们也都用这些刊物来维持他们的智慧。学术界有什么理由例外呢？

第四，当大学偶尔有职位空缺，需要招人时，应该避免聘请那些持有强烈的政治意识形态——不管是左翼的还是右翼的——的教授。学生也应该避免受政治意识形态影响。激情澎湃的人缺乏掌握跨学科知识所需的客观态度，受意识形态影响的人很难拥有综合各门学科知识的能力。在我们上学的那个年代，哈佛大学法学院有些教授曾指出一个由于意识形态而犯傻的典型。当然，这个典型就是耶鲁大学法学院，在当时许多哈佛法学院的教授看来，耶鲁法学院想要通过提倡一种特殊的政治意识形态来提高法学教育水平。

第五，软科学应该加强模仿硬科学的基本治学精神与方法。（这里所说的硬科学，是指数学、物理学、化学和工程学四门学科。）这种治学精神与方法值得效仿。毕竟，硬科学在如下两方面做得更好：（1）避免单一学科造成的错误；（2）使得大量跨学科知识更容易被应用，并时常获得良好的结果，比如物理学家理查德·费曼就能够用一只橡皮环解释挑战者号航天飞机爆炸的原因。而且以前软科学也曾借鉴这种治学精神与方法，取得了很好的效果。例如，在150年前，生物学只是乱糟糟地描述一些现象，并没有提出高深的理论。后来生物学逐渐吸收了那些基础学科的基本治学精神与方法，取得了非凡的成果：新一代的生物学家终于可以使用更好的思考方法，成功解答了许多问题。硬科学的治学精神与方法既然能够帮助生物学，那么它没有理由帮不到基础程度远远比不上生物学的软科学。在这里我想解释一下我所说的治学精神与方法，它包括下面四点：



1. 你们必须依照基础性给各个学科排序，并按照顺序使用它们。

2. 不管是否喜欢，你们必须熟练掌握并且经常使用这四门基础学科最重要的内容，而且对于那些比你们自己的学科更加基础的学科，要给予特别的关注。

3. 在吸收不同学科的知识时，要弄清楚那些知识是怎么来的，而且不要背离“经济原则”，只要有可能，首先通过自己或其他学科中更为基本的原理对现象进行解释。

4. 但是如果第3步并没有对现象解释提供有用的新观点，你们可以通过提出假设和进行验证确立新的原理，就像旧的原理创建的方式一样。但你们不能使用任何与旧的原理冲突的新原理，除非你们能够证明旧的原理是错误的。

你们将会发现，与当前软科学常见的做法相比，硬科学的这种基本治学精神与方法更为严格。这让我们想起了飞行员训练。飞行员训练能够取得极大的成功，绝对不是偶然的。现实是最好的老师。跟飞行员训练的情况一样，硬科学的治学精神与方法不是“拿来主义”，而是“不管是否喜欢都必须熟练地掌握”。跨学科知识的合理组织模式应该是这样的：（1）必须完全弄清楚所有知识的原始出处；（2）必须把更基本的解释放在第一位。



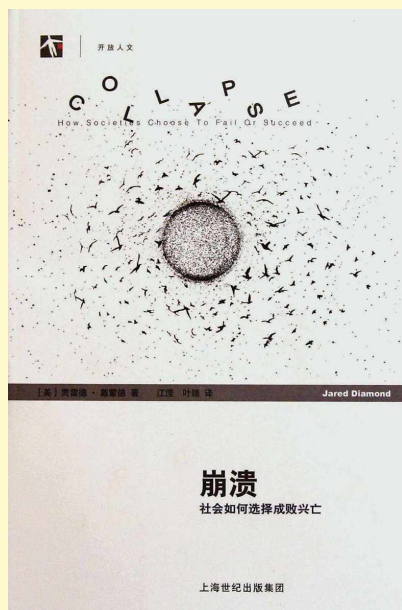


一切重要的图书都应该立即重读。

——叔本华

这个道理太过简单，似乎没有什么用，但在商界和科学界，有条往往非常有用的古老守则，它分两步：（1）找到一个简单的、基本的道理；（2）非常严格地按照这个道理去行事。对于非常严格地遵守这种基本治学精神与方法所具有的价值，我打算用我自己的生活来证明。

我来到哈佛大学法学院时受过的教育非常少，只有散漫的工作习惯，没有任何学位。沃伦·阿博纳·希维（注：沃伦·阿博纳·希维，1880——1966，哈佛大学法学院著名教授）反对我入学，但在我家的世交罗斯科·庞德（注：罗斯科·庞德，1870——1964，美国著名法学家，曾任哈佛大学法学院院长）的干预之下，我还是被录取了。我在高中上过一门愚蠢的生物课，极其粗糙地学习了明显不完整的进化论，学会了解剖草履虫和青蛙，此外还掌握了一个后来销声匿迹的荒唐概念：“原生质”。时至今日，我从来没有在任何地方上过化学、经济学、心理学或者商学课程。但我很早就学过基本物理学和数学，我花了很多精力，掌握了硬科学的基本治学精神与方法，我用这种方法去学习各种软科学，增加我的跨学科普世智慧。



典型的例外：一位掌握跨学科知识的教授

贾雷德·戴蒙德1999年获得由克林顿总统颁发的国家科学奖章，表彰他在进化生物学领域取得的突出贡献，以及利用达尔文理论在生理学、生态学等不同领域中取得的优秀成果。贾雷德·戴蒙德原本是一名生理学家，现在是洛杉矶加利福尼亚大学的地理学教授，他出色地综合了许多学科的伟大模型。左边图片是这位普利策奖获得者的作品《崩溃：社会如何选择成败兴亡》的封面。

因而，我的生活无意间成了一种教育实验：一个很好地掌握了自己专业的人在非常广阔的学术领域试验这种基本治学精神与方法的可行性和有效性。

在利用非正式的教育来弥补自己的知识缺陷的过程中，我发现，虽然我的学习意愿并不算非常强烈，但在这种基本治学精神与方法的指引之下，我的能力得到了极大的提高，这远远超乎我原本的意料。我获得了大量最初想都没想到的好处，有时候我觉得我就像“蒙眼钉驴尾”游戏中那个惟一没有被遮住眼睛的玩家。例如，我本来没打算学习心理学，但这种基础治学与方法却引导我掌握了大量的心理学知识，给我带来了很大的好处，这些好处很值得我改日专门来讲一讲。

今天我不打算再多讲了。我已经通过尽可能简单地回答我自己的问

题而完成了这次演讲。我的答案中最让我感兴趣的是，虽然我说的一切并无新意，许多理性和受过良好教育的人早就说过了，但我批评的这些坏现象在全美国的顶尖学府中仍然非常普遍，在这些高等学府的软科学院系，几乎每个教授都养成了单学科的思维习惯，即使在他自己学院的马路对面就有一种更好的思维模型。在我看来，这种荒唐的现象意味着软科学院系的激励机制是很成问题的。错误的激励机制是主要原因，因为正如约翰逊博士曾经一针见血地指出的，如果真理和一个人的利益背道而驰，那么这个人就很难接受真理。如果这个问题是高等学校的激励机制引起的，那么解决的方法很简单——因为激励机制是可以被改变的。



我总是对许多事情感兴趣，同时对许多事情感兴趣，我总是试图向我自己解释这些事情。我提出了许多问题。

——贾雷德·戴蒙德



《塞缪尔·约翰逊画像》

(Portrait of Samuel Johnson)

吉尔伯特·斯图亚特，年代不详，哈佛大学霍顿图书馆。

今天我不惜以我自己的生活作为例子，我想要证明的是，软科学教育机构现在这样顽固地容忍单学科的狭隘，不但是毫无必要的，而且也是没有好处的。如果让我来解决的话，我认为约翰逊博士的方法是可行的。请别忘了约翰逊博士描绘学术界那种由于懒惰而无知的状况时所用的字眼。在约翰逊博士看来，这种行为是“背叛”。

如果责任不能驱使人们去改善这种情况，还可以考虑利益。只要法学院和其他学术机构愿意采用一种更为跨学科的方法去解决许多问题，不管是常见的问题还是罕见的问题，它们就会像查理·芒格那样，得到巨大的世俗回报。它们不但能够取得更多成就，还将获得更多乐趣。我推荐的这种精神境界是非常快乐的，没有人愿意从那里离开。离开就像切断自己的双手。

重读第五讲



2006年，我重读了第五篇演讲稿，我一个字也不想改动。我仍然认为我的观点是很重要的。我这种态度跟我那位早已谢世的先辈如出一辙，他是塞奥多尔·芒格牧师，担任过耶鲁大学教区的神父。

塞奥多尔曾经将他的布道结集出版，用庄严的语调指明哪些行为是正确的。在晚年的时候，他推出了新版，并在前言中说明他没做任何改动，现在出新版本，只是因为他的传道文集极其畅销，导致原来的印刷版磨损过度。

翻读你的文章，如果遇到一段你认为特别漂亮的文字，就把它划出来。

——塞缪尔·约翰逊



查理的检查清单

聪明人怎么会经常犯错呢？他们并没有做到我让你们做的事情：使用一张检查清单，确保你们掌握了所有的主要模型，并以一种多元的方式使用它们。

——芒格



查理的自信来自他以异乎寻常的精力去研究、分析、评估和决策的过程。他知道他也许不会永远都是正确的，但正确的概率很高，因为他的这个过程非常严谨、非常现实。由于这样的原因，他进行决策时从不犹豫，而且会坚定地依照他的决策去行动。

——狄克·艾斯本思赫德

1956年以来的朋友和生意合伙人

在第五讲中，查理举例说明正式和非正式的检查清单是作出决策和解决问题的不可或缺的工具。他在《穷查理宝典》全书一共推荐了四种基本的检查清单，它们的内容有所重叠并互相加强。

1. 双轨分析

·理性地看，哪些因素真正主导了牵涉到的利益？（例如，宏观的和微观的经济因素。）

·当大脑处于潜意识状态时，有哪些潜意识因素会自动以各种方式形成虽然有用但往往失灵的结论？（本能、情绪、贪婪等等的影响）

2. 投资和决策检查清单

·查理的非正式检查清单，详细地列出了各种值得考虑的因素。

3. 超级简单的普通观念

·先解决那些答案显而易见的问题。

·利用数学运算能力。

·逆向思考（反过来考虑问题）。

·应用基本的跨学科智慧，永远不要完全依赖他人。

·注意多种因素的共同作用——也就是lollapalooza效应。

4. 基于心理学的倾向

·他那著名的人类误判的25个标准原因。

CALIFORNIA INSTITUTE OF TECHNOLOGY

Pasadena, California 91125

David L. Goodstein
Vice Provost
Professor of Physics and Applied Physics
Frank J. Gilloon Distinguished Teaching and Service Professor

Mail Code 104-31
Telephone 626/395-6365
e-mail: dgl@cco.caltech.edu
Fax 626/796-7820

October 29, 1998

Mr. Charles T. Munger
Vice Chairman of the Board
Berkshire Hathaway Inc.
P.O. Box 55007
Los Angeles, CA 90055

亲爱的查理：

谢谢你为那些财务官员所作的精彩演讲。

在我和他有私人交往的这20年间，费曼确实从来不曾欺骗自己。当然，我认识他的时候，他已经蜚声世界（至少是在物理学家中），也许会担心如何保护自己的声誉，而不会急于得到新的结果。更有可能的是，他虽然也被提出新理论所驱使，但他就是个异乎寻常的人物。反正我可以用亲身经历向你保证，我们大部分物理学家并不像费曼，反而像那些财务官员，总是在欺骗自己。

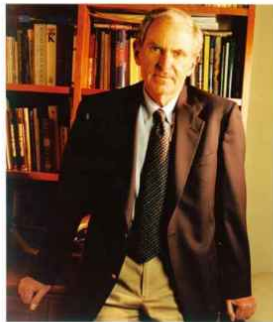
每次收到你的信我总是感到很荣幸。

Best regards,

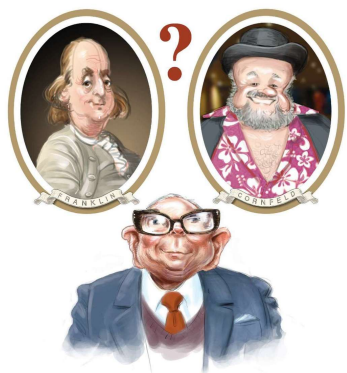
David

David L. Goodstein

DLG/jp



虽然加州理工学院的戴维·古德斯坦教授是在听了下面的演讲（“一流慈善基金的投资实践”）之后写的，但编者把它放在这里，因为信中提及这篇讲稿谈到的理查德·费曼。查理非常欣赏费曼解决问题的跨学科方法。



1998年10月，查理在圣塔莫尼卡向基金会财务总监联合会发表了这篇演讲，它有助于人们理解查理的名言：“说起来挺伤心的，但确实不是每个人都喜欢我。”在这次演讲中，查理非常幽默然而毫无恶意地抨击了被他的听众奉为圭臬并付诸实践的理论。查理向来热心慈善事业，他本人的慷慨捐赠便是明证；在这里，他想要将慈善机构从其错误的投资文化中挽救出来。

查理认为，基金会应该成为社会的楷模，这意味着它们必须抵制浪费的、无益的投资实践。他为听众提供了两个选择：天才政治家本杰明·富兰克林的模式，或者臭名昭著的基金经理伯尼·康非德（注：伯尼·康非德，1927——1995，土耳其裔基金经理，20世纪60年代发生的共同基金庞氏骗局的主角）的模式。查理回忆起自己年轻时担任有限合伙投资公司经理的往事，一如既往地自我嘲讽和自我反省：“从前的查理·芒格为这些年轻人提供了一种可怕的职业榜样。”他似乎想说明，如果查理能够从那种状态下成功转型，那么听他演讲的那些基金经理也可以走上同样的道路。

第六讲

一流慈善基金的投资实践

1998年10月14日在加州圣塔莫尼卡市米拉马尔喜来登酒店向基金会财务总监联合会发表的演讲，由康拉德·希尔顿基金会、业余运动员基金会、J.保罗·盖蒂信托基金会和里奥·弘多纪念基金会赞助。

今天我来这里演讲，是因为我的朋友约翰·阿尔古要求我来。约翰很清楚地知道，与你们邀请的其他演讲者不同，我本身没有什么东西需要推销，因而我讲的内容，可能会跟包括慈善基金在内的大型机构的现行投资实践格格不入。所以我要是在演讲中得罪各位，你们应该去找约翰·阿尔古算账，他的老本行是打官司，说不定会感到很高兴。

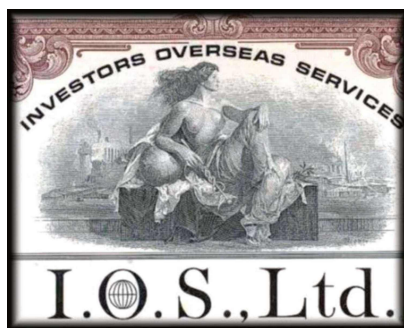
长久以来，大型慈善基金的常规做法是在不借债的情况下把大部分资金投在那些可流通的美国证券上，主要就是股票。这些股票是由一家或者很有限的几家投资顾问公司帮助挑选出来的。但近年来出现了一种越来越复杂的倾向。有些基金会追随像耶鲁大学这样的基金会，努力向伯尼·康非德式的“基金中的基金”靠拢。这是一种令人吃惊的发展。很少有人能够预料到，在康非德锒铛入狱之后很久，一些主流大学仍然用康非德式的方法来管理慈善基金会。



约翰·阿尔古

(John C. Argue , 1932——2002)

约翰·阿尔古既是生意人，也是慈善家。多年以来，他是洛杉矶的阿尔古、皮尔森、哈比森和梅耶斯律师事务所的高级合伙人，曾对洛杉矶获得1984年奥运会举办权起到关键作用。他还是南加利福尼亚大学校董会的成员，2000年成为该会的主席。



伯尼·康非德出生在土耳其，后来移居美国，在20世纪50年代成为一名共同基金的销售员。20世纪60年代，他在瑞士注册了一家叫作“投资者海外服务公司”（IOS）的基金集团，开始推销他自己旗下的基金。他雇用了几千名销售员，这些人在欧洲各国，尤其是德国，上门推销基金。IOS募集了25亿美元的资金，康非德就靠这些钱过着挥金如土的生活。

现在有些基金会聘请的顾问不是少数几个，而是许许多多。这些基金会先请一批顾问，然后再让他们来挑选最好的投资顾问，帮忙把资金配置到各个不同的领域，确保不会因为偏好国内证券而忽略了外国证券，复核那些投资顾问声称的业绩是否真实有效，保证原定的投资风格得到严格的执行，还有就是，根据公司理财教授有关波动性和“beta”系数的最新理论，进一步提高本来就已经很分散的投资多元化程度。

但尽管有了这些极其活跃、貌似什么都懂的选择顾问的顾问，个体投资顾问在选择股票的时候，仍然相当依赖于第三级顾问。这第三级顾问主要是投资银行聘用的证券分析专家。这些证券分析专家领取巨额的薪水，有时投资银行为了争夺他们，开出的年薪高达七位数。聘请他们的投资银行通过下面两个来源收回这些薪水：（1）证券买家产生的手

续费和交易价差（包括基金经理收取的回扣，也就是所谓的“软钱”）；
（2）某些公司为了答谢投资银行让证券分析专家极力推荐它们的证券而向投资银行缴纳的服务费。

这个过程很复杂，但有一点是确定无疑的，那就是这里面缺乏全面的道德约束。别的不讲，就以无杠杆（借贷）的普通股票选择而言，每年要支付给各级各类投资顾问的投资管理成本，再加上频繁地买进卖出产生的摩擦成本，能轻而易举地占到基金净值的3%。这些成本并不会在传统的会计报表中出现。但这是因为会计本身有问题，而不是因为这些成本不存在。

下面我们来出一道简单的算术题：假设基金是赌徒，它们每年交给赌场荷官的费用是起始资金的3%，每年在剔除荷官费用之前的实际收益是17%。近些年来，基金的平均收益确实有17%，但谁也不能保证这些基金能够永远享有这个回报率。如果几年之后，未来通过股票指数化投资得到的年均实际回报率下降到比如说5%，而荷官费用不变，永远是最初的3%，哪怕对实际收益非常一般的赌徒来说也是如此，那么一般基金将会遭遇一段非常漫长的、令人不舒服的资产缩水期。毕竟，5%减去3%再减去5%的捐赠（注：按美国法律规定，慈善基金会每年必须将不少于本金5%的钱用于基金会的慈善事业）意味着基金每年的资产要缩水3%。

总的来说，所有股票投资者将必须忍受这样的情况：他们每年赚的钱有一部分落进了荷官的口袋。这是不可避免的命运。同样不可避免的还有，在支付了荷官费用之后，正好有一半的投资者的收益率将会低于平均线，而这条平均线（未来）完全有可能落在一般和糟糕之间。

卡尔·布劳恩（Carl Braun）是查理钦佩的工程实业家，他在1976年自费出版了一本叫做《客观会计法》的小册子，分发给他的员工看。布劳恩在这本小册子中有许多一针见血的评论，比如他说：“会计师只会把容易拿到的数字算进去，而未能去寻找那些真正重要的数据。”





VOLVO
SAAB



由于人类的本性，绝大多数人会忽略我提出的这些担忧。毕竟，早在基督出生之前几个世纪，德摩斯梯尼就曾经说过：“一个人想要什么，就会相信什么。”说到对前景和自身才能的评价，人们往往如同德摩斯梯尼预料到的，表现得太过乐观，乐观到荒唐的程度。例如，瑞典有一项严密的调查表明，90%的汽车司机认为他们的驾驶技术在平均水平线之上。而那些成功的推销员，比如说投资顾问，则会让瑞典司机都相形见绌，实际上每个投资专家都公开声明他的业绩高于平均线，尽管事实恰好相反。

但你们也许会想，我的基金会至少在平均线以上啦。它规模很大，聘请最好的人才，用客观的专业态度谨小慎微地处理投资问题。对此我想说的是，过度的所谓专业态度往往会给你们造成极大的伤害——恰恰是极其仔细的过程常常会造成人们对他们所得到的结果过度自信。

通用汽车最近刚刚犯了一个这样的错误，那可是一个lollapalooza级的。它打算生产一种舒适程度堪比五人座轿车的越野车，可是由于专业过度，在进行了一系列漂亮的消费者调查之后，决定只给这款车设计两扇车门。它的竞争对手没那么专业，但它们亲眼看到五个人是如何上下车的。除此之外，它们还发现人们已经习惯了舒适的五座轿车有四扇车门，而且生物通常偏好固定的活动模式，以便最大程度地节省精力，也不喜欢长久以来享有的好处被拿走。当回顾通用汽车作出这个造成数亿美元损失的决定时，人们脑海中浮现了两个词汇，其中一个就是“哎哟”。



那个叫作“长期资本管理公司”的对冲基金同样对它那高负债率的投资方法太过自信，所以最近它破产了，虽然它的高层管理人员的智商肯定超过160。聪明而勤奋的人未必不会因为过度自信而犯灾难性的专业错误。因为他们往往以为自己拥有超人的才华和方法，而给自己选择了一些更困难的航程。



在思考中格外谨慎不全是好事，有时居然会造成格外的错误，这种情况当然令人烦恼。但大多数好东西都有讨厌的“副作用”，思考也不例外。

外。要消除思考的副作用，最好的办法是向那些最优秀的物理学家学习，他们会系统地批判自己。诺贝尔奖得主理查德·费曼下面这句话很好地概括了这些物理学家的心态：“首要的原则是你必须别欺骗自己，因为自己是最好骗的人。”

但假设有个基金非常现实，能够像费曼那样思考，可却担心它的无借债投资组合，在除去各种投资成本之后，其回报在未来不可能超过标准股市指数。它现在采用的就是那种变成“基金中的基金”的方法，频繁地买进卖出，聘请了一些自以为他们的水准在平均线之上的投资顾问。那么这个忧心忡忡的基金该作出什么选择才能改善未来的投资业绩呢？

至少有三种现代选择：

1. 该基金可以解雇它的投资顾问，减少投资的次数，转而对股票进行指数化投资。

2. 该基金可以效仿伯克希尔·哈撒韦，长期持有少数几家备受敬仰的国内公司，不过多地进行交易，从而把年均管理成本降低到资本总额的0.1%。在这个过程当中，当然也可以采纳一些外部的建议。顾问费支付方只需要适当地控制投资顾问机构中那些聪明人，这样仆人才会变成主人的有用工具，而不是在疯帽匠的茶话会式的错误激励机制下为自己谋取私利。

3. 除了对流通股进行非杠杆式（无借债）投资之外，该基金还可以投资一些有限责任的合伙制公司（注：各式私募基金），包括如下几种业务：对一些处在创办初期的高科技公司进行非杠杆式投资，利用财务杠杆对其他公司进行并购，依据相对价值策略对股票进行杠杆式投资、杠杆式趋同交易，以及对各种债券和衍生品的奇异交易策略。

基于指数化投资推动者给出的那些显然正确的理由，我认为对于当前正在进行非杠杆式股票投资的普通基金而言，选项（1）是一种更为明智的选择。对于那些每年的管理成本超过总资产的1%的基金来说更是如此。当然如果每个人都转而投资指数基金的话，它的表现就不可能都这么好了。但它的良好表现可以在未来持续很长时间。

至于选择（3），也就是通过有限责任合伙制公司进行投资，基本上不在今天这次演讲的范围之内。我只想说，芒格（家族）基金会不会采取这种投资方式，我还想简单地谈谈我对杠杆收购基金（LBO）的两

点看法。

我对杠杆收购基金的第一点看法是，如果未来的股票指数表现很糟糕，由于要跟两批人（一批是管理人员，一批是杠杆收购基金的普通合伙人）分钱，用很高的财务杠杆（举债）收购整个企业未必比投资股票指数好。本质上来说，杠杆收购基金所做的比用抵押贷款去购买可流通的股票只是稍好而已，一旦未来的股票市场表现很糟糕，用以收购公司所借的债务将会造成灾难性的后果。如果这种糟糕的表现是由于整体的经济环境不景气，那么后果就更严重了。



长期资本管理公司

长期资本管理公司是一家成立于1994年的对冲基金，其创办人是一位声誉极佳的华尔街债券交易员和两位诺贝尔经济学奖得主，他们开发出一些复杂的数学模型，利用债券套利发财。1998年，在所罗门兄弟公司不再从事债券套利和外国金融恐慌的共同影响之下，长期资本管理公司连续两个月出现了亏损，由于负债水平极高——当年年度负债1250亿美元，该公司很快陷入了困境。不到几个月，这家基金就损失了将近20亿美元的资金。美联储被迫为该基金提供了紧急援助，以免整个美国经济的流动性发生连锁反应。这次大失败提醒金融界要注意流动性风险的严重性。《当天才失算时》（注：中译本为《拯救华尔街——长期资本管理公司的崛起与陨

落》)是一本关于这次事件的图书,后被翻译成多种语言。

我的第二点看法是,现在对杠杆收购候选项目的争夺越来越激烈。比如说,许多公司都想通过财务杠杆收购优秀的服务性企业,但光是通用电气下属的信贷公司,它每年可用于收购的钱就超过100亿美元,而且这100亿美元完全是借来的,利息只比美国政府支付的利息高一点点。这种情况已经不是普通的竞争,而是过度的竞争。现在大大小小的杠杆收购基金非常多,大多数钱满为患,激励机制使它们的普通合伙人热衷于花钱收购。除了通用电气之外,其他公司也通过举债和发行股票来募集资金,在市场上竞买优秀企业。



总而言之,杠杆收购领域隐藏着两大风险:一是在经济大环境不景气的时候,流通股容易引发灾难性的后果;二是现在的竞争过度激烈。

我自己曾经开过一家有限责任的合伙制公司(注:私募基金),但由于时间限制,我没办法多谈。剩下的时间我们来谈谈选项(2),也就是基金会要更多地模仿伯克希尔·哈撒韦的投资实践,长期持有少数几家公司的股票,几乎从不买进卖出。那么我们要问了,基金的投资要多元化到什么程度才好呢?

正统的观点认为,对于那些不需要投资指数的聪明人来说,高度分散的投资则是必需的。我对这种观点持怀疑态度。我认为这种正统的观点错得很厉害。

在美国,一个人或一个机构如果用绝大多数财富来对三家优秀的美国公司进行长期投资,那么肯定能够发大财。这样一个所有者为什么要在乎其他投资者在某个时刻的业绩比他好还是坏呢?如果他像伯克希尔一样,理性地认为由于他的购入成本更低,更为关注长期的绩效,而且把大量的资金集中投资在几个他最喜欢的选择上,那么他的长期收益将会非常出色,他就更不会关心这样的问题了。

我的观点更为极端。我认为在某些情况下，一个家族或者一个基金用90%的资产来投资一只股票，也不失为一种理性的选择。实际上，我希望芒格家族能够大体上遵守这样的投资路线。而且我发现，到目前为止，伍德拉夫基金会90%的资产仍保留其创办人当初提供的可口可乐股票，事实证明这种做法是很明智的。假如所有美国基金会从来没有卖掉它们的创办人的股票，那么现在来计算它们取得的成绩应该很有意思。我认为绝大部分会比现在好得多。你们也许会说，那些分散投资的做法只是为尚未发生的灾难投保。我的回答是：这个世界有许多事情比某个基金丧失相对影响力更加糟糕；而富裕的机构跟富裕的个人一样，如果想要得到最好的长期结果，应该做许多自我保险的工作。

此外，这个世界的好事并不全是由于基金会的捐赠而做成的。更多的好事是由基金会投资的公司通过日常经营完成的。有些公司做的好事比其他公司多得多，因为它们能为投资者提供高于平均线的长期回报。如果有个基金会把大量的资金集中投给一家它仰慕甚至热爱的企业，我认为这种做法既不愚蠢，也不邪恶，更不违法。实际上，本杰明·富兰克林就要求依照他的遗嘱而创办的慈善组织采取这种投资实践。



罗伯特·伍德拉夫

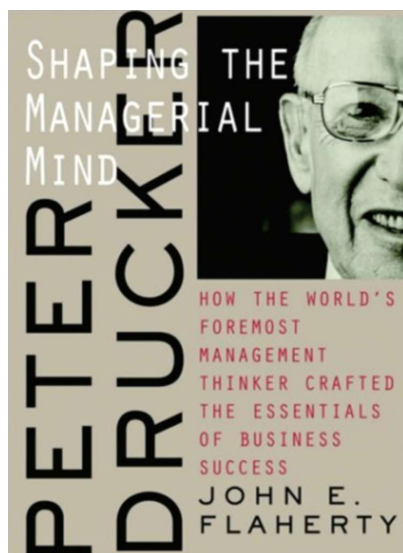
(Robert W. Woodruff , 1889——1985)

罗伯特·伍德拉夫出生在佐治亚州，他父亲是一家大型信托企业的董事长。伍德拉夫学业并不出色，但进入职场之后，很快获得成

功。虽然他最早是做汽车销售的，但在33岁那年，他掌管了可口可乐公司。他将一个规模很小的软饮料制造商和灌装厂打造成世界知名的大企业。晚年的伍德拉夫极其热心于慈善事业，创办了一个以他的姓氏命名的大型基金会。

伍德拉夫的个人信条很好地解释了他一生中取得如此巨大的成功的原因：

“如果一个人不在乎功劳记在谁身上，那么他的成就和地位就不可限量。”



彼得·德鲁克

(Peter Drucker , 1909——2005)

彼得·德鲁克出生在奥地利，他在奥地利和英格兰接受教育。在德国担任报社记者期间，他获得了公共法和国际法的博士学位。后来他以经济学家的身份在伦敦一家银行工作，并在1937年移居美国。先后在本宁顿学院、纽约大学任教，1971年开始在克拉蒙特大学研究生院担任教授，现在克拉蒙特大学的管理学院就以他的名字命名。他为许多企业和非盈利组织担任了数十年的顾问。

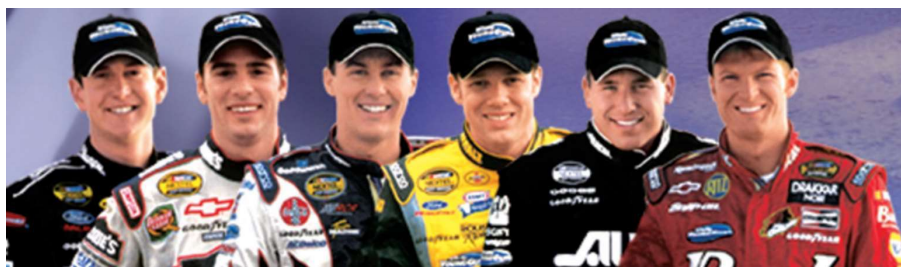
德鲁克写过大概30本书，内容涉及管理学、哲学和其他学科，被认为是当代组织理论领域的主要思想家、作家和导师。2002年，他获得总统自由勋章。

伯克希尔的股票投资实践还有一点值得拿出来进行比较：到目前为止，伯克希尔几乎不直接进行海外投资，而现在基金会的海外投资很多。

关于这种背道而驰的历史，我想说我同意彼得·德鲁克的观点：跟其他利益相比以及跟大多数其他国家相比，美国的文化和法律制度特别照顾股东的利益。实际上，在许多国家，股东权益并没有得到很好的保护，有许多东西比股东权益更重要。我想许多投资机构低估了这个因素的重要性，也许是因为人们很难用现代的金融工具来对它进行定量分析。但有些因素并不会因为“专家”无法很好地理解而失去它们的重要性。总的来说，相对于对国外的企业进行直接投资，我倾向于伯克希尔通过投资类似可口可乐和吉列那样的公司来参与全球经济。

最后，我将会给出一个具有争议性的预测和一个具有争议性的看法。

这个具有争议性的预测是，如果你们更多地采用伯克希尔·哈撒韦的投资方法，从长远来看，你们不太可能会后悔，即使你们不会有沃伦·巴菲特免费为你们工作。伯克希尔倒有可能会后悔，因为它将会面临许多聪明的投资竞争对手。但伯克希尔不会真的因为你们变聪明之后能够与我们一较短长而后悔。我们不吝于和别人分享我们对现实的总体看法，因为我们只想要我们能够获取的成功。



“吉列名人车队”——从左到右：库尔特·巴克斯、吉米·约翰逊、凯文·哈维克、马特·肯萨斯、瑞恩·纽曼和小戴尔·恩哈特——2004年第一次参加“纳斯卡杯”汽车大赛，包揽了该赛季36站中的18个冠军。纳斯卡赛车在全世界范围内越来越受欢迎。

现在越来越多的基金采用这些高成本的复杂投资方法，我的具有争议性的看法实际上是另一个反对现状的理由。即使我的怀疑是错误的，这些方法真的能够取得很好的收益，如此的赚钱活动也很有可能会产生严重的反社会效应。情况必定如此，因为这种活动将会加剧现在出现的一种有害的趋势，美国越来越多有道德感的青年才俊醉心于收益丰厚的

资产管理及其随之而来的现代摩擦，而对那些能够给别人带来更多价值的工作则不屑一顾。资产管理人員并没有树立起良好的榜样。从前的查理·芒格为这些年轻人提供了一种可怕的职业榜样，因为与他从资本主义得到的好处相比，他对文明作出的回报还不够多。

我并不推荐使用这些方法，而是建议基金采用一种更有成效的办法，就是对少数几家广受赞誉而且名副其实的国内公司进行长期的集中投资。

为什么不模仿本杰明·富兰克林呢？毕竟，本老在为公众服务方面效率非常高。他也是一个非常优秀的投资者。我认为他的模式比伯尼·康非德的模式更好。你们应该选哪个是显而易见的。

重读第六讲



自从我在1998年发表这次演讲以来，时间过去了很久，又有很多事情发生了。现在是2006年，我所批评过的投资行为更为加剧了。

特别值得一提的是，股票市场投资者的摩擦成本增加了很多，进入投资界的青年才俊也越来越多，可惜他们扮演的角色跟赛马情报员在马会上起到的作用差不多。

实际上，我最近听沃伦说，如果目前的投资风气蔓延到马会，大多数赌徒将会花高价聘请私人情报员，试图以此来改善他们的收益。

然而，就在那些热爱摩擦成本的人继续为他们热爱的东西花更多钱的同时，越来越多的人在投资股票时采用了成本几乎可以忽略不计的指数投资法。这个规避成本、追踪指数的群体增长的速度虽然不够快，不足以抑制总摩擦成本的增长，但越来越多的持股方式正在慢慢转向消极的、指数化的模式。



赛马就是投资，投资就是赛马

查理喜欢比较赛马的彩池投注系统和股票市场之间的共同点。此外，他还把最好的投资机会比喻为赛马中定错价格的赌局，他说：“我们要寻找一匹获胜几率是1/2、赔率是一赔三的马。”

沃伦·巴菲特同样也喜欢拿赛马和股市进行比较。巴菲特小时候被大量涉及体重、速度排名、步速、以往表现和血统等因素的资料迷住，于是对赛马产生了浓厚的兴趣。他曾经和朋友合作出版了一份叫做《马童之选》的投注指南，在奥马哈的加斯拉布赛马场（Ak-Sar-Ben racetrack，倒过来拼写的“内布拉斯加”）销售。

巴菲特今天的投资业绩可能得益于他早年研究赛马的经历。这两个领域都有大量的资料，都有已知和未知的变量，都有不同的学派研究怎样才能最好地评估这些因素。不出意料地，巴菲特在这两个领域使用的方法是相同的。

下面这段文字便是明证，它出自悦诗农场（Innisfree Farm）在1993年推出的第14版《莱斯赛马年报》：

回到赛马这个主题，大多数赌马的人属于两个流派：“速度派”和“旅途派”。速度派的赌徒很像股票市场上的动量投资者，认为跑最快的马能够赢得比赛（我们不都是这样吗？）。旅途派更关注的是马匹在“旅途”中遇到的各种细节。当天的赛道对前领型马匹（closers）有利吗？那匹马排位靠后吗？那条赛道有很多直道吗，还是没有直道？股票市场的传奇投资人物沃伦·巴菲特年轻时曾出版过一份赛马投注指南。他曾在描述他的投资风格时自称为旅途派赌徒。他的同行几乎没有人能听懂这句话；赌马者当然能听懂。

下面这个事实增加了《莱斯赛马年报》上述观点的可信性：该刊物预测1993年肯塔基赛马大会的获胜者是“海洋豪杰”（Sea Hero），“海洋豪杰”确实赢了，让那些花2美元买它获胜的聪明人得到了27.8美元的高回报。

Ak-Sar-Ben Clubhouse
Omaha, Nebraska



ARGUE PEARSON HARBISON & MYERS, LLP
ATTORNEYS AT LAW

DON M. PEARSON
STEPHEN F. HARBISON
WILLIAM A. JONES
ANTHONY M. VIENNA
THOMAS R. SCITLSON
A LAW CORPORATION

801 SOUTH FLOWER STREET
LOS ANGELES, CALIFORNIA 90017-4999
(213) 422-3100
FAX
(213) 627-7575
JOHN C. ARGUE
OF COUNSEL
LOUIS W. MYERS
(213) 422-3100
OUR FILE NUMBER

July 31, 1998

Charles T. Munger, Esq.
HCR 00 Box 94
Cass Lake, MN 56633

亲爱的查理:

我们这个星期才一起吃过早餐,我现在又给你写信了。是这样的,我受托邀请你在今年10月14日(星期三)基金会财务总监联合会的集会上发表演讲。该联合会将于当天在洛杉矶开会。它的成员是美国大多数大型私立基金的投资总监和财务总监,这些人掌管的资产大概有1300亿美元。此外,有些来自杰出的欧洲基金会的代表也将会出席。

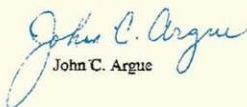
该联合会的使命是分享投资知识和投资经验,培养强大的人脉,以便能够彼此帮助,在必须作出投资决定的时候分清良莠。

会议的举办地点是圣塔莫妮卡的米拉马尔喜来登酒店,目前正由康拉德·希尔顿基金会、业余运动员基金会、保罗·盖蒂信托基金会和里奥·弘多纪念基金会在操办。会议的主题是关注目前处于高位的美国大市值公司的股票市场,并探索这个市场的可能替代品。

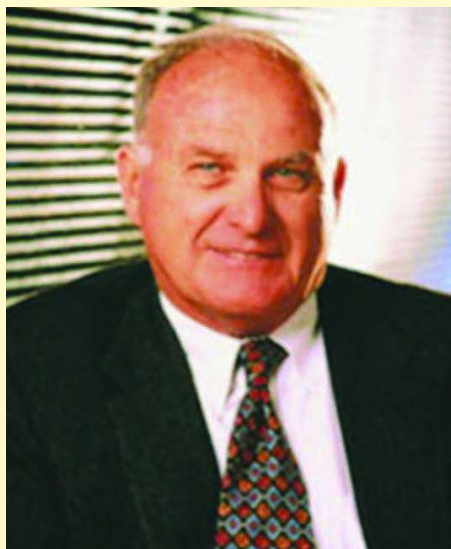
关于演讲的内容,你有很大的自由度。我认为他们愿意接受你从丰富的投资经验中得出的观点的挑战。在该会议上和你一起发表演讲的将会是巴里·穆尼兹,盖蒂信托基金的新头脑。

我恭喜你答应这次请求。你有很多知识可以传授给这些投资总监和财务总监,他们可以借鉴你的建议。其他演讲者和主办方也热烈期待你的到来。非常感谢。

Sincerely,


John C. Argue

JCA/cg



上面是约翰·阿尔古邀请查理给基金会财务总监联合会发表演讲的信件。



下面是美国先锋集团（Vanguard）的约翰·博格尔（注：博格尔，1929——，美国大型指数基金管理公司先锋集团的创办人和前CEO，是倡导股票指数投资先驱）向查理请求这次演讲的文字稿的信件。



John C. Bogle
Senior Chairman

December 9, 1998

Mr. Charles T. Munger
Munger, Tolles & Olson LLP
355 South Grand Avenue
Thirty-Fifth Floor
Los Angeles, CA 90071-1560

亲爱的芒格先生：

巴顿·比格斯 (Barton Biggs) 在他的报告中对你10月14号发表的演讲赞不绝口。和你比较起来，我真是自惭形秽，但我完全赞同你的观点。如果你能把这次演讲的文字稿寄给我，我将会感激不尽。

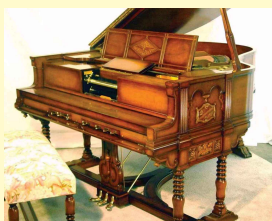
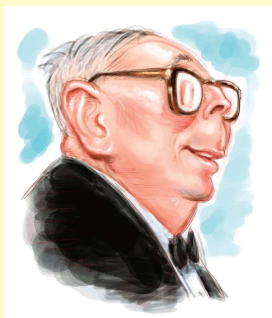
我认识沃伦·巴菲特很多年，近些年也结识了鲍勃·邓汉姆 (注：芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所合伙人，西科公司董事)，他是我在独立准则委员会的同事。他在委员会表现出来的才华让我印象深刻。也许将来我也能够认识你。我希望有这样的机会。

Sincerely,

JCB/eas

Post Office Box 2600, Valley Forge, Pennsylvania 19482-2600
610-669-2000 • www.vanguard.com

“我没有什么要补充的”第五篇



我们继续这个问题，这次谈到的是表演艺术：

问：你会弹钢琴吗？

我不知道。我没弹过。



这次演讲是在2000年11月帕萨迪纳慈善圆桌会议上发表的。《基金会新闻和评论》的佐迪·科尔蒂斯对查理的评价让查理的家人和好友感到很意外，她说查理很像“一位友好的老伯伯，为人十分幽默风趣”。

查理这次演讲的目标跟上次演讲相同，也是为了让基金会少犯错误，教它们如何进行有效的投资，尽量减少浪费。查理指出，许多基金会经常作出不明智的举动，是因为“没能理解它们自身的投资操作和大环境之间的密切关系”，不理解自身的投资操作也是整个大环境的一部分。查理可不是那种会给人留情面的人，他大胆而坦率地要求他的听众别再无知下去了，因为他们的无知已经危及各个基金会和那些依赖它们的人。查理自造了“捞灰金”这个词（意思跟挪用公款差不多），用它来解释层层多余的投资经理和投资顾问剥夺基金会财富的现象。

第七讲

在慈善圆桌会议早餐会上的讲话

2000年11月10日

今天我在这里要谈的是美国股市上涨带来的所谓“财富效应”。

首先我要坦白相告，“财富效应”是学院派经济学研究的内容，我从来没有上过哪怕一节经济学课，也从来没有通过预测宏观经济的变化而赚到一分钱。

然而我认为，大多数拥有博士学位的经济学家低估了基于普通股的“财富效应”在当前这种极端情况下发挥的威力。

现在每个人都同意两个观点：第一，当股价上涨时，消费意愿会跟着上涨，而当股价下跌时，消费意愿也会跟着下跌；第二，消费意愿对宏观经济而言至关重要，然而，对于“财富效应”的规模和时机，财富效应和其他效应之间的相互关系，包括像股价的上涨会促进消费的增加，而消费的增加则会催动股价的上涨这样明显的道理，各个专业人士的意见并不一致。当然啦，即使消费保持平稳，股价上涨也能提升企业的盈利，因为股价上涨之后，退休金成本的累积也会下降，之后股价趋向于进一步上涨。因而，“财富效应”涉及许多复杂的数学谜题，尚未像物理学理论那样被解释得清清楚楚，我们也没有能力做到这一点。

The PHILANTHROPY ROUNDTABLE

慈善圆桌会议

20世纪70年代成立于华盛顿特区的慈善圆桌会议是一个由捐赠人构成的非正式组织，其宗旨是通过各种方法来改善个人和社区的处境。目前，参加慈善圆桌会议的成员超过600名。



有两个原因使得目前美国股票价格上升造成的“财富效应”特别有

趣。第一，当前大量上市公司的股价突飞猛进，而且股价上涨的速度比国民生产总值快多了，这种情况是史无前例的，所以相关的“财富效应”肯定也是前所未有的惊人。第二，日本过去10年来的情况让经济学界感到震惊，使得人们极其担心“财富效应”反向作用引发的经济衰退。

日本的金融界非常腐败，该国的股票和地产价格在很长一段时间内涨幅极大，和美国相比，其实体经济增长的幅度也很大。但随后资产的价格急剧下跌，日本的经济一蹶不振。在此之后，日本这个现代经济体开始努力地、长时间地将它学到的各种貌似正确的凯恩斯理论和货币政策派上用场。许多年来，日本政府不但背负了巨额的财政赤字，而且还将利率一直保持在接近零的水平线上。尽管如此，年复一年，日本的经济依然没有起色，因为日本人的消费意愿对经济学家们的任何招数都无动于衷。日本的股票价格也始终低迷。日本这种前车之鉴足以让每个人坐立不安，假如同样的事情在美国发生，财富大幅缩水的慈善基金将会抱怨自己生不逢时。有人认为日本的糟糕局面在很大程度上是由日本特殊的社会心理和腐败造成的，我们应该希望这种说法是正确的。这样的话，美国的经济才多少有点安全可言。

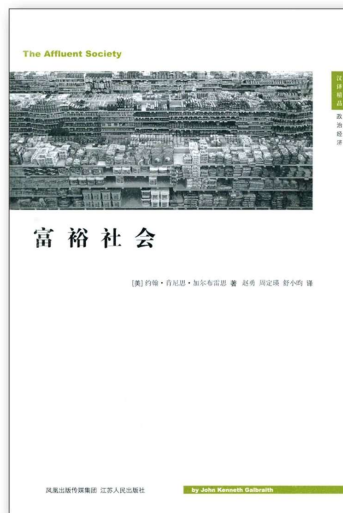
好了，现在假定受股票价格影响的消费意愿是很重要的课题，而且日本的衰退让人感到担忧。那么美国的股票价格对经济产生了多大的影响呢？如果让经济学专家主要依靠美联储收集的数据来进行分析，他们的结论可能是这样的：股票价格拉动消费的“财富效应”并没有那么大。毕竟，抛开退休金不算，美国家庭净资产在过去10年来增长的幅度可能还不到100%，平均每个家庭的资产仍然不是很多，而且流通股的市值可能还占不到扣除退休金之后的家庭净资产的1/3。除此之外，美国家庭的股票资产的集中程度高得几乎不可思议，那些超级富豪的消费和他们的资产是不成比例的。不算退休金的话，最富裕的1%的家庭可能拥有大约50%的股票市值，而最贫穷的80%的家庭可能只拥有4%。

根据这些资料以及过去股票价格和消费支出之间不太明显的关系，专业经济学家很容易得出下面的结论：就算每个家庭将其股票资产的3%用于消费，过去10年的这次持续的、史无前例的股价大涨每年对消费支出的拉动也不到0.5%。

我认为这种经济学思考跟现实有很大的脱节。在我看来，这些经济学家所用的数据是不对的，他们所提的问题也是不对的。让我这个彻底的门外汉斗胆提出一种更好的解释。



1974年，布达佩斯实用艺术和手工艺学院室内设计系的讲师厄尔诺·卢比克为他的一项发明注册了专利，这项发明就是现在众所周知的魔方。卢比克的初衷是创造一个既有观赏价值又能比现有任何智力游戏更加考验思考能力的三维物品。



约翰·肯尼斯·加尔布雷思

(John Kenneth Galbraith , 1908——2006) 约翰·肯尼斯·加尔布雷思出生在加拿大的安大略省，从安大略农学院毕业后，到伯克利加利福尼亚大学攻读博士学位。他于1949年到哈佛大学经济学系担任教职。加尔布雷思是约翰·肯尼迪总统的好友，曾在1961年到1963年担任美国驻印度大使。

作为一名经济学家，加尔布雷思持有改良派的价值观，他写了许多描述经济理论如何与现实生活相悖的著作。他最出名的作品是：《美国资本主义：抗衡力量的概念》（1952年）、《富裕社会》（1958年）和《新工业国家》（1967年）。

首先，有人告诉我，由于操作上的困难，美联储的资料收集并没有正确地考虑退休金的影响，包括401(k)计划（美国私人企业中流行的养老计划）和其他类似计划的影响。这种说法可能是对的。假设有个63岁的牙医，他的私人退休金账户里面有价值100万美元的通用电气股票。这些股票的价值上涨到200万美元，这位牙医觉得自己发财了，于是把他那辆非常破旧的雪佛兰卖掉，用当前很普遍的优惠价格租了一辆全新的凯迪拉克。在我看来，这位牙医的消费就明显体现出很大的“财富效应”。我怀疑在许多使用美联储资料的经济学家看来，这只是牙医在挥霍无度而已。而我认为这位牙医，还有许多像他一样的人，他们之所以大手大脚地花钱，是有一种强大的、跟退休金相关的“财富效应”在作祟。因此，我认为当前退休金计划造成的“财富效应”远远比以往大，绝对不可以忽略。

另外，传统的经济学家在思考过程中往往漏掉了“黑金”（“bezzle”）的因素。让我来重复一下：黑金。

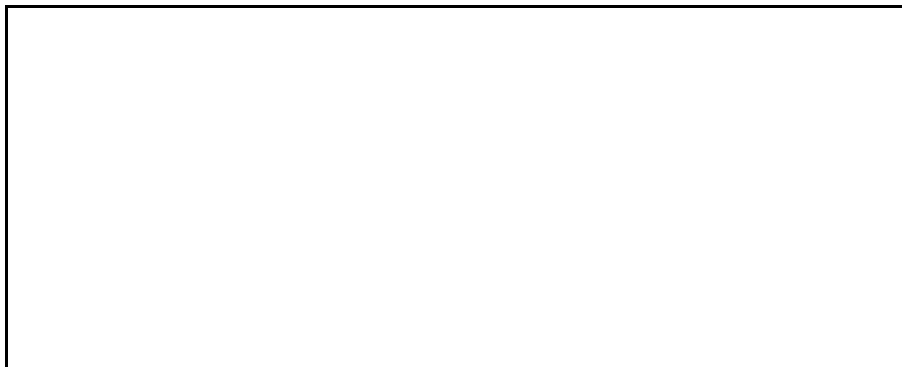
黑金这个词跟贪污有关，哈佛大学经济学系教授约翰·肯尼斯·加尔布雷思用它来指在尚未败露的贪污中得到的金钱。加尔布雷思发现，黑金对消费有非常强烈的刺激作用。毕竟，贪污者花钱更大手大脚，因为他的钱来得更容易，而且他的雇主的支出将会一如既往，因为雇主尚不知道其财产已经被“偷”走了。

但加尔布雷思并没有铺开他的洞见，他满足于（在经济学思考上）提供一些牛虻式的刺激。所以我打算进一步发挥加尔布雷思的“黑金”概

念。正如凯恩斯指出的，在依靠劳动换取收入的原始经济中，当女裁缝把一件衣服以20美元的价格卖给鞋匠时，鞋匠就少了20美元可以消费，而女裁缝则多了20美元可以用。总消费支出并没有受到lollapalooza效应的影响。但如果政府印刷了另外一张20美元的钞票，用它来买一双鞋，鞋匠多得到了20美元，可是没有人觉得自己的钱变少了。当鞋匠下次再买一件衣服的时候，这个过程就重演了，不会无休止地持续放大，但会产生所谓的凯恩斯乘数效应，这是一种促进消费的lollapalooza效应。同样地，和同等规模的诚实交易相比，尚未败露的贪污得来的钱对消费的刺激效应更大。加尔布雷思是苏格兰人，喜欢深刻地揭示生活的世态炎凉。毕竟，这个苏格兰人还热衷于接受命中注定、无法改变的婴儿诅咒这样的荒唐想法。我们大多数人并不喜欢加尔布雷思的观点。但我们不得不承认，他有关“黑金”的看法基本上是正确的。

加尔布雷思无疑发现了由于“黑金”的增加而出现的凯恩斯乘数效应。但他在这里就停下了。毕竟“黑金”不可能增长到非常大，因为大规模的贪污迟早会被发现，被吞掉的钱迟早要吐出来。因而，私人“黑金”的增加跟政府的消费不同，它并不能在相当长的一段时间里驱动经济向上发展。

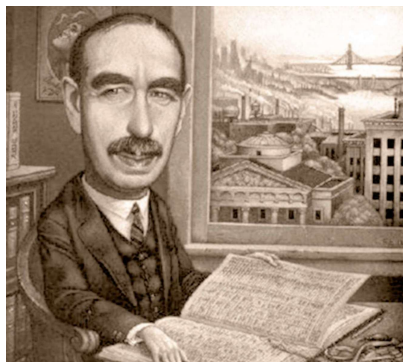
加尔布雷思认为“黑金”对整体经济的影响显然有限，他没有顺理成章地追问：是否有些东西起到的作用跟“黑金”相同，而且它的数额足够大，也不会在短时间内自我消亡？我对这个问题的答案是肯定的。我将会像加尔布雷思那样，也来生造几个词：第一个是“灰金”，代表作用跟“黑金”相同的东西；第二个是“捞灰金”，用来描绘创造“灰金”的过程；第三个是“灰金客”，专指那些“捞灰金”的人。然后我将会指出，一个重要的“灰金”来源就在这个房间里。我认为你们这些人恰恰创造了大量的“灰金”，因为在处理你们所持有的大量普通股股份时，你们在投资管理上采用了许多不明智的措施。





世俗智慧告诉我们，循规蹈矩的失败比离经叛道的成功更能带来好名声。

——约翰·梅纳德·凯恩斯



如果一个基金，或者其他投资者，每年将3%的资产浪费在多余的、不带来任何收益的管理成本上，而其管理的股票投资组合正处于急速上涨的阶段，那么它仍然会觉得变富裕了，尽管浪费的钱不少；而那些得到被浪费的3%的人虽然其实是“灰金客”，却认为他们的钱是通过正当渠道赚来的。这种情况起到的作用跟那些尚未败露的、肆无忌惮的挪用公款差不多。这个过程能够自我维持很长的时间。而且在这个过程中，那些得到3%的人貌似在消费自己赚来的钱，但他们花的钱其实是来自一种

隐蔽的、由股票价格上涨带来的“财富效应”。



这个房间里有许多人饱受岁月的摧残——我指的是我这一代人和下面一代人。我们倾向于认为勤俭节约、避免浪费是好事情，这种作风给我们带来了很多好处。可是长久以来，经济学家认为非理性的花销是成功经济不可或缺的一部分，这让我们感到既困惑又不安。我们不妨把非理性的花销叫做“傻子消费”。讲完“傻子消费”之后，接下来我要向你们这些老派价值观持有者讲的是“捞灰金”——跟挪用公款起到相同作用的行为。一大早跟你们讲这些可能不太好。但请你们相信，我并不喜欢“捞灰金”这个话题。我只是认为现在“捞灰金”的行为很普遍，给经济造成了很大的影响。而且我也认为人们应该认清现实，即使并不喜欢它；实际上，当不喜欢它的时候，就更应该认识清楚。我还认为人们应该高兴地接受通过仔细思考而无法破解的悖论。即使在纯数学领域，他们也无法解决所有悖论；我们更应该明白，有许多悖论是我们不管喜欢与否，都必须接受的。



趁这个机会我想提一句，刚才我说投资机构每年将3%的资产浪费在股票投资管理上，但许多机构浪费的远远不止这个数字。在我向那些基金会财务总监发表过讲话之后，有个朋友寄给我一份有关共同基金投资者的研究报告摘要。这项研究的结论是，在一段为期15年的时间里，一般共同基金的投资者年均回报率是7.2%，而这些股票基金同期的年均回报率是12.8%（可能是扣除成本之后的）。不管基金扣掉成本之后，每年的收益比股票市场落后多少个百分点，在此之上基金投资者的每年实际收益同基金本身的回报率相差超过5%。如果这份共同基金研究大体上是正确的，那么慈善基金像共同基金个人投资者那样频繁更换投资经理的做法就很成问题了。如果这份开放式基金研究提到的收益差确实存在，那么它非常有可能是由下面这种不明智的做法引起的：不断地解雇业绩落后的投资经理，把他们选中的股票彻底清仓，然后再聘请新的投资经理，给他们施加很大的压力，要他们重新买进一些股份。



这种超快速的卖出买进无助于改善客户的投资结果。一直以来，我对这份报告中所提出的问题深感烦恼。我如实地描述的现象看起来太过

可怕，以至于人们往往认为我言过其实。接下来呢，新出现的情况会比我这种令人难以置信的可怕描述来得可怕得多。怪不得芒格对现实的看法总是不会广受欢迎。这也许是我最后一次受邀向慈善基金会发表演讲。



当前美国所有公司的职工股票期权高达7500亿美元，由于不断有旧的期权变现，不断有新的期权加入，这笔财富的总数是不固定的，但总是不停地增长。如果再考虑到职工股票期权管理中的“捞灰金”行为，和普通股相关的“财富效应”对消费的刺激作用就更大了。目前标准会计规则不把股票期权当作公司成本，在这种腐败会计行为的助长下，由职工股票期权引起的“财富效应”实际上是“灰金”效应。

接下来，考虑到标准普尔指数每上涨100点，股市总值就增加1万亿美元，再加上与所有“捞灰金”行为相关的凯恩斯乘数效应，我认为宏观经济的“财富效应”比普遍认为的要大得多。

股票价格造成的总“财富效应”确实非常大。而很不幸的是，股票市场会因过度投机而出现巨大的、愚蠢的疯涨。股票有些部分像债券，对其价值的评估，大略以合理地预测未来产生的现金为基础。但股票也有点像伦勃朗的画作，人们购买它们，是因为它们的价格过去一直都在上涨。这种情况，再加上先涨后跌的巨大“财富效应”，可能会造成许多祸害。让我们通过一次“思维实验”来弄清楚这个道理。英国有个大型的退

退休金基金曾经买进许多古代艺术品，打算10年后抛售。10年后它确实抛售了，赚取的利润还过得去。假如所有退休金基金用全部资产来购买古代艺术品，只买古代艺术品，那最终会给宏观经济带来什么样的糟糕结果呢？就算只有一半的退休金基金投资古代艺术品，难道结果不也会很糟糕吗？如果所有股票的价值有一半是疯狂哄抬的结果，这种情况不是跟半数退休金基金的资产都是古代艺术品一样可怕吗？



《戴珍珠耳环的女孩》

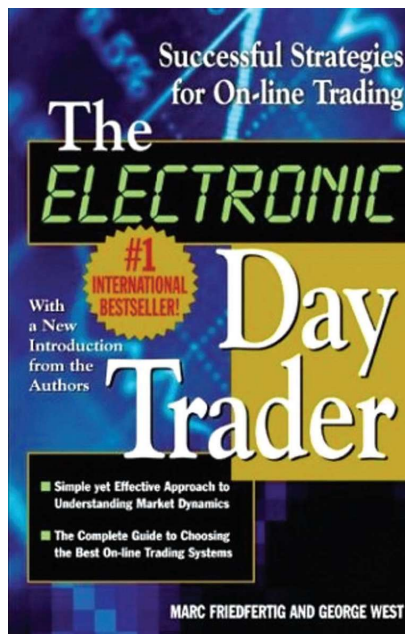
(Girl with a Pearl Earring)

我认为现在的股票价格被非理性地抬高了，这种观点与你们曾经从那些误人子弟的教授那里像聆听福音一样恭恭敬敬地学到的“有效市场”理论恰好相反。你们那些误人子弟的教授太过信奉经济学中的“理性人”假设，对心理学中的“非理性人”理论则所知甚少，也缺乏实际的生活经验。人类跟旅鼠一样，在某些情况下都有“集体非理性”的倾向。这种倾向导致聪明人产生了许多不理智的想法，做了许多不理智的行为——比如说出席今天会议的许多基金会的投资管理实践。如今每个机构投资者最害怕的事情就是它的投资实践和大家的不同，这是很可悲的。

好啦，在这个早餐会上，我不自量力的分析就到这里。如果我是正确的，和以前的繁荣更大的时期相比，当前的经济繁荣更大地受到与普通股相关的各种“财富效应”的影响更大，其中有些“财富效应”令人感到恶心。如果是这样的话，当前经济繁荣的程度越高，将来股票下跌的幅度就会越大。那些经济学家也许终将认识到，当股票市场的上升和下跌被人们当作趋势时，股票市场下跌给选择性消费带来的压力就大于股票市场上升时带来的拉力。我认为经济学家要是愿意借鉴其他学科最好的思想，或者只要更加仔细地观察日本的情况，他们早就会明白这个道理了。

说到日本，我这里也想提出一个想法，我认为从非常长远的角度看，经济活动中可能存在一种“道德效应”——比如说，当年威尼斯之所以盛极一时，完全得益于复式簿记法对当时道德行为的推动；与此相反，目前做假账的情况泛滥成灾，从长远来看，这最终将会造成严重的恶果。我的建议是，当金融界的情况开始让你们想到索多玛和蛾摩拉（注：《圣经》中记载的两座罪恶之城，被上帝用天火焚烧毁灭），你们就是再怎么想参与其中也必须恐惧由此带来的可怕下场。

最后，我认为我今天的演讲，以及我上次对一些基金会财务总监所作的演讲，并不是为了让慈善基金会掌握一些投资技巧。如果我的看法没错，几乎美国所有基金会都是不明智的，因为它们没能理解自身的投资运作和大环境之间的密切关系。如果是这样，情况可不太妙。生活中有个粗略的道理是这样的：如果一个机构在复杂的大环境中有一方面做得不够好，那么它其他方面也非常有可能做得不够好。所以我们不但需要改善基金的投资实践，而且也要提高基金捐赠的智慧。有两个古老的法则能够引导我们：一个是道德的法则，一个是谨慎的法则。



人们可以把20世纪90年代股市盛行的当天买进、当天卖出的做法视为“集体非理性”的典型。



詹姆斯·博斯韦尔和塞缪尔·约翰逊

詹姆斯·博斯韦尔（James Boswell，1740——1795）是苏格兰的律师和杂文家。在塞缪尔·约翰逊去世之后第七年，也就是1791年，博斯韦尔出版了两卷本的《塞缪尔·约翰逊传》，随即声名大

噪。1763年，博斯韦尔和约翰逊相识于伦敦一家书店，并很快成为好朋友。

道德的法则来自塞缪尔·约翰逊，他认为对于一个身居要位的官员而言，保持可以轻易消除之无知就是在道德责任上的渎职。谨慎的法则是一句广告中蕴含的道理：华纳及史瓦塞公司有句机械工具的广告语说：“需要新的机器而尚未购买的公司，其实已经在为它花钱了。”我相信这个规则对于思想工具来说也同样适用。如果你们缺乏正确的思想工具，你们，以及你们试图要帮助的人，就已经深受你们这种可以轻松消除之无知的毒害。

Send to →

The PHILANTHROPY ROUNDTABLE

April 12, 1999

DOLE → 4/13/99

Mr. Charles T. Munger
Vice-Chairman
Berkshire Hathaway Inc.
Post Office Box 55007
Los Angeles, California 92055

VIA FAX (213) 680-3677

谢谢你的夸奖和邀请，但我想说的话全说完了。我欣赏你们的工作，但去演讲的事情，我看就算了吧。

Sincerely
Charles Munger

亲爱的查理：

我谨代表慈善圆桌组织，邀请你在1999年10月28至29日（星期四和星期五）光临佛州那不勒斯丽嘉酒店，参与该组织的第八次年会，并在星期四或者星期五晚上发表重要演讲。根据我们得到的反馈，你最近发表在《慈善》杂志的文章很受欢迎，我可以非常有把握地说，我们的成员将会非常有兴趣听你谈谈基金会应该如何看待它们的投资，以及那些管理它们的人（“貌似什么都懂的、选择顾问的顾问”）。

简单来说，慈善圆桌是一个全国性的非盈利组织，其成员超过500名，均是个人或机构捐赠者；也就是说，这些成员把慈善当成事业来做，其个人成员和他们的家人都非常认真地支持慈善事业。我们想要为大大小小的捐赠者提供启发性的、有用的信息。我们一致认为，真正的慈善事业应该以帮助受捐赠者独立自主为宗旨，不能让受捐赠者养成依赖性。这次年会的主题是如何从20世纪的慈善业中吸取最好的经验，同时开拓创新，在我们进入新千年的时候，推动美国慈善业的发展。我们估计出席的捐赠者将会超过300名。

圆桌组织每年在全国各大城市根据捐赠者感兴趣的话题召开若干次区域会议，并举办一次大型的全国性年会。去年我们的年会在圣安东尼奥召开，J. P. 摩根和约翰·洛克菲勒的传记作者罗恩·切尔诺夫发表了题为“重新向伟大的工业大亨学习”的演讲，阐述了洛克菲勒持续多年地致力于慈善事业的故事。

1150 17TH STREET N.W., SUITE 503
WASHINGTON, D.C. 20036
TEL (202) 822-8333 FAX (202) 822-8325
WEB SITE: <http://philanthropyroundtable.org>
EMAIL: info@philanthropyroundtable.org

这是慈善圆桌组织邀请查理发表演讲的信，上面有查理谢绝的答复。查理后来改变了主意，同意在翌年发表演讲。

重读第七讲



现在看起来，2000年11月发表的这次演讲在当时非常及时，因为自那以后，股市令人不愉快的现象愈演愈烈，尤其是对高科技股而言。

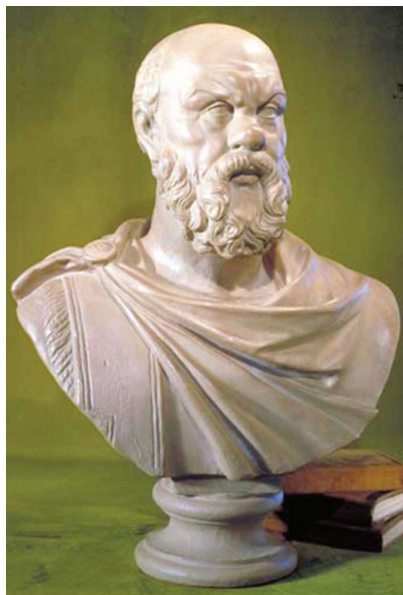
但据我所知，听过这次演讲，或者看过这篇讲稿的人，完全没有人作出理论的回答。我仍然认为多余的投资成本催生的“捞灰金”行为给宏观经济造成了重大影响。可惜没有任何受过经济学训练的人试图和我探讨这个问题。

这种漠视并没有让我灰心，我打算进一步发挥我的理论，结合第六讲和第七讲中的推理，通过“思想实验”继续讨论投资成本的问题。

假设在2006年，股票的价格上涨了200%，而企业的盈利没有增长，那么全部美国企业的所有可合理分配的利润加起来，尚且没有股票持有者的投资成本多，因为这些成本上涨的比例跟股票价格是一样的。只要这种情况延续下去，扣除投资成本之后，全部企业的所有者将得不到一分钱。而那些摩擦成本制造者所得到的，反而比全部可合理分配的企业利润还要多。到了年底，企业所有者若想赚钱，只能将他们持有的股份卖给“新资金”的提供者。而那些提供“新资金”的人由于付出了持续高涨的投资成本，只能指望股票的价格将会无休止地上涨，而股票持有者将得不到任何净利润，除非把股票卖给又一批“新资金”的提供者。

在许多摩擦成本制造者看来，这种怪异的状态是最理想的，企业可合理分配的利润100%地落到他们手里是天经地义的，落到股东手里才是浪费。有些经济学家也会认为这样的结果很好，因为这是自由市场的结果。但在我看来，这种怪异而令人不安的现象无疑更像是如下三种东西的结合体：（1）贪婪地收取不合理的手续费的赌场；（2）与明显不适合养老基金参与的天价艺术品市场相同的庞氏骗局；（3）终将破裂并且可能给宏观经济造成恶果的投机泡沫。这种情况很有可能给各种社会文明制度带来极大的破坏。

我认为要是出现这样的局面，哪怕没我说的那么严重，美国的声誉也会受到伤害，而且理所当然。



请爱护你的声誉，像珍惜你最贵重的珠宝那样——因为信誉就像火焰，点着之后，你可以轻松地让它燃烧，可是一旦把它扑灭，你必须很费力才能再次点燃它。获取好声誉的办法是努力成为你想要成为的人。

——苏格拉底



会计行业在公司渎职中扮演了为虎作伥的角色，查理通过这篇道德寓言剧宣泄了他对此现象的愤怒。这篇讲稿是查理在2000年夏天度假时亲手写下的，他预测将于2003年浮出水面的丑闻提前败露了，直到今天仍是重要的话题。

早期的宽特科技公司有点像C. F. 布劳恩工程公司（C. F. Braun Engineering）；查理非常钦佩这家公司的创始人卡尔·布劳恩。（布劳恩公司后来整体出售给科威特政府，所以晚期的宽特科技公司并不是以C. F. 布劳恩为原型编造出来的。）

查理记录了领导层的更换如何导致非常成功的公司变成平庸的企业——甚至更糟糕，变成一家声名狼藉、关门大吉的企业。当新管理层采用现代的金融工程技巧，特别是启用了股票期权的激励制度却没有将股票期权算作公司的成本时，一切都完了。

莎士比亚的戏剧《亨利四世》中说：“我们首先要做的是杀掉所有的律师。”曾是律师的查理可能会反对这个主意，但如果要杀的是会计师呢？那就……

第八讲

2003年的金融大丑闻

查理·芒格记录于2000年夏天

2003年爆发的金融大丑闻使得宽特科技公司——人们向来称之为宽特技术——突然间声名扫地。宽特科技这时已经是全国最大的纯工程企业，这是其传奇式创始人阿尔伯特·贝索格·宽特工程师多年苦心经营的结果。2003年之后，人们开始把宽特科技的故事当作一出两幕的道德剧。第一幕是伟大的创始人宽特的时代，被看作是道德高尚的黄金时代。第二幕是这位创始人的后继者的时代，被视为道德沦丧的时代，在这个时代的末期，宽特科技变得跟索多玛或蛾摩拉差不多。

这篇记录将会清楚地展示，宽特科技从好到坏的转变并不是在其创始人于1982年去世后突然发生的。1982年之后，该公司仍保留了许多好的作风，而早在1982年之前许多年，宽特科技所处的金融文化环境就已经出现严重的问题了。



在我们的故事中，宽特科技（Quant Tech）是一家虚构的工程公司，它经历了许多真实公司常见的弊端——特别是没有在会计报表中正确地反映出职工股票期权成本的致命伤。

要理解宽特科技的故事，我们最好把它当作一出经典悲剧，在剧中，只是一个漏洞就遭到了命运女神的惩罚。这个漏洞就是该国对职工股票期权的特殊会计处理。宽特科技和它的国家成了受害者。这次金融大丑闻的情节就好像是索福克勒斯笔下的悲剧。



1940年11月7日，华盛顿州皮尤吉特河塔科马湾上第一座吊桥垮塌，原因是施工不合格，该地区常年刮大风，设计方却没有正确地考虑到这个因素的影响。当时该桥才通车几个月。

1982年去世的时候，阿尔伯特·贝索格·宽特为他的继任者和造物主留下了一家非常繁荣和有为的公司。宽特科技惟一的业务是设计新型的发电厂，这种小型发电厂能够改善电力供应，而且超级清洁、超级节能，备受世界各国欢迎，给该公司带来了不菲的设计收入。

在1982年，宽特科技占据该行业的龙头地位，营业收入为10亿美元，而盈利高达1亿美元。它的成本主要是支付给参与设计的技术员工的薪酬。直接的员工薪酬成本占到营业收入的70%。在这70%里面，30%是基本工资，40%是依据创始人设计的一套复杂方法计算出来的奖金。所有薪酬都以现金支付。该公司没有股票期权，因为宽特先生认为对股票期权的法定会计处理方式“软弱、腐败和令人鄙视”，他不想企业做糟糕的账目，正如他不想做糟糕的工程设计。除此之外，这位老先生还坚持严格依据业绩标准来给个人或小组发放巨额的激励性奖金，而不愿意像其他公司那样采用股票期权作为激励机制，因为他认为那种做法是不可取的。

然而，即使在这位老先生的制度之下，大多数把毕生心血奉献给宽特科技的员工也已经变得富裕起来，或者肯定会变得富裕起来。之所以如此，是因为那些员工和其他不在公司任职的股东一样，也从市场上购买宽特科技的股票。这位老先生向来认为，他的员工既然拥有足以设计

发电厂的聪明才智和自律意识，当然会通过这种方式来好好为自己谋利。他有时候会建议员工去购买宽特科技的股票，但也就是到此为止，不会表现出更多的家长作风。

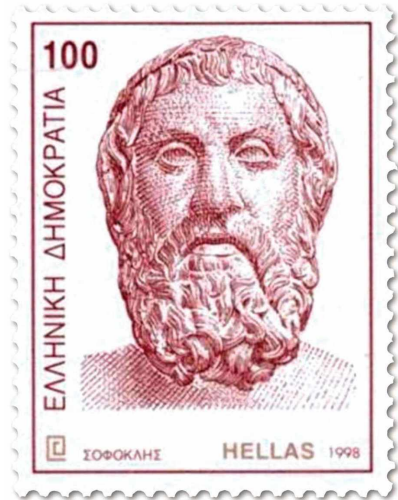
等到1982年他去世的时候，宽特科技完全没有债务，如果不是为了提高公司知名度，不管业务增长多快，它的运营根本就不需要股东的资金。然而，老先生相信本杰明·富兰克林的名言“空袋子很难竖起来”，他想要宽特科技巍然屹立。此外呢，他热爱他的企业和同事，总是希望手里持有大量的现金等价物，以便发生不测时有充分准备，或者遇到机会时能够抓得住。所以到1982年，宽特科技持有五亿美元的现金等价物，大概是年收入的50%。

1982年的宽特科技不但拥有健康的财务报表和行之有效的企业文化，还拥有快速变化、快速增长的行业中的关键技术，只要继续采用老先生的方法，在未来20年，它的年均利润必定可以达到收入的10%，而年收入增长必定可以达到20%。在这20年之后，从2003年开始，在很长一段时间内，宽特科技的利润将会继续保持在年收入的10%，而年收入的增长速度将会下降到每年4%。但没有人能够准确地预言这段不可避免的收入增长缓慢期将会从什么时候开始。

老先生为宽特科技设定的利润分配制度非常简单：他从来不派红利，而是把所有利润转换成现金等价物累积起来。

任何有经验的股票投资者都能看到，1982年是购入拥有大量现金的宽特科技的良机，当时它的市盈率只有15，而且尽管它的前景非常好，整个公司的市值只有15亿美元。既然公司前景很好，市值为什么很低呢？这是因为在1982年，其他很棒的股票的市盈率也只有15，甚至更少，这也是因为当时的利率很高，而且持股人此前多年的投资回报率相当令人失望。





索福克勒斯

(Sophocles, 公元前496年——公元前406年)

索福克勒斯是古希腊的编剧、剧作家、神职人员和雅典政治家，被认为是希腊的三大悲剧作家之一（其他两位是埃斯库罗斯和欧里庇得斯，他经常与这两个人展开戏剧竞赛）。索福克勒斯创作的剧本超过100部，包括亚里士多德在内的许多学者认为他是古希腊戏剧史上最伟大的编剧。他的存世作品中最著名的是悲剧《俄狄浦斯王》和《安提戈涅》。

宽特公司在1982年的低市值造成的后果之一，就是令那些董事感到不满意，老先生刚刚去世，他们就开始蠢蠢欲动。如果这个董事会很明智，他们会利用手头所有的现金和外面借来的资金大量买进宽特科技的股票。然而，这样的决定并不符合1982年常见的企业经营智慧，所以董事会作出了常见的决策。他们从宽特科技之外聘请了新的首席执行官（CEO）和财务总监（CFO），这些人来自一家实行员工股票期权激励计划的公司，该公司市值是年报披露利润的20倍，尽管其资产负债表比宽特科技差很多，利润的增长速度也没有宽特科技那么高。宽特科技的董事们聘请这两位新的高层管理人员的意图很明确，就是希望尽快提高公司的市值。



宽特科技新上任的管理层很快意识到，他们很难更快地提高公司的年收入，也很难增加宽特科技的利润率。创始人在这两方面已经做到了尽善尽美。新上任的管理层也不敢改变运作得如此之好的企业文化。因此，新管理层决定启动他们所谓的“现代金融工程术”，迅速采用各种尽管存在争议但又合法的手段以提高财务报表上的盈利，先从简单但是重大的改起。

命运弄人，这种让宽特科技的创始人原本极其憎恶的股票期权记账方法，现在却让新管理层的工作变得十分轻松，而且最终将会毁掉宽特科技的声望。当时美国通常的会计做法是这样的，假如先给了员工认股权，公司便可以将股票低于市场价卖给员工，折让给员工的部分就相当于现金（如果员工同时将股票以市场价格立刻卖掉的话），但在做账的时候并不用记为薪酬支出，从而不会影响年报披露的盈利。虽然这种特别奇怪的记账方法遭到某些最聪明正直的会计师的反对，但会计行业还是采纳了，因为大多数企业的管理人员不愿（会计师）将他们从行使股票期权中得到的收益算入公司成本，那样的话他们任职的公司的利润就会下降。会计行业在做出这个特别怪异的决定时竟然奉行的是那些跟优裕的资深会计师截然不同的人所奉行的准则。这项准则通常是那些食不果腹、无权无势的人遵守的：“谁给我面包吃，我就给谁唱歌。”幸运的是，税务部门并没有像会计行业那样采用这种特别怪异的记账方法。税务部门拥有基本的常识，理所当然地将行使股票期权获得的收益视为薪

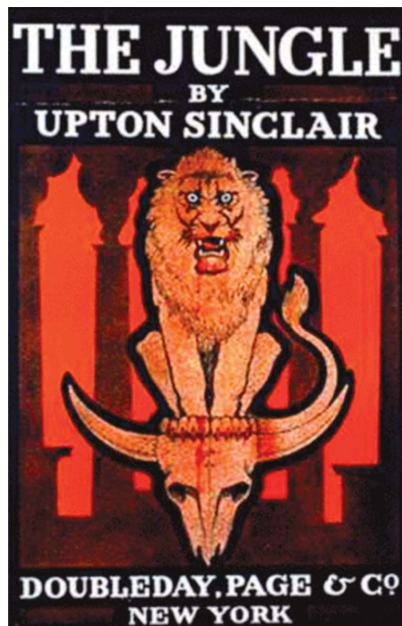
酬成本，在计算企业所得税的时候会把这部分减去。

宽特科技的新管理层精通金融业务，他们一眼就看出，只要使用这种特别怪异的记账方法，再加上完善的所得税征收制度，宽特科技会有极大的机会，只要采取非常简单的做法，就能增加其年报上披露的利润。宽特科技每年大量的成本本来就是发放给员工的激励性奖金，这为“现代金融工程术”提供了千载难逢的良机。



厄普顿·辛克莱

“让人们去理解那些跟他们的利益冲突的事情是很难的。”



“正确的做法是永远别让错误的会计开始”

1991年，金融会计标准委员会提议将职员股票期权的部分真实成本视为支出。由于遭到企业界和国会的强烈反对，这项提案最终被大大缩水，仅仅要求公司在备注中有所披露。然而，目前美国通行的会计准则要求职员股票期权的部分真实成本在损益表中必须被记为支出。查理对此持怀疑态度：“等到股票期权被行使时，账目上记录的总成本往往比实际发生的总成本低很多。此外，那部分记到盈利下面的成本通常被故意用不正当的办法降低了。这种事情是很

难杜绝的。正确的做法是永远别让错误的会计开始。”

例如，管理层可以很容易看出，如果1982年的宽特科技用行使员工股票期权得到的利润代替它那四亿美元的激励性奖金成本，同时用省下来的奖金加上员工为股票期权支付的金钱来回购所有因行使期权而增发的股份，其他一切保留不变，那么1982年宽特科技的年报披露的利润将会上涨400%，从一亿美元上涨到五亿美元，而流通股的份额仍跟原来一样！所以在管理人员看来，最正确的做法就是用员工行使股票期权的获利来取代激励性奖金。那些精于计算的工程师怎么会在意他们的奖金到底是现金还是现金等价物呢？只要管理层愿意，作出这样的替换安排似乎没有什么困难的。

然而，新管理层也很容易可以看出，他们在推行新把戏的时候必须小心谨慎，有所约束。很明显，如果他们在某一年推行新把戏的力度太大，那么可能会引起会计人员的抗议，或者遭到其他方面的敌视。这无异于杀死一只会下很多金蛋的鹅，至少对管理层来说是这样。毕竟，他们非常清楚地知道，他们的把戏能够增加年报披露的利润，只是因为他们把真实的盈利和伪造的盈利相加而已——因为通过这种把戏在年报上增加的盈利并不会给宽特科技带来真正的经济效应，只会带来那种临时的虚假效应（这跟虚报期末存货造成的虚假效应是一样的）。新的CEO私下把这种迷人的、谨慎的做法称为“明智的克制型造假”。

显然，新管理层也认识到，用行使员工股票期权的利润来取代奖金的做法不能一蹴而就，应该在未来多年里逐渐实施。他们私下管这种谨慎的方法叫作“细水长流”计划。他们认为这个计划有四个优点：

第一，每年虚报一点利润，被发现的概率比虚报大量利润要低。

第二，虽然每年虚报的利润不多，但经过多年累积，这个“细水长流”计划将会产生巨大的长期效应，而且也不容易被发现。那位财务总监私下恬不知耻地说：“如果我们每年只在葡萄干里掺入一点点大便，这样的话，就算最后出现了一大堆大便，可能也不会有人发现。”

第三，对于公司外部的会计师来说，一旦包庇过几份显示利润有增长但包含了少数造假成分的财务报表，而不包庇同样虚报利润增长的财务报表，他们可能会觉得非常难为情。

第四，通过实施“细水长流”计划，宽特科技的管理层可以防止丑闻或者更为严重的事情发生。其他公司实施的股票期权计划比宽特科技更加大方，所以如果有人提出异议，管理层可以解释说，适当地实行员工股票期权计划有助于吸引和留住人才。实际上，考虑到这种怪异的股票期权记账方法对企业文化和股市热情的影响，这种说辞往往是正确的。



你们必须遵守他为这家事务所设定的原则，必须维护他的声誉。你们不能打着他的旗号去做坏事。我敢保证，如果你们不遵守他的原则，他宁愿这家事务所倒闭。他给你们留下了巨大的信誉。你们的机会很好，你们的责任也很重大。

——邓肯·利托菲尔牧师在阿瑟·安达信（上图）葬礼上的讲话

1947年1月13日



庞氏骗局

现代金融工程术最著名的例子之一是1919年在波士顿发源的庞氏骗局。卡尔洛“查理”·庞兹（Carlo“Charles”Ponzi）声称他有能力利用国际邮政票据套利，许诺90天可获利50%，吸引了数以千计的投资者。为了建立信用，他把新投资者的钱作为利润返回给旧投资者——这是典型的金字塔骗局所用的花招。庞兹很快就募集了数百万美元的资金。1920年，《波士顿邮报》刊发文章质疑庞兹的做法，于是有关方面对庞兹展开了独立的审计。审计表明这是骗局，投资者要求退钱。到最后，平均每个投资者只收回了37%的资金，庞兹被判了几年有期徒刑。20世纪20年代末期，出狱后的庞兹死不悔改，又开始兜售佛罗里达州一些毫无价值的土地。

具备上述四个优点的“细水长流”计划明显是个好方法，宽特科技的管理层现在只要决定每年增加多少虚假利润就行了。这个决定也是很容易做出的。管理层首先考虑三个他们想要满足的合理条件：

首先，他们希望这个“细水长流”计划能够持续不断地实施20年。

其次，他们希望在这20年里面，宽特科技每年披露的利润增长幅度都差不多，因为他们认为，如果宽特科技每年的年报披露的利润增长都很稳定，那些代表机构投资者的理财分析专家将会给予宽特科技的股票较高的估值。

第三，为了维护年报披露的利润的可信度，他们不想引起投资者的怀疑，所以即使在第20年，宽特科技从设计发电厂得到的利润率也不会高过40%。

确定这些要求之后，管理人员计算起来就简单了，因为他们已经估算出宽特科技的收入和盈利将会在未来20年里每年增长20%。管理人员很快决定利用他们的“细水长流”计划，让宽特科技的披露利润每年增长28%，而不是像该公司的创始人老老实实在地报出20%。

就这样，这个“现代金融工程”大骗局逐渐将宽特科技推向悲剧的下场。人类历史上没有几个臭名昭著的大骗局能比这场骗局干得更漂亮了。根据会计师核准的年报，宽特科技的利润每年增长28%。除了少数几个公认的不切实际、过于迂腐、愤世嫉俗的怪物之外，没有人批评宽特科技的财务报表。该公司的管理层继续执行创始人从不分派红利的做法，这很大程度上维护了宽特科技年报的可信度，人们相信它每年的盈利增幅确实达到了28%。在那种通常破坏现实认知的巴甫洛夫联想反射效应的影响之下，认为宽特科技拥有大量现金等价物的人们万万不会想到其年报披露的部分利润竟然是伪造的。

因此，在“细水长流”计划实施了几年之后，宽特科技的管理层自然想要让该公司年报披露的每股盈利继续以28%的速度增长，同时大幅度地虚报公司持有的现金等价物的增长。这种办法取得了很大的成效。等到这个时候，宽特科技公司股票的市盈率已经非常高，通过不匹配地逐步增加购股权持有量，公司管理层开始相应减少用现金支付奖金，或者相应减少回购宽特科技的股票。管理层很容易意识到，这种改变极大地完善了他们最初的计划。这不但使得他们虚报盈利的做法因现金加速增长而变得更难以察觉，而且还为宽特科技引入了庞氏骗局效应或者连锁信效应，给包括管理层在内的现有股东带来了切实的好处。

在这个时候，管理层还解决了最初的计划中的另一个漏洞。他们发现，由于宽特科技虚报的盈利以每年28%的利润增长，而作为税前利润的一部分，宽特科技缴纳的所得税相对税前利润税率却逐年下降。这显

仔细考虑。第一个选择是，我每天给你1000美元，连给30天，你拿到钱之后随时可以花。第二个选择是，我第一天给你一美分，第二天给你两美分，第三天给你四美分，每天给你的钱是前一天的两倍，这样持续30天，但你必须等到30天结束之后才能用这笔钱。”

年轻人想到连续一个月每天有1000美元可以花就很心动，他可不想一个月后口袋里只有一堆分币可以用，所以他选择了第一个。他的选择明智吗？

按照第一个选择，年轻人总共可以得到3万美元。按照第二个选择，复利的魔力将会使总数达到5368709.12美元。

最后，宽特科技在2002年的年报中披露，该公司的利润为160亿美元，收入为470亿美元，包括大量由现金等价物产生的利息收入，而这些现金有相当一部分来源于这些年净增加的股份。现在宽特科技持有的现金等价物达到了惊人的850亿美元，大多数投资者认为一家拥有如此之多现金的企业每年能够赚到其年报披露的160亿美元的利润也不是不可能的。在2003年，宽特科技的市值高达1400亿美元，是其2002年披露利润的90倍。

如果让人选择增长速度的话，所有人会选几何级数，可惜地球上的资源是有限的。

但是，所有人类对几何级数增长的过度追求，在一个有限的地球上，最终都以惨痛收场。2003年，宽特科技在这两个方面都失败了。

到2003年，宽特科技的真实盈利能力只以每年4%的速度增长，因为公司的销售收入增长速度已经下降到4%。这时宽特科技没有办法避免让其股东——主要是机构投资者——大失所望。股东的失望使宽特科技的股票价格直线下跌，一下子跌去了50%。股票价格的暴跌反过来又促使人们重新审视宽特科技的财务报告。最后，终于人人都看清楚了，原来该公司绝大部分的利润都是伪造的，而且这种大规模的故意篡改已经持续了很多年。这导致宽特科技的股票继续狂跌，等到2003年年中，宽特科技的市值只剩下1400亿美元，和六个月前的高峰期相比，90%的市值蒸发了。

这是一家非常重要的公司，从前它广受推崇，很多人都买了它的股票，所以它的股票价格暴跌了90%，总共有13000亿美元的市值消失

了，这给人们带来了巨大的痛苦。宽特科技的丑闻败露之后，公众和政界自然把满腔怒火都发向了宽特科技，尽管这个国家最好的发电厂依然是由该公司那些值得尊敬的工程师设计的。

怒火并没有只烧到宽特科技就熄灭。它很快蔓延到其他公司，其中有些公司明显也犯了跟宽特科技相同的错误，只是严重程度有所不同。公众和政界的怒火就像引发它的行为那样，很快就变得不可收拾。这次金融丑闻不仅令投资者血本无归，而且还引发了严重的经济衰退，就像20世纪90年代日本经济在企业界长年累月做假账之后陷入萧条那样。

这次大丑闻之后，公众对各种专业人士非常反感。当然，遭到最多谴责的是会计专业人士。制定会计师准则的机构的缩写是“F. A. S. B”（Financial Accounting Standard Board，金融会计标准委员会），现在每个人都说这四个字母代表“Financial Accounts Still Bogus”（金融会计还做假）。

经济学教授也遭到非议，人们责怪他们未能敲响警钟，没有提醒公众注意广泛的做假账行为将会给宏观经济带来的糟糕后果。传统经济学家是如此令人大失所望，乃至哈佛的约翰·肯尼思·加尔布雷思获得了诺贝尔经济学奖。毕竟他曾经预言大规模的、尚未败露的公司舞弊行为将会对经济产生极大的刺激效应。人们发现2003年之前的情况跟加尔布雷思的预测差不多，而且随后那些年里，那种情况果然导致经济陷入了大衰退。



下面是著名经济学家约翰·肯尼思·加尔布雷思的名言集锦：

“我们都认为悲观是智力超群的标志。”

“美当然没有绝对的标准。所以追求美才会如此有趣。”

“如果你什么都不想做，那么你就去开会吧。”

“经济预测的惟一功能是让占星学变得令人尊敬。”

“现代的保守主义者从事的是道德哲学中最古老的活动，也就是说，他们要为自私寻找一个超级漂亮的道德借口。”

“许多美国人死于食物过多，而非死于食物太少。”

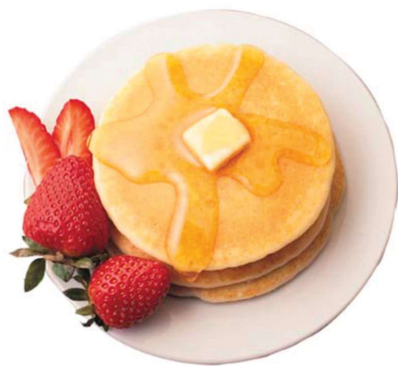
“当面临要么改变想法、要么证明无需这么做的选择时，绝大多数人都会忙于寻找证据。”

“那些走运的人总是说他们过得幸福是因为他们的道德很高尚。”

“难道你不明白吗，‘让一家企业停泊在废话当中，和让它驶入麻烦的思维之海比起来，是一种好得太多、太多的做法。’”

“有权势的人总是宁愿拿全副身家去冒险，也不肯舍弃一点利益。”

“在任何大型组织里面，和多数人一起错比一个人对安全得多。”



“他们的声誉本来就只有薄饼那么点，哪有好多可以跌啊。”

由于美国国会和证券交易委员会（SEC）的许多成员都是律师，而这些律师参与起草的财务披露法规现在都被视为是漏洞百出，所以每个星期都有关于“律师”的新笑话。其中有一个是这样的：“肉贩说：‘律师

的声誉最近下跌了好多啊。’收银员说：‘他们的声誉本来就只有薄饼那么点，哪有好多可以跌啊。’”

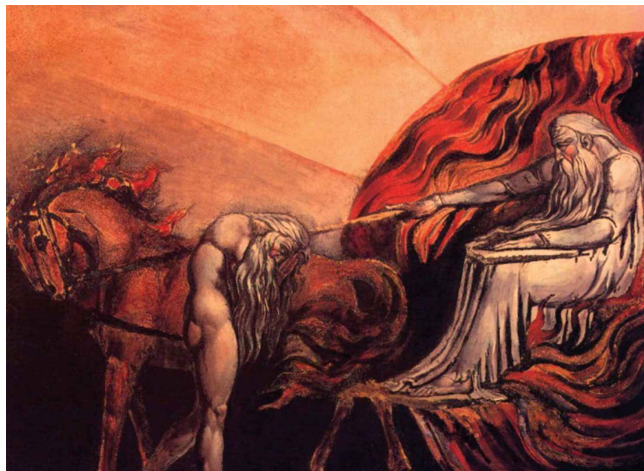
但公众对专业人士的敌视并不仅限于会计师、经济学家和律师。许多向来洁身自好的专业人士的声誉也遭到了“池鱼之殃”，比如说工程师，他们根本就不懂得在这个国家已经泛滥成灾的金融诈骗。

到最后，许多对这个国家有益的、也是它未来的福祉所需的行业都遭到了广泛的、不明智的仇视。

这时，天庭采取了行动。目睹一切的上帝本人改变主意，决定提前审判2003年金融大丑闻这桩令人伤心的案子。他召唤来他的首席大侦探，并说：“史密斯，我要公正严明地处理这件事，你去把那些最应该为此负责的罪人带进来。”

但史密斯带来的是一群证券分析专家，多年以来，这些人一直为宽特科技的股票摇旗呐喊。大法官感到很不高兴。“史密斯，”他说，“我不能对低级的认知错误进行最严厉的处罚，这些错误大部分由俗世的标准激励制度引起，是在下意识的情况下发生的。”

接下来，史密斯带来了一群美国证券交易委员会的委员和一些位高权重的政治家。“不，不，”大法官说，“这些人受到许多令人遗憾的力量的左右，他们也是身不由己，你指望他们遵守正确的行为规范是不合理的。”



威廉·布莱克通过各种媒介——包括素描、木刻画、版画、水彩画等——创造了《上帝审判亚当》（God Judging Adam, 1795年）的画面。其中一幅伟大的作品是由铅笔、墨水和水彩完成的彩色蚀刻凸版画，现藏于纽约的大都会艺术博物馆。

首席侦探这下以为他终于明白了。接着他把那些在宽特科技落实他们的“现代金融工程”的高层管理人员给抓来了。“你差不多抓对了，”大法官说，“但我要你带来的是造孽最深的罪人。这些管理人员当然会遭到严厉的处罚，因为他们作奸犯科，毁掉了那位伟大工程师的遗产。但我要你抓的是那些很快会被打入地狱最底层的混蛋，那些本来可以轻而易举地阻止这次大灾难的人。”

首席侦探终于真正明白了。他记得地狱最底层是为背叛者准备的。所以他现在从炼狱带来一群老人，这些人在世时曾是各大会计师事务所杰出的合伙人。“这就是你要的背叛者，”首席侦探说，“他们在处理员工股票期权时采用了错误的记账方法。他们在一个高尚的行业中身居高位，那个行业的职责和你差不多，都是通过设定正确的规则，来帮助社会正确地运转。才华出众、锦衣玉食的他们居然故意造成如此明显可预测的谎言和欺骗，真是罪无可赦。他们完全知道他们的所作所为是极其错误的，然而他们还是执迷不悟。由于司法系统受到商界的影响，你开始误将他们判得很轻。但现在你可以把他们送到地狱的最底层啦。”



大法官被这通慷慨陈词镇住了，沉默了片刻。

然后他安静地说：“干得好，你是我忠诚的好仆人。”

我写这篇文章的初衷并非为了预言2003年的情况。它是一篇虚构作品。除了有关加尔布雷思教授的内容，任何与真实的人物或企业雷同的情节均属巧合。这篇文章的用意是提醒人们留意现代社会中的某些行为和信念系统。

~~THE GREAT~~ 5/15/00 FROM CHA
~~THE GREAT~~
FINANCIAL JOURNAL OF 2003
~~Most people thought~~
~~that the seeds of the Great Recession were laid down~~
~~in the most depressed part of 1982~~
which occurred when occurred the death of the great engineer
who was founder-chairman of Old Values Technical Corporation
("OVTC"), followed by the retirement of OVTC's longtime CFO.

The old man, even though he was struck down a full
~~20~~ years before he planned to retire at age 90, had
delivered to his successors and his heirs a wonderfully
prosperous and useful company. The sole business of OVTC
was designing, for ~~small~~ ^{all over the world} novel type of super-alien and
super-efficient power plant that was being used to ~~create~~
~~much~~ add-on or replacement capacity for electricity generation.

By 1982 OVTC had a dominant market share in its business
and was earning \$100 million or ^{revenues} ~~profits~~ of \$1 billion. Its costs
were virtually all costs to compensate technical employees.
Direct employee compensation cost ~~costs~~ ^{costs} ~~incurred by the company~~ ^{incurred by the company}
~~costs~~ ^{costs} ~~on the employees' share of payroll taxes~~ ^{on the employees' share of payroll taxes} amounted
to 70% of revenues. Of this, 70%, 30% was base salaries
and 40% was incentive bonuses being paid out under an
elaborate system designed by the founder. All compensation
was paid in cash, there were no stock options because the
old man had considered the accounting treatment required
for stock options to be "neat, corrupt and contemptible," and
he no more wanted ~~corrupt~~ ^{corrupt} ~~and contemptible~~ ^{and contemptible} accounting in his business
than he wanted ~~corrupt~~ ^{corrupt} ~~and contemptible~~ ^{and contemptible} engineering. Moreover, the old man
believed in tailoring his huge incentive bonuses to precise
performance ~~standards~~ ^{standards} established for individuals
or small groups, instead of allowing what he considered
undesirable compensation ~~outcomes~~ ^{outcomes}, both high and low,
such as he believed ~~happened~~ ^{occurred} under other companies' stock
option plans.

Yet, even under the old man's system, most of OVTC's devoted
longtime employees were becoming rich, or sure to get rich.
This was happening because ~~such~~ ^{such} employees were buying OVTC
stock ~~in~~ ⁱⁿ ~~market~~ ^{market}, just like non-employee shareholders.
The old man had always figured that people smart enough

①

上图是“2003年的金融大丑闻”的初稿，这是查理2000年在明尼苏达度假时写下的。



重读第八讲



2000年夏天，我在写这篇文章的过程中得到很多乐趣。但我很认真地想证明，对股票期权的标准记账方法与那些更广为人知的简单欺骗作假手段本质上没有什么区别。

在我看来，做假账无异于在盖高层公寓楼的时候把钢筋从水泥中抽走，允许这么做的行业和国家必将学到惨痛的教训。而且假账的破坏作用比那些害死人的豆腐渣工程更大。毕竟，那些无良的建筑商很难给他们的肮脏行为找到正当的理由。因此无良的会计行为比无良的建筑行为更容易扩散。事实正是如此，股票期权的无良记账方法已经变得无处不在。



上图是记录台湾里氏7.6级地震所造成的破坏的照片。大多数建筑物毁坏的原因是其混凝土结构里面没有足够的钢筋。

自从我写下这第八讲以来，情况已经有所改善。目前美国的会计行业要求职员股票期权的部分真实成本在损益表中必须被记为支出。然而，等到股票期权被行使时，账目上记录的总成本往往比实际发生的总成本低很多。此外，那部分记到盈利下面的成本通常被故意用不正当的办法降低了。

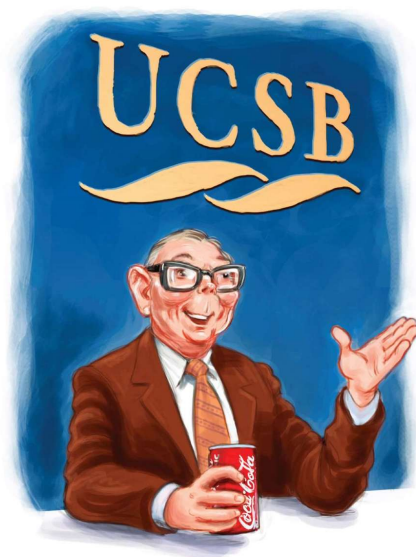
这篇关于会计的寓言是一个令人悲伤的例子，它再次证明能给人们带来好处的罪恶很难被消除，因为大量的人认为，一件事只要能给他们带来利润，就不可能是罪恶的。





享乐是罪恶的最大动因。

——柏拉图



查理在加州大学圣塔巴巴拉分校发表这次演讲那天，本书的编辑连续12个小时跟他在一起。我们当天的行程是这样的：从洛杉矶驱车两个小时过去，午饭，演讲前会议，演讲，演讲后招待会，最后到甲骨文集团的财务总监（现任董事会主席）杰夫·亨利家吃饭。查理当时尽管离80岁生日只有几个月，但还是表现得像个不知疲惫的大师。他在那天表现

出来的犀利、耐力和幽默令人惊叹和敬佩。

查理这次演讲的内容可以被当成芒格方法的综合理论。查理在演讲中整合了许多他从前讲过的思想，有条有理地将它们糅合成一种连贯的哲学，奉献给他的听众。

当天的听众是这所名牌大学的经济系的师生，向他们表达对软科学中缺乏跨学科研究的现状的惋惜及改进的方案，是再合适不过的了。

第九讲 论学院派经济学：考虑跨学科需求之后的优点和缺点

赫伯·卡伊本科生讲座加州大学圣塔巴巴拉分校经济学系2003年10月3日



我已经粗略地列出了我这次演讲的提纲，依照这个提纲讲完之后，我就来回答你们的提问；只要你们愿意听，我就会一直讲下去，直到有人把我拖到我该去的地方。你们也许已经猜到，我答应来演讲，是因为这几十年来，我对如何让各门软科学学科之间更好地进行对话这个主题非常感兴趣。当然，从许多方面来讲，经济学都是软科学中的皇后。它应该比其他软科学出色。我认为和其他软科学学科相比，经济学在跨学科研究方面做得更为出色。但我认为经济学的跨学科研究做得还是不够好，所以我愿意在这次演讲中谈谈它的不足之处。



第二条黑带

在授予自己第一条胆量黑带之后20年，查理在加州大学圣塔巴巴拉分校发表这次演讲时又给自己授予了第二条。

由于我要谈的是学院派经济学的优点和缺点，所以你们有权知道一个有趣的事实：我从来没有上过一节经济学课。你们可能会觉得奇怪，我既然这么毫无资格，怎么还敢大言不惭地发表这次演讲呢？答案是，我在胆量方面是黑带水平。我天生就胆大。就我所知，有些女人在花钱方面是黑带水平，她们天生就会花钱。而我呢，我得到的是胆量黑带。

但是呢，有两种特殊的经验让我拥有一些有用的经济洞察力。一种经验来自伯克希尔-哈撒韦，另外一种来自我个人的教育经历。当然，我在伯克希尔的经历是很有趣的。当沃伦接管伯克希尔的时候，公司的市值大约是1000万美元。现在距当年已经有四十几年了，伯克希尔的流通股比当年多不了多少，但市值达到了大概1000亿美元，增长了一万倍。由于多年以来伯克希尔的业绩持续增长，很少有投资失误的例子，这最终引起了关注，人们觉得沃伦和我可能在微观经济学方面有一些独到的看法。

曾经有位获得诺贝尔奖的经济学家在很长的一段时间里如此解释伯克希尔-哈撒韦的成功：

起初，他说伯克希尔能够在流通股投资上打败市场，是由于一个运气西格玛，因为在他看来，除了靠运气，没有人能够打败市场。这种僵化的有效市场理论在当时各个经济学院非常流行。人们学到的理论是没有人能够打败市场。接下来，这位教授随后又引入了第二个西格玛、第三个西格玛、第四个西格玛，到最后，他总共用到了六个运气西格玛，引起了人们的嘲笑，于是他终于不再这么做了。

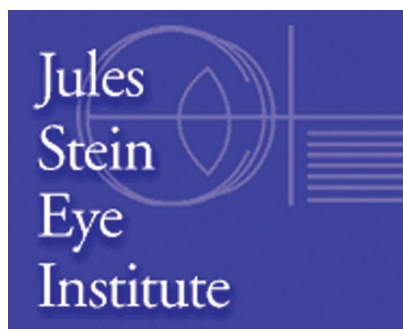
然后呢，他的解释扭转了180度。他说：“仍然是六个西格玛，但那是六个技艺西格玛。”这段令人非常悲伤的历史证实了本杰明·富兰克林在《穷理查年鉴》中说过的话：“如果你想要说服别人，要诉诸利益，而非诉诸理性。”这个人改变了他的愚蠢观点，是因为再不改的话，他就要吃亏了。

在加州大学洛杉矶分校的朱利斯·斯坦因眼科研究所（The Jules Stein Eye Institute），我也观察到同样的情况。我曾经问：“你们为什么用一种完全过时的白内障手术来治疗白内障呢？”那个人对我说：“查

理，这种手术很容易教呀。”后来他不再使用那种手术，这是因为几乎所有病人都用脚投了反对票。这再次说明，如果你们想要改变别人的想法，要诉诸利益，而非诉诸理性。

伯克希尔取得了非凡的业绩，但我们从来毫不留意僵化的有效市场理论。我们也从来不曾留意从这种思想派生出来的各种理论。人们将这些学院派经济学理论用于公司理财，进而演变出诸如资产定价模式等等荒谬的理论，我们从来不去注意。鬼才相信只要投资高波动性的股票，每年就能获得比市场平均回报率高七个百分点的收益呢。

然而说了你们也许不信，就跟朱利斯·斯坦因眼科研究所的医生一样，人们一度对这样的理论深信不疑。相信的人得到了回报，于是这种理论就传播开了。现在仍有许多人相信。但伯克希尔从来不曾留意过它。现在我想，更多的人倾向于我们的看法，那种认为市场完美无瑕的思想是愚蠢的。



朱利斯·斯坦因眼科研究所

朱利斯·斯坦因眼科研究所是由朱利斯·斯坦因医生夫妇在1966年创办的。它是一个视觉科学研究中心，致力于维护视力和防止失明。

该研究所承担视觉科学方面的治疗、研究和教育功能。它是加州洛杉矶分校的附属机构。



1926年，美国国会通过一项法案，决定成立美国陆军空军兵团，最初隶属于美国陆军。

吉米·杜利特（Jimmy Doolittle）和其他飞行员展现了空军的攻击力，于是空军兵团的地位得到了提升。空军兵团就是今天的美国空军。

我向来非常清楚地知道，股票市场不可能是完全有效的，因为我十来岁的时候经常去奥马哈马会，那里用的是彩池投注系统。我发现，如果马会拿走，也就是荷官拿走17%，有些人输掉的钱总是远远少于他们全部赌注的17%，而有些人输掉的钱总是多于他们全部赌注的17%。所以奥马哈马会的彩池投注系统并非完全有效。所以我并不接受股票市场完全有效、总是能够创造合理的价格的说法。

实际上有记录表明，有些人精通马匹和赔率，确实能够靠赌马赚钱。能够做到这一点的人不多，但国内总有些人能够做得到。

接下来谈谈我个人的教育经历，这很有趣，因为我受过的正统教育不多，而我性格中的独特性最终让我拥有了一些优势。不知道怎么回事，我从小就有一个多学科的大脑。如果篱笆那边，在别人的学科里有更好、更重要的思想，我就无法乖乖地呆在我自己的学科里。所以我就四面八方寻找那些真正有用的重要思想。没有人教我那么做，我天生如此。我还天生喜欢寻根究底。如果遇到难题，这是常见的事情，我就会努力去摸索，如果失败了呢，我就会先把它放在旁边，然后再回来对付它。我花了整整20年才搞清楚邪教如何招揽教众以及这种方法为什么会有效，但大学的心理学系到现在还没搞清楚，所以我走在它们前面。

反正我有这种想弄清楚各种问题的倾向。二战让我参军服役，于是我在服役期间学习了一些物理学知识。空军兵团把我送到加州理工学院，打算把我培养成气象学家，所以在那里我学到更多的物理学。当时我非常年轻，在那里掌握了硬科学中基本的全归因治学方法。那对我来

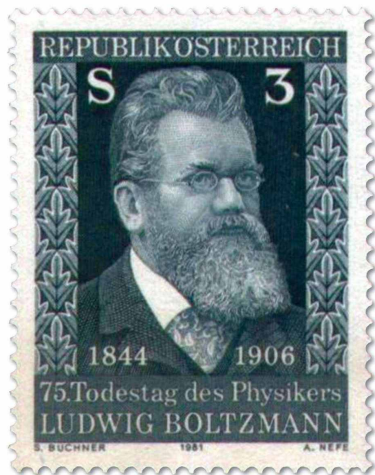
说非常有用。下面我就来解释这种治学方法。

依照这种治学方法，你必须领悟所有比你自己的学科更加基础的学科的所有重要思想。只有掌握了那些最基础的知识 and 原理，你们才能够清清楚楚地解释问题。而且你们要永远承认你们所用的基础知识来自哪个学科；当你们使用物理学的时候，你们要说你们是在使用物理学。当你们使用生物学的时候，你们要说你们是在使用生物学。诸如此类。我很早就明白这种治学方法能够让我的思想变得有条有理。我强烈怀疑它在软科学领域，也会像在硬科学领域那么有效，所以我就抓起它，终生把它用于软科学领域和硬科学领域。对我来说，这是个非常幸运的想法。

让我来解释一下硬科学领域是多么严格地遵守这种治学方法。物理学里面有一个常数，一个很重要的常数，叫做波尔茨曼常数（Boltzmann's Constant）。你们可能已经对它很了解了。有趣的是，发现波尔茨曼常数的人并不是波尔茨曼。那波尔茨曼常数现在为什么以波尔茨曼命名呢？因为和那个最先发明这个常数的可怜虫相比，波尔茨曼使用更为基础的物理学知识，以更为基础的方法得出了这个常数。硬科学的知识组织模型提倡知识应该尽可能简化，所以如果有人以更为简洁的方法阐明一个原理，这个原理最初的发现者就会被历史遗忘。我想这是正确的。我认为波尔茨曼常数确实应该以波尔茨曼命名。

反正在我个人的历史和伯克希尔的历史中，伯克希尔完全无视一度在学院派经济学中非常流行的有效市场教条，也无视这种教条在公司理财方面的衍生理论——这些应用结果简直比经济学中的有效市场教条还要愚蠢，却不断地取得巨大的经济成就。这当然鼓舞了我。

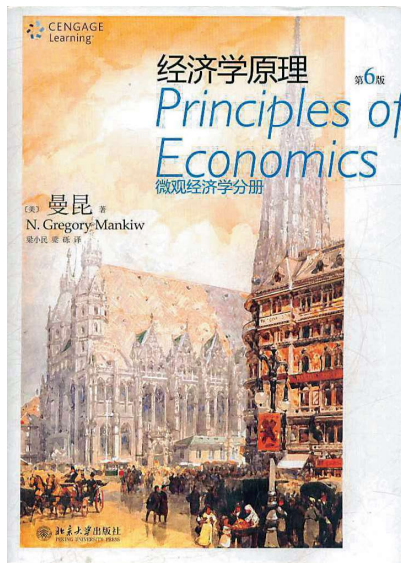




波尔茨曼常数

波尔茨曼常数的名称来自奥地利物理学家路德维希·波尔茨曼（Ludwig Boltzmann, 1844—1906），它界定了绝对温度和理想气体每个分子所含的动能之间的关系。一般而言，气体分子的能量与绝对温度直接相关。当温度上升，每个分子的动能就会增加。气体受到加热时，其分子就会迅速地移动。如果气体被装在体积恒定的空间里，这种运动就会使得气压升高。而如果气压保持不变，这种运动会使气体的体积增加。

$$1.381_{\text{E}}^{-23}$$



格里高利·曼昆

(N. Gregory Mankiw, 1958——)

格里高利·曼昆曾在普林斯顿大学研究经济学，从麻省理工学院获得博士学位，目前在哈佛大学任教。2003年，他被任命为经济顾问委员会的主席。

最后，我的特殊经历使我胆敢在今天来到这里，因为至少我年轻时并不完全是个蠢货。在哈佛大学法学院的第一年，我们班里有很多人，我的成绩是第二名。我向来认为，虽然总是会有很多人比我聪明得多，但是在思维游戏里面，我未必会落后于他们。

下面我开始来谈学院派经济学一些明显的优点。学院派经济学第一个明显的优点是它生逢其时、生逢其地。许多学科都是因为这个原因而获得好名声的。两百年前，在技术发展和各种文明制度的推动之下，文明世界的人均产值每年的复合增长率达到了2%。而在那之前的几千年里，它的增长率就比零多了一点点。当然，经济学是在这种巨大的成功里面成长起来的。经济学部分地推动了这种成功，部分地解释了它。所以，学院派经济学很自然地得到了发展。后来，所有计划经济都崩溃了，而那些自由市场经济或者半自由市场经济都蓬勃发展，这增加了经济学的声望。如果你们想要在学术界发展，经济学是一门非常热门的学科。

经济学总是比其他软科学更加强调跨学科研究。它总是从其他学科吸取所需的养分。在格里高利·曼昆撰写的教材中，我们可以发现，这位经济学家从其他学科吸取所需养分的本领已经非常高明了。我肯定美国少数在那本书刚出版时就买下来的商人之一，因为那本教材得了一大笔预付稿费。我想弄清楚那个家伙到底做了些什么，怎么能够取得这么大的一笔稿费。所以我就这么凑巧把曼昆这本为大一学生写的教材给看完了。书中列举了许多经济学原理：机会成本是一种超级力量，所有希望获得正确答案的人都可以使用。还有，激励机制也是一种超级力量。

最后还有“公用品悲剧”的原理，这个原理是由我的老朋友，加州大学圣塔巴巴拉分校教授贾雷特·哈丁提出的。哈丁为经济学引入了一只邪恶的无形之脚，它足以和斯密那只做好事的无形之手相提并论。我认为哈丁的理论使经济学变得更加完善。哈丁当年向我介绍他的理论时，我就知道他这个“公用品悲剧”理论迟早会被写进教科书。你们看啊，二十年过去了，它终于被写进了经济学教材。曼昆这种借鉴其他学科、吸取哈丁的理论和其有用知识的做法是很正确的。

经济学的另外一个优点是，它从一开始就吸引了软科学领域最优秀的人才。和学术界其他学科的研究者相比，经济学家入世更深，对社会产生了巨大的影响，比如说经济学家乔治·舒尔茨（注：乔治·舒尔茨，1920——，美国经济学家，曾任美国劳工部长、财政部长、国务卿等职）博士就曾经三次进入美国内阁，拉里·萨默斯（注：拉里·萨默斯，1954——，美国经济学家，现任奥巴马总统首席经济顾问，曾任美国财政部长、哈佛大学校长等职）也曾被委任为内阁大臣。所以经济学在学术界是很受欢迎的。

此外呢，经济学从很早的时候就吸引了人类历史上一些最杰出的作家。就以亚当·斯密为例。亚当·斯密是极其出色的思想家和极其出色的作家，乃至在他那个时代，德国最伟大的知识分子伊曼纽尔·康德直截了当地声明，德国没有人像亚当·斯密那么厉害。伏尔泰的措辞则比康德还要直接和犀利，听到康德的话之后，他立刻说：“哦，法国甚至没有人可以拿来跟亚当·斯密比较。”所以经济学从一开始就拥有一些非常伟大的学者和一些非常伟大的作家。

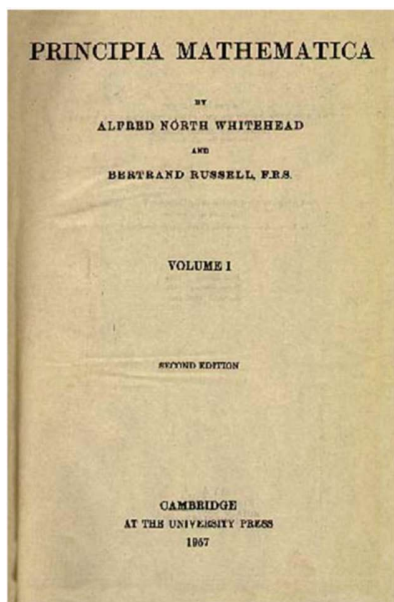


贾雷特·哈丁

(Garrett Hardin , 1915——2003)

贾雷特·哈丁出生于达拉斯，在美国中西部度过了他的童年。他本科就读的是芝加哥大学，从斯坦福大学获得生物学博士学位。1946年，他成为加州大学圣塔巴巴拉分校的教员。

他的文章“公用品的悲剧”已经成为生物学中的经典。几十年来，他的哲学理论和政治立场影响了众多有关堕胎、移民、外国援助和其他话题的辩论。



怀特海提出了著名的过程哲学，这种观点认为宇宙的各种基本

要素是一些经验场合。在他看来，具体的客观存在物实际上是这些经验场合的延续。通过对经验场合进行分类，某些像人类这么复杂的事物都可以被定义。怀特海的观点演变成过程神学，这是一种理解上帝的方法。

史密斯之后，经济学领域也诞生了许多伟大的作家，比如说约翰·梅纳德·凯恩斯。我总是喜欢引用他说过的妙语，他对我生活有很大的启发。至于当代，如果你们去看看保罗·克鲁格曼（注：保罗·克鲁格曼，1953——，美国经济学家，2008年诺贝尔经济学奖获得者，普林斯顿大学教授）的文章，你们将会佩服他文笔的流畅。我并不赞同他的政治立场，我的政见与他相反，但我喜欢这个人写的文章。我认为保罗·克鲁格曼足以跻身当今最优秀的杂文家之列。所以呢，经济学总是能够吸引到这些了不起的作家。他们非常优秀，他们巨大的影响力远远超出了经济学的学科范畴，这在其他学科中是很罕见的。

好啦，赞美的话就说到这里，下面要谈的是经济学的不足之处。我们已经认识到经济学在许多方面都比其他软科学学科更加出色。它是文明社会的辉煌成就之一。为了公平起见，现在应该简单地谈谈学院派经济学的少数缺点。

经济学有哪些缺陷呢？

1. 致命的自闭，导致“铁锤人综合征”，通常会引起经济学家过度强调某些可以量化的因素。

我认为经济学有八个，不对，是九个不足之处，其中一些是由一个大的整体缺陷派生出来的。经济学的这个大的整体缺陷就是它的封闭性。怀特海曾经指出，学科各自孤立的情况是致命的，每个教授甚至并不了解其他学科的思维模型，将其他学科和他自己的学科融会贯通就更别提了。

我想怀特海讨厌的这种研究方法有一个现代的名字，那个名字叫作神经研究法。这种做法是很神经的。然而和大多数其他学科一样，经济学也太过自闭。

这种缺陷会引发我所说的“铁锤人综合征”。那个名称来自下面这句谚语：在只有铁锤的人看来，每个问题都非常像一颗钉子。在所有行

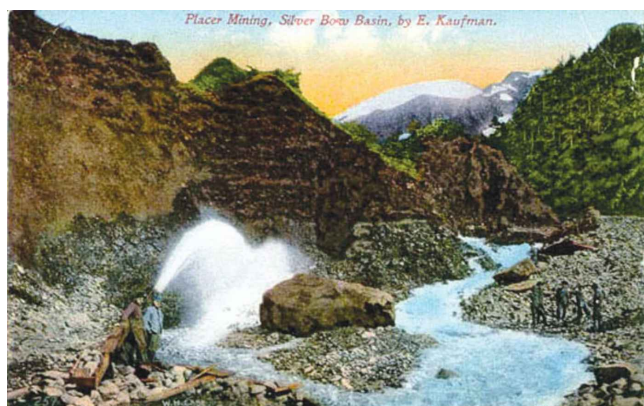
业、所有学科和大部分日常生活中，这种做法会让问题变得一团糟。铁锤人综合征能够把人变成彻底的白痴，而治疗它的惟一良方是拥有全套工具。你们不能只拥有一把铁锤，你们必须拥有所有的工具。你们拥有的方法必须不止一种。你们在使用这些工具的时候，应该把它们列成一张检查清单，因为如果指望在需要的时候合适的工具会自动冒出来，那么你们将会错过很多好机会。但如果你们掌握了所有的工具，并在头脑中把它们排列成一张检查清单，那么你们将会得到许多用其他方法得不到的答案。所以弥补这种让阿尔弗雷德·诺斯·怀特海感到十分苦恼的缺陷是非常重要的，有些思维窍门能够帮助你们完成这项工作。

不仅在经济学领域，实际上在其他各种领域，包括商业领域，这种特殊的“铁锤人综合征”都是很可怕的。商业领域的“铁锤人综合征”真的很可怕。你们拥有一个复杂的系统，它吐出来许多数字，让你们能够测量某些因素。但还有些别的因素特别重要，可是你们没有相关的准确数据。你们知道它们很重要，但就是没有数据。实际上，每个人都会

(1) 过度强调那些有相关数据的因素的重要性，因为它们让人们有机会使用在高等学府学来的统计学技巧，并且(2) 不把那些可能更加重要但没有相关数据的因素考虑在内。这是我终生试图避开的错误，我从来不后悔自己这么做。

我从小就对许多学科感兴趣。如果篱笆那边，在别人的学科里有好思想，我就无法乖乖地呆在我自己的学科里。所以我就四面八方寻找那些真正有用的思想。

——芒格



矿金开采（placer mining）的效率远远低于芒格偏好的“弯腰捡起大金块”的方法，它是一种在露天矿场用水枪或者挖掘设备将细小的贵重矿物从大量的泥土中分离出来的方法。这种采矿方法的英文名称来自西班牙语单词“placer”，本义是“沙滩”，也指冲积层矿床中发现的贵金属或其他贵重物品（特别是黄金和宝石）。

已故的托马斯·汉特·摩根（注：托马斯·汉特·摩根，1866——1945，美国著名遗传和胚胎学家，创立现代遗传学“基因学说”，1933年获诺贝尔生理学及医学奖）是有史以来最伟大的生物学家之一，当年他在加州理工学院任教，他使用了一种非常有趣、非常极端的办法，以免犯下错误——过度强调那些被测量因素的重要性，而低估那些无法被测量的因素的重要性。当时没有电脑，科学界和工程界所用的电脑代替品是弗莱

登计算器（注：Friden Calculator，由弗莱登公司生产的一种早期的电子计算器）。托马斯·汉特·摩根在加州理工学院生物系禁止使用弗莱登计算器。有人说：“摩根博士，你到底在搞什么鬼啊？”他回答说：“我就像一个在1849年的萨克拉门托河（Sacramento River）边寻找黄金的人。虽然才智有限，但我能够弯腰捡起大金块。只要能够捡到大金块，我就不会让我系里的人浪费稀缺的资源，用矿金开采的方法去找金子。”这是托马斯·汉特·摩根终生奉行的宗旨。

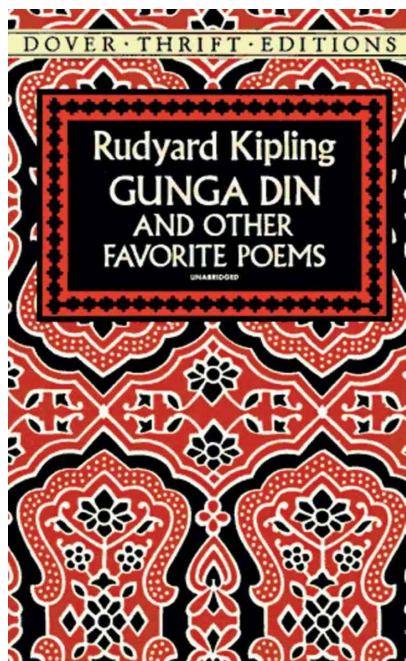
我也采用了相同的办法，我今年已经80岁了。我还没有做过矿金开采。而且看起来我这辈子，正如我希望的那样，不用做这种该死的矿金开采。当然，如果我是一个物理学家，特别是一个学院派物理学家，我将不得不做一些统计工作，做那种矿金开采的事情。但只要拥有几种管用的思维窍门，不断地用托马斯·汉特·摩根的方法去解决问题，那么在生活中，你们无需矿金开采，也能取得惊人的成就。

2. 没有采用硬科学基本的全归因治学方法。

曼昆研究经济学的方式的错误之处在于，他吸收了其他学科的知识，却没有指出这些知识的来源。他并没有给他借鉴的知识贴上物理学或者生物学或者心理学或者博弈论或者其他这些知识所属的学科的标签，并没有完全指出这些基础知识的来源。如果你不这么做，那就像经营企业时使用了一种糟糕的文档归类方法。这削弱了你的能力，让你无法做最好的自己。现在呢，曼昆十分聪明，所以虽然他的方法不完善，但还是做得很出色。他取得的进展比其他任何教科书作者都大。但要是采用了向来给我很大帮助的硬科学的治学方法，他能够变得更加出色。

我给曼昆这种借鉴其他学科知识却不指明出处的方法起了一个名字。有时候我叫它“拿来主义”，有时候我叫它“吉卜林主义”（Kiplingism）。我之所以管它叫“吉卜林主义”，是因为吉卜林有一首诗是这样写的：“当荷马拨弄他灿烂的竖琴时，他早已听过人们沿着陆地和海洋的歌唱；凡他所需用的思想，他便采撷自己用，和我一样！”曼昆用的就是这种方法。他只是拿过来。这比不拿好得多。但它比吸取所有学科的精华、指出借鉴内容的来源并尽可能化繁为简地使用所有知识的方法差得多。





约瑟夫·鲁德亚德·吉卜林

(Joseph Rudyard Kipling , 1865——1936)

鲁德亚德·吉卜林出生在印度孟买，其父是当地一家艺术学校的教师。吉卜林在英国念了寄宿学校，回到印度之后，以通讯员的身份周游了这个次大陆。他还创作小说和诗歌，其著作有《丛林之书》（1894）、《勇敢的船长》（1897）和《营房谣》（1892）等。1907年，他获得了诺贝尔文学奖。



3. 物理学妒忌。

我把经济学的第三个缺陷称为物理学妒忌。当然，这个名词参考了西格蒙德·弗洛伊德的术语：“阴茎妒忌”。弗洛伊德是世界上最愚蠢的白痴之一，但在他那个年代很受欢迎，而且阴茎妒忌这个概念也变得很流行。

采用有效市场理论教条是物理学妒忌给经济学造成的恶果之一。如果你们根据这种错误的理论进行推理，那么你们将会得到的结论是，任何公司购买它自己的股票都是不正确的。因为按照这种理论的说法，股票的价格是完全有效的，不可能有便宜可以占。证明完毕。麦肯锡有个合伙人以前念的商学院采用了这种疯狂的经济学推理方式，把这种理论教给他。这位合伙人后来被《华盛顿邮报》聘请为顾问。当时《华盛顿邮报》的股票价格特别低，就连大猩猩也能算出来每股的价格只有其价值的五分之一。但他对自己在商学院学到的理论深信不疑，认为《华盛顿邮报》不该购买它自己的股票。幸运的是，沃伦·巴菲特当年是《华盛顿邮报》的董事会成员，他说服董事会回购了超过一半的流通股，这给剩下的股东带来了超过十亿美元的财富。所以至少有一个地方曾经很快地干掉这种错误的学术理论。

Weather

Today: Partly sunny.

High 60, Low 40.

Tonight: Partly sunny.

High 50, Low 30.

Details, page B10

©2003 The Washington Post Company

The Washington Post

SATURDAY, JULY 19, 2003

HOME

ELECTIONS

Your Money

Your Health

Your Life

Your World

Dean Absorbs Most Attacks From Rivals

At Debate, First Runner Hit on Remarks and Record

By Bruce Babbitt

WASHINGTON, July 19 (AP) — In a dramatic Washington debate, Sen. John McCain (R-Ariz.) emerged as the front-runner for the Republican presidential nomination after a night of blistering attacks from his rivals. McCain, who has been leading in the polls since he won the Arizona governor's race in 2002, was the only candidate to win more than one vote in the debate.

McCain's victory, leading to a new frontrunner, was a surprise to many observers. McCain, who has been leading in the polls since he won the Arizona governor's race in 2002, was the only candidate to win more than one vote in the debate.



Afghan Delegates Approve Charter

Following Bitter Debate, Assembly Clears Path To Democratic Elections

By Frances Fox Piven

AFGHANISTAN (AP) — Afghan delegates to a constitutional assembly approved a charter for a new democratic government Saturday, clearing the way for elections. The charter, which was drafted by the assembly, provides for a multi-party system and a president elected by popular vote.

《华盛顿邮报》

许多年来，《华盛顿邮报》出过大量重要的撰稿人，包括政治漫画家赫伯特·布洛克（Herbert Block），以及记者鲍勃·伍德沃德（Bob Woodward）和卡尔·伯因斯坦（Carl Bernstein）。在20世纪70年代初期，这两位记者率先揭发了理查德·尼克松政府的水门丑闻。

我认为经济学可以避免许多由物理学妒忌引起的这种麻烦。我是希望经济学采用硬科学的基本治学方法，养成指明其借鉴知识的来源的习惯，但我并不希望它由于物理学妒忌而渴望一种无法达到的准确度。大体上来说，那种包括波尔茨曼常数在内的准确而可靠的公式是不可能在经济学中出现的。经济学涉及的系统太过复杂。渴望做到物理学那么精确不会给你们带来任何好处，只会让你们陷入麻烦之中，就像麦肯锡那个可怜的傻瓜。

我认为经济学家要是多点关注爱因斯坦和莎朗·斯通，本应可以做得更好。要经济学家关注爱因斯坦比较容易理解，因为爱因斯坦说过一句著名的话：“一切应该尽可能简单，但不能过于简单。”这句话有点同义反复，但是它非常有用；有个经济学家——可能是赫伯·斯坦因（注：赫伯·斯坦因，1916——1999，美国经济学家，曾任尼克松总统和福特总统的首席经济顾问）——也说过一句同义反复的话，我很喜欢那句话：“如果一件事情无法永远延续下去，它最后就会停下来。”

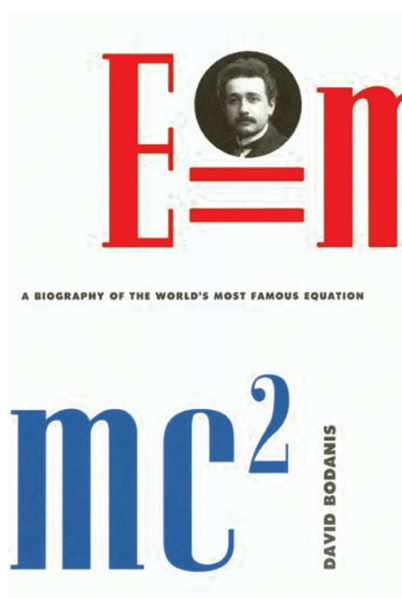
经济学家之所以应该关注莎朗·斯通，是因为有人曾经问她是否有过阴茎妒忌之类的烦恼。她回答说：“绝对没有。我自己的东西已经够让

我烦恼的了。”

当我说起经济学这种虚假的精确，即追求可靠的、精神的公式的倾向，我想起了阿瑟·拉弗（注：阿瑟·拉弗，1940——，美国经济学家，以拉弗曲线闻名，曾任里根总统经济顾问）。他的政治观点跟我一样，但在经济学研究方面，他有时采用了错误的方法。他的麻烦在于追求虚假的精确，那可不是一种研究经济学的成熟方法。

拉弗这些人遇到的情况让我想起了一位来自乡下的参议员——这件事情真的发生在美国。这些故事不是我捏造的。现实总是比我接下来要告诉你们的更加荒唐。反正这位乡下参议员在他的州议会上提出了一项新法案。他想要通过一项法律，把圆周率 π 改为3.2，以便小学生更容易进行计算。你们可能会说这太荒唐了，拿拉弗之类的经济学教授和这样一个乡下参议员相比太过份了。但我认为我算是给这些教授留了情面的。至少那个乡下参议员打算把圆周率确定为3.2的时候，他犯的错误比较小。但如果你们在经济学这么复杂的系统中试图达到虚假的精确，你们引起的错误最终就会比那个不称职的麦肯锡合伙人在担任《华盛顿邮报》顾问时所犯的 error 还要糟糕。所以呢，经济学应该模仿物理学的基本治学方法，但是永远不应该追求像物理学公式那么准确的理论。





阿尔伯特·爱因斯坦

(Albert Einstein , 1879——1955)

阿尔伯特·爱因斯坦原来毕业于瑞士一所师范大学。1904年，在瑞士专利局工作期间，他撰写了博士论文，主题是如何测量分子的大小。在那年和随后一年，他写下了几篇奠定现代物理学基础的论文。这些论文涉及的主题包括布朗运动、光电效应和狭义相对论。他后来还对量子力学、统计力学和宇宙学的发展做出了重大贡献。1921年，爱因斯坦获得了诺贝尔物理学奖。



内布拉斯加家具城

内布拉斯加家具城是由俄罗斯移民露丝·布卢姆金（注：露丝·布卢姆金，1893——1998，又被称为“Mrs. B”，巴菲特倍加推崇的传奇商人）在1937年创办的，最早的经营地点是奥马哈市的一个地下室。它的经营策略很简单，就是“低价销售和说真话”；顾客很支持这家商店，促使它迅速增长。到1994年，这家奥马哈商店已经发展成占地27英亩、经营面积多达几十万平方英尺的大商店。2003年，这家商店在堪萨斯市开设了面积达到70万平方英尺的新店；它可能是全美国最大的独立家具店。

4. 太过强调宏观经济学。

我的第四点批评是，经济学界太过强调宏观经济学，而对微观经济学的重视程度不够。我认为这是错误的。这就像不懂解剖学和化学，却想要掌握医学一样。除此之外，微观经济学是很好玩的。它能够帮助你们正确地理解宏观经济学，它就像耍杂技那么好玩。与之相反，我并不认为人们研究宏观经济学能够得到那么多乐趣。最重要的原因是，他们经常犯错，因为他们想要理解的系统实在是太复杂了。

为了让你们领略微观经济学的魅力，我打算来解决两个微观经济学问题。一个比较简单，一个有点难。第一个问题是这个：伯克希尔·哈撒韦刚刚在堪萨斯州的堪萨斯市开了一家家具和电器商店。在伯克希尔开这家店的时候，世界上最大的家具和电器商店也是伯克希尔·哈撒韦开的，它每年销售3.5亿美元的产品。这家开在一个陌生城市的新商店刷新了这个纪录，每年销售额高达5亿美元。从它营业的那天起，3200个停车位总是满的。女顾客不得不在女洗手间外面排队，因为建筑师并不懂得生物学。那家店取得了巨大的成功。

好了，现在我来向你们提问。请告诉我这家新商店迅速获得成功、销售额比全世界其他家具和电器商店都要高的原因？让我来替你们解答吧。这是一家廉价商店还是一家高价商店？在陌生城市开设一家高价商店不会马上获得成功。那需要时间。第二，如果它每年流转的家具高达5亿美元，那么它肯定是一家硕大无朋的商店，因为家具的体积都很庞大。大型商店的特点是什么呢？它提供大量的选择。所以除了是一家提供大量选择的低价商店，这还能是什么呢？

勒斯·施瓦伯

(Les Schwab , 1917——2007)

勒斯·施瓦伯出生在俄勒冈州的本德市。二战期间，他在空军服役，退役后回到俄勒冈州，买下了OK轮胎店。在他的经营之下，这家小店的销售额从每年3.2万美元提高到了15万美元。在20世纪50年代，施瓦伯开始在靠近太平洋的西北部地区开设分店。通过一系列创新措施，包括利润分成、“超市式”的产品选择、独立于轮胎制造商等政策，该公司目前开设的分店超过300家，每年销售额超过10亿美元。



但你们可能会有疑问，为什么以前没人开这样的商店，轮到它来当第一家呢？答案同样很明显：开这么大的商店需要一大笔钱。所以呢，以前没人开过。所以你们很快就知道答案。只要懂得一些基本的道理，这些看起来很难的微观经济学问题就能够迎刃而解。我喜欢这么轻松而又能带来许多回报的思考方式。我建议你们大家也应该更好地掌握微观经济学。

现在我来给你们出那个有点难的问题。中西部地区有一家轮胎连锁店，过去50年来，它慢慢取得了成功，那就是勒斯·施瓦伯轮胎连锁店。它开始崭露头角，能够与大型轮胎公司的直营店相互竞争。有些大公司生产所有型号的轮胎，就像固特异（Goodyears）等等。这些制造商当然会照顾它们自己的直营店。它们的“轮胎商店”拥有很大的成本优势。后来呢，勒斯·施瓦伯又先后面临罗巴克·西尔斯（Roebuck Sears）、好

市多和山姆会员店（Sam's Club）等折扣商店的竞争。尽管有这么多对手，现在施瓦伯每年的销售额还是达到了几亿美元。勒斯·施瓦伯先生目前已经八十几岁（注：勒斯·施瓦伯已于2007年5月18日去世），没有受过教育，却完成了这样的壮举。他是怎么做到的呢？我看你们很多人想不明白吧。让我们从微观经济学的角度来考虑这个问题。



施瓦伯赶上了什么潮流吗？你们刚提出这个问题，答案就冒出来了。日本人原来在轮胎行业毫无地位，现在他们做得很大。所以施瓦伯这个家伙肯定很早就赶上了卖日本轮胎的潮流。接下来呢，这种缓慢的成功必定有其他原因。很显然，这个家伙能取得如此成就，肯定做了许多正确的事情。而在他所做的这些正确事情里面呢，他必定拥有曼昆所说的那种激励机制带来的超级力量。他肯定有一套非常棒的激励机制来驱动他的员工。必定有一套很好的员工选择系统。他必定非常善于做广告。他确实是。他是个艺术家。日本人的轮胎生意做得那么成功，他肯定是率先出售日本轮胎的。一个成功的生意人必须做对很多事情，并用良好的制度来保证不会犯错。同样地，这个问题的答案也不难得到。但这种特殊的成功背后还有其他原因吗？

我们聘请一些商学院毕业生，他们解决问题的能力并不比你们出色。也许这就是我们很少聘用商学院毕业生的原因吧。

我该怎么解决这些问题呢？很明显，我会利用我大脑里的搜索引

擎，核对我的检查清单，我运用了某些在大量复杂系统中都非常有用的近似运算法则，这些运算法则的原理差不多是这样的：极度的成功很可能是由下面这些因素共同造成的：

1. 将一到两个因素最大化或者最小化。例如，好市多或者我们的家具电器商店。

2. 增加一些成功的因素，以便取得更大的成效，这种成效的提高通常是非线性的，让人想起有关临界点或者物理学中的临界物质的理论。结果通常是非线性的。你们只要再增加一点点物质，就能得到一种 lollapalooza 效应。当然，我这辈子都在寻找 lollapalooza 效应，所以我对那些能够解释这种效应如何发生的模型特别感兴趣。

3. 将几个优点发挥得淋漓尽致。例如，丰田或者勒斯·施瓦伯。

4. 顺应某些重大的潮流。例如，甲骨文。顺便说一句，我在今天的招待会上认识了甲骨文的财务总监杰夫·亨利，但我在认识他之前就说过甲骨文的好话了。

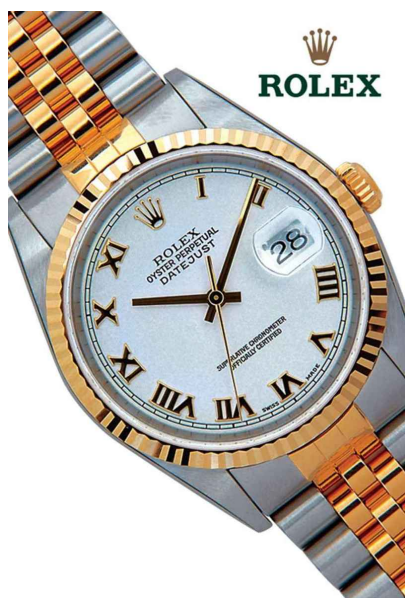
总而言之，我建议你们在解决问题时使用一些快刀斩乱麻的运算法则，你们必须学会正向地和反向地使用它们。让我来给你们举个例子。我经常用一些难题来考我的家人。不久之前，我给家里人出了一个难题，我说：“美国有一项运动，这项运动是一对一的，会举办全国冠军比赛。有一个人获得两次冠军，但是中间隔了65年。”“现在，”我说，“说出这项运动的名字。”我看你们许多人又是一脸茫然。我家里人也大多被这个问题搞糊涂了。但我有个儿子是物理学家，他养成了我欣赏的思考方式。他马上得出了正确的答案，以下是他的推理过程：

这不可能是一项需要手眼协调的运动。没有85岁的老人家能够赢得全国台球巡回赛冠军，赢得全国网球冠军就更别提了。总之不可能。然后呢，他认为不可能是国际象棋——这位物理学家国际象棋下得很好——因为那太难了。国际象棋的规则太过复杂，而且下国际象棋需要很大的耐力。但西洋跳棋是有可能的。他想：“找到啦！只要经验足够丰富，哪怕你已经85岁，也能成为这项运动最好的玩家。”

西洋跳棋

古城乌尔（位于今伊拉克境内）的废墟出土了一种可以追溯到

五千年前的、和西洋跳棋非常相似的棋类游戏。我们今天所玩的西洋跳棋最早出现在3400年前的埃及。



奢侈品：提高价格能够改善奢侈品的“炫耀”功能，销量有时会因此而增加。顾客也有可能认为价格更高的产品质量更好。

当然，他的答案是正确的。

反正我推荐你们使用这种解决问题的方法，遇到问题要进行正向思

考和逆向思考。我还建议学院派经济学要更好地研究我在这里展示的这些非常细小的微观经济学问题。

5. 经济学的综合太少。

我的第五个批评是经济学中的综合太少了，不但没有综合传统经济学之外的知识，也没有综合经济学内部的知识。我曾经向两个不同的商学院班级提出下面这个问题。我说：“你们已经学习了供给和需求曲线。你们懂得在一般情况下，当你们提高商品的价格，这种商品的销量就会下跌；当你们降低价格，销量就会上升。对吧？你们学过这个理论吧？”他们全都点头表示同意。然后我说：“现在向我举几个例子，说明你们要是想提高销量，正确的做法是提高价格。”他们沉默了非常久。在我提出这个问题的两所商学院里，也许50个人里面只有一个人能够举出一个例子。他们认为，在特定的条件下，人们会认为价格较高的商品质量也较好，所以提高价格能够促进销售。



我的朋友比尔·伯尔豪斯遇到的情况就是这样的。他曾经担任贝克曼仪器公司（Beckman Instruments）的老总，那家公司生产的是一种复杂的产品，这种产品如果运转失灵，就会给顾客带来重大的损失。它不是油井底的泵，不过你们把它当成油泵就好理解啦。他的产品虽然比其

他公司的产品更好，但是销售情况很糟糕，他发现原因在于这种产品的售价太低了。这促使人们认为它是一种劣质的玩意。所以他把价格提高了大约20%，销量立刻就上去了。

但在这两所现代的商学院，50个人里面居然只有一个人能够举出一个例子——其中一所还是很难考上的斯坦福商学院。而且没有一个人能够给出我欣赏的主要答案。（查理对这个问题的完整解答可见“我没有什么要补充的”第六篇。）假如你们提高价格，并用额外的钱来贿赂其他公司的采购经纪人呢？这么做有效吗？经济学——微观经济学——里面还有其他办法可以提高价格并用额外的销售收入来促进销量增长吗？这样的办法当然有非常多，你们只要开窍就能想得到。就是这么简单。

最典型的例子来自投资管理行业。假如你们是某个开放式基金的经理，想要卖出更多的份额。人们通常会得出下面的答案：你们如果提高佣金，最终的买家所得到的基金份额自然就会降低。所以你们要是提高每份基金的价格，就等于是出卖最终的客户。而你们可以利用额外收取的佣金来贿赂客户的交易经纪人。你们通过贿赂使得经纪人背叛他们的客户，用客户的钱来购买高佣金的产品。这种做法至少为共同式基金增加了一万亿美元的销量。

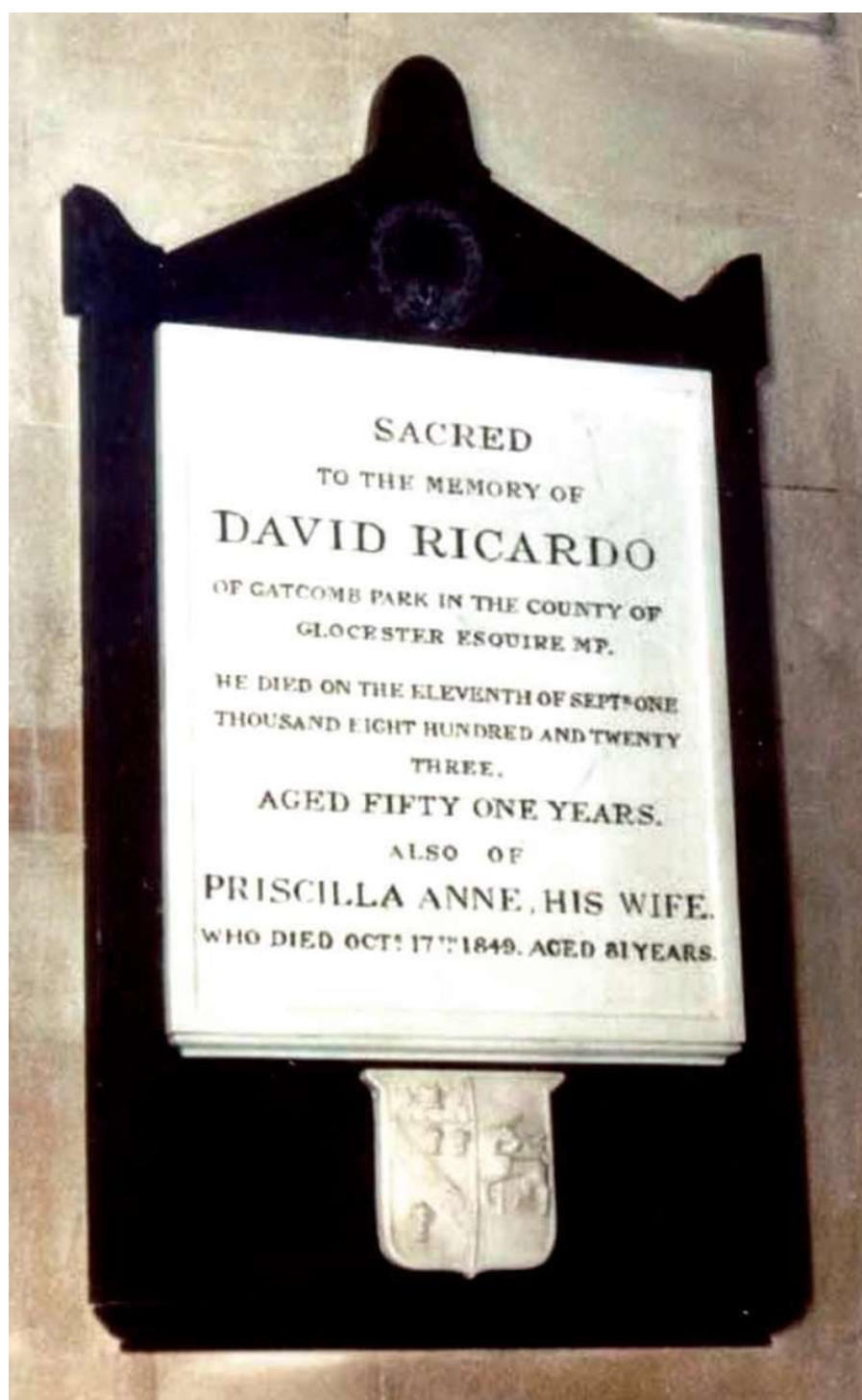


大卫·李嘉图

(David Ricardo , 1772——1823)

大卫·李嘉图出生在伦敦，14岁时开始跟随他父亲在伦敦股票交易所工作。他家财万贯，所以很早就洗手不干了，在英国议会谋得一个席位。阅读了亚当·斯密的《国富论》之后，他对经济学产生了兴趣，对该领域做出了许多重要贡献。人们通常认为比较优势理论是李嘉图提出来的。比较优势理论解释了为什么两个国家之间的贸易是有益的，哪怕其中一个国家制造的产品比另外一个国家便宜得多。这个道理最早是由罗伯特·托伦斯（注：罗伯特·托伦斯，1780——1859，英国经济学家、军人，1834年南澳大利亚殖民地开拓者之一）在1815年一篇谈论小麦贸易的论文中提出来的，但李嘉图在1817年的著作《政治经济学及赋税原理》（The Principles of Political Economy and Taxation）中解释得更加清楚。

这种策略可不是人性美好的部分，我想告诉你们，我这辈子非常彻底地避开了这种策略。我认为你们在生活中并没有必要去推销那些你们自己永远不会购买的东西。即使那是合法的，我也不认为那么做是一个好主意。但你们不应该完全接受我的观点，因为那会让你们有找不到工作的风险。你们不应该接受我的观点，除非你们甘愿冒着只能在少数几个地方找到工作的风险。

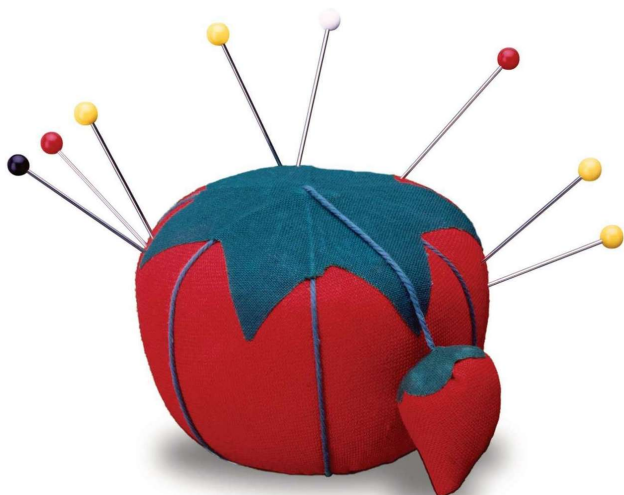


SACRED
TO THE MEMORY OF
DAVID RICARDO
OF GATCOMB PARK IN THE COUNTY OF
GLOCESTER ESQUIRE MP.
HE DIED ON THE ELEVENTH OF SEPT: ONE
THOUSAND EIGHT HUNDRED AND TWENTY
THREE.
AGED FIFTY ONE YEARS.
ALSO OF
PRISCILLA ANNE, HIS WIFE.
WHO DIED OCT: 17TH 1849. AGED 81 YEARS.

我认为我那个简单的问题引起的反应足以表明人们很少综合地去思

考经济学问题，哪怕他们受过高等教育。那些问题很浅显，答案十分容易得出。然而，那些人上过四门经济学课程，入读商学院，智商都很高，写了许多论文，但他们却一点综合能力都没有。之所以发生这种情况，并不是因为那些教授知道如何综合各种知识却不传授给学生，而是由于那些教授本身也没有好好掌握综合能力。他们接受的不是一种综合的教育。我记得凯恩斯或者加尔布雷思（注：加尔布雷思，1908——2006，加拿大裔美国经济学家，曾任美国驻印度大使，两次获得总统自由勋章）说过一句话，经济学教授的思想是最经济的。他们终身使用的是他们在研究生院学到的一点点知识。

第二个和综合相关的有趣问题涉及经济学中两个最著名的范例。第一个是李嘉图提出的贸易中的比较优势原理，另外那个是亚当·斯密的图钉工厂。当然，这两者都能极大地提高人均经济产出，都能将各种职能分配到那些非常善于执行这些职能的人手里。然而，它们也有很大的差别：前者——图钉工厂——是中央计划的极端典型，它的整个系统是由某个人设计出来的；而后者，也就是李嘉图的相对优势，则完全是自发的国际贸易自动产生的后果。



亚当·斯密的图钉工厂

亚当·斯密在1776年出版的《国富论》中记录了他的一家图钉工厂观察到的现象。那家工厂只有10个人，却每天能生产48000颗图

钉，因为它实行了专门化的劳动分工。如果每个工人要独自完成制造图钉的所有工序，那么他每天只能制造20颗图钉，整个工厂的总产量只有每天200颗图钉。斯密不吝赞美地指出，这家实行专门化劳动的图钉工厂极大地提高了生产力，代表了经济发展的方向。

当然，只要体会到综合的乐趣，你们就会立刻想：“这些事情相互影响吗？”它们当然相互影响，相互之间有很大的影响。而这是现代经济系统如此强大的原因之一。许多年前我就亲眼见到过一个几种因素相互影响的例子。伯克希尔当年拥有一家信贷公司，这家公司贷款给一家就在好莱坞公园赛马场正对面的酒店。后来那个地方发生了变化，到处充斥着流氓、强盗和毒贩子。他们为了筹集毒资，甚至把墙壁上的铜管拧下来卖钱，酒店周边有许多带枪的人在晃荡，没有人敢到这家酒店住。我们前后两三次没收了这家酒店，贷款眼看是收不回来了。我们似乎遇到了一个无法解决的经济学问题，一个微观经济学问题。





罗纳德·科斯

(Ronald Coase , 1910——2013)

罗纳德·科斯出生在伦敦的郊区，12岁就初中毕业，两年后考进了伦敦大学。他获得了法学和经济学双学位，开始研究交易成本。科斯1951年迁居美国，在布法罗大学开始了他的学术生涯。1964年他跳槽到芝加哥大学，并在那里担任教授，一直到退休。1991年，科斯获得了诺贝尔经济学奖，他获奖的主要原因之一是在1937年发表的著作《企业的本质》。

喏，我们原本可以去找麦肯锡，或者一群哈佛大学的教授，那样的话我们将会得到一份十英寸厚的报告，阐述各种方法，建议我们如何让这家位于糟糕城区的失败酒店走出困境。但我们没有那么做，而是在酒店外面拉了一条标语，上面写着：“出售或出租”。有个人看到标语，于是来找我们。他说：“你们要是能够改变区域用途许可，让我能够把停车场改建为高尔夫球推杆练习场，我就愿意花20万美元来装修你们的酒店，并通过贷款高价把它买下来。”“可是你总得让旅馆有停车场啊，”我们说，“你是怎么想的呢？”他说：“不用。我的业务是从佛罗里达用飞机把一些老年人送过来，让他们住在机场附近（注：好莱坞公园离洛杉矶国际机场很近），然后用大巴将他们送到迪士尼乐园和其他地方，再把他们接回酒店。我不在乎周边的环境有多么糟糕，因为围墙以内可以满足客人的所有需求。他们只需要早上坐大巴出发，傍晚再回来就可以了；他们不需要停车场，他们需要的是高尔夫球推杆练习场。”所以我们和这个家伙做成了这笔生意。这件事情运转得非常顺利，我们收回了贷款，什么问题都解决了。

很明显，这是一个李嘉图和图钉工厂发生相互影响的例子。这个家

伙设计用来娱乐老年人的奇怪系统纯粹是图钉工厂式的，而找到这个拥有这种方法的家伙则纯粹是李嘉图式的。所以这些事情发生了相互影响。

这只是一个综合考虑问题的简单例子。如果你们想要弄清楚私有企业应该承担哪些职能，政府应该拥有哪些职能，哪些因素确定了这些职能分工，那就变得更难了。

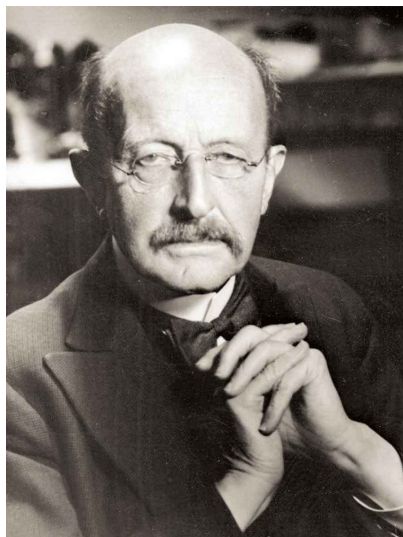
在我看来，每个高智商的经济学专业毕业生都应该能够坐下来，写出一篇十页长的、相当有说服力的、综合这些思想的论文。我敢拿出一大笔钱来跟你们打赌，如果我在美国所有经济学系进行这样的测验，考生们交上来的综合论文肯定是一团糟。他们将会在文章中提到罗纳德·科斯。他们将会谈到交易成本。他们将会想起他们的教授教给他们的一点可怜知识，并把它写出来。但说到真正能够把各种知识综合起来，我可以自信地预言，大多数人不会做得非常好。

顺便提一下，如果你们有人愿意尝试，那么请加油。我想你们会发现这很难。我来告诉你们一件与此相关的有趣事情，那就是诺贝尔物理学奖得主、发现了普朗克常数的伟大物理学家普朗克曾经研究过经济学。他后来放弃了。有史以来最聪明的人之一普朗克为什么要放弃经济学呢？答案是，他说：“经济学太难了。你想尽办法，得到的结果却总是无序而不确定的。”这满足不了普朗克追求有序的愿望，所以他放弃了。如果普朗克早就明白他在经济学里面永远得不到完美的秩序，我敢自信地预言，你们也将会得到相同的结果。

顺便提一下，有个关于马克斯·普朗克的虚构故事非常著名：得到诺贝尔奖之后，到处都有人邀请他去开讲座，他有个司机，专门开车送他到德国各地演讲。司机把讲座的内容给背下来了，所以有一天，他说：“喂，普朗克教授，你何不跟我换个角色呢？”于是他走上讲台，发表了演讲。演讲结束后，有位物理学家站起来，提出一个极其困难的问题。但司机早已胸有成竹。“好吧，”他说，“慕尼黑这么发达的城市，居然有市民提出如此简单的问题，这让我太吃惊了，所以我想请我的司机来回答。”

6. 对心理学的极度无知及其造成的负面后果。





马克斯·普朗克生于1858年，他父亲是一位法学教授，他本人21岁就获得了博士学位。他早期研究的是热力学，后来对辐射产生了兴趣。有了这些研究做铺垫，他自然而然地研究起辐射光谱中的能量分布。普朗克对能量放射的研究对物理学而言是至关重要的，后来被称为“量子物理”。1918年，他获得了诺贝尔物理学奖。



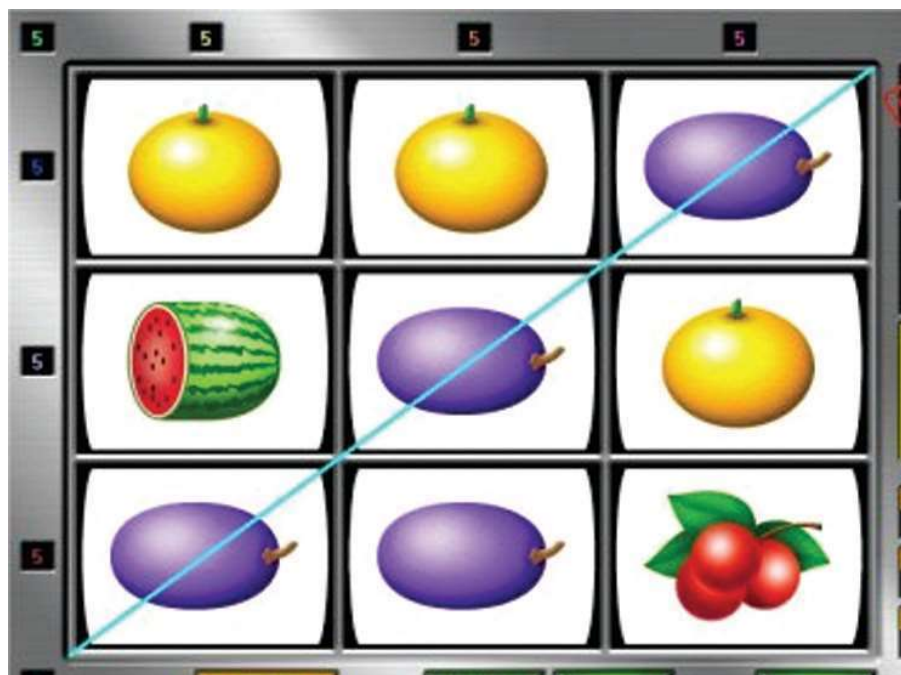
摩根·弗里曼（注：摩根·弗里曼，美国著名影星）在1989年的电影《为戴茜小姐开车》（Driving Miss Daisy）中饰演的霍克·科尔本是他扮演过的最著名的角色之一。弗里曼在许多电影里扮演了伟大的角色，特别是《肖申克的救赎》。2005年，由于在《百万宝贝》中的精彩演出，他名副其实地获得了奥斯卡奖。

在现实世界，弄清楚你何时是“马克斯·普朗克”、何时是“司机”是很关键的。如果无法合理地回答下一个问题，那么你就缺乏真正的本领，非常有可能处在你的“能力圈”之外。

好啦，现在我要来讲第六个缺陷，这个缺陷其实也是由于对跨学科研究不够重视而造成的：对心理学的极度无知及其在经济学中造成负面影响。在这里，我想要给你们出一个简单的问题。我善于提出简单的问题。

假如你们在拉斯维加斯拥有一家小赌场。赌场里面有50台标准老虎机，它们的外表和功能都是相同的。它们的返还率是一模一样的，需要返还硬币的图案组合也一样。它们以同样的比例出现。但这些老虎机里

面有一台无论你把它摆到哪里，当你每天营业结束检查这些机器时，这台机器所赢的硬币总是比其他机器多25%。我相信你们肯定能够回答这个问题的。这台赢更多钱的机器有什么特别的地方呢？有人能够回答吗？



男生：更多人玩它。

芒格：不，不，我想知道的是，为什么会有更多人去玩它。这台机器的特别之处在于，人们利用现代的电子技术，使这台机器的“近似中奖”率（在玩老虎机时出现接近中奖的组合）更高。和正常的机器相比，这台机器会更多地出现bar、bar、柠檬，bar、bar、葡萄的情况，这会促使玩家下注下得更重。这个答案很难得到吗？很容易的。明显存在着一个心理因素：那台机器能够引发某种基本的心理反应。

如果你们了解各种心理因素，如果你们在头脑中把它们列成一张检查清单，那么你们只要核对这张清单，然后肯定会找出那个能够解释这种现象的因素。没有任何其他方法能够有效地完成这项任务。那些没有掌握这些解决问题方法的人不会得到这些答案。生活就像踢屁股比赛，如果你们想要成为一个独腿人，那么欢迎你们来找我玩。但如果你们想要像有两条腿的壮汉那样成功，就必须掌握这些方法，包括在了解心理

学的前提下对宏观和微观经济学进行研究。



拉丁美洲的某个小国家：一个如何解决经济问题的有趣案例，来自心理学刊物（参见“我没有什么要补充的”最后一篇）。

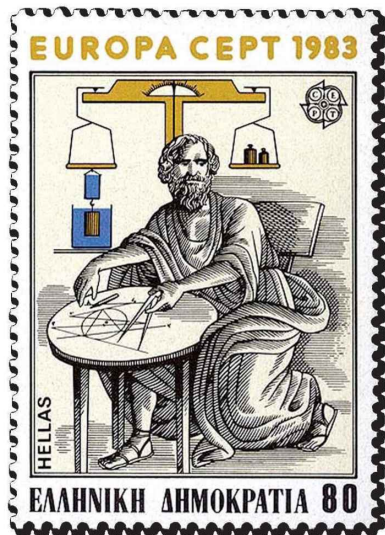
为了证明这一点，我下面来谈谈某个拉丁美洲国家是如何整顿停滞不前的经济的。那是拉丁美洲的一个小国家，这个国家偷盗成风，所有人都喜欢行窃。他们挪用公司的公款；他们偷走社区里一切能弄到手的

东西。经济自然停滞不前。但这个问题被解决了。这个案例我是在哪里看到的呢？我愿意给你们一点提示。它并不在经济学刊物上，我是在心理学刊物上看到这个案例的。那个国家出现了一些聪明人，他们使用了一些心理学方法，然后就解决了这个问题。



《战神在诸位艺术女神的陪伴下消灭无知》

(Mars , Surrounded by the Liberal Arts , Vanquishing Ignorance)
安东·克拉森斯，1605年，油画，格洛宁格博物馆，布鲁日。



圆周率的发现

圆周率（通常用希腊字母 π 来表示）是圆的周长和直径之比。古希腊人证明了 π 是一个无理数，不能用分式来表达。如今，圆周率是个应用非常广泛的特殊常数，建筑、量子物理等众多领域都需要用到它。

我认为既然有了这些解决经济问题的漂亮案例，还有这些能够解决许多问题的简单技巧，而假如你们是经济学家，却不知道如何解决和理解这些问题，那是说不过去的。你们为什么要对心理学无知到不明白有些心理学方法能够解决你们自己遇到的经济问题呢？

在这里，我想要给你们一条极端的指令。这条指令甚至比硬科学的基本组织性治学方法还要严格。这是塞缪尔·约翰逊提出来的。实际上，他说如果一个学者能够通过少量的工作轻轻松松地去掉自己的一个无知，却不去做，那么这个学者的行为就等于背叛。这是他的原话，“背叛”。所以你们能够明白我为什么喜欢这些东西。他说如果你们是学者，那么就有责任努力让自己别成为白痴，所以你们必须尽量完善你们的知识体系，尽可能地消灭自己的无知。

7. 对二级或者更高级别的效应关注太少。

接下来谈谈第七个缺陷：对二级或者更高级别的效应关注太少。这

个缺陷是相当容易理解的，因为结果会产生结果，而结果的结果也会产生结果。这变得非常复杂。以前我是一名气象学家，这种现象让我感到非常苦恼。不过和经济学相比，气象学的问题太过简单了。

当年有些专家，包括一些拥有博士学位的经济学家，对最早的医疗保险法的成本进行了预测。他们表现得极其无知，只是把以往的成本相加起来就完了。

他们的成本预测的误差达到了1000%。他们计划的成本还不到实际发生的成本的10%。他们实行了各种新的激励机制之后，人们的行为便会根据激励机制发生变化，于是实际发生的医疗费用跟他们预测的完全不同。医学界会发明一些昂贵的新疗法，它向来如此。一大群专家怎么会犯下如此愚蠢的错误呢？答案：他们为了轻松得到结果而把问题过度简化了，那就像把圆周率改为3.2一样！他们选择了不去关注后果的后果的后果。

这种思考错误很常见，在学术界看来，生意人在微观经济学问题上所犯的错误更加愚蠢。商界也不乏类似于医疗保险成本预测的蠢事。比如说你们拥有一家纺织厂，有个家伙找上门来说：“哇，这难道不是很好吗？我们发明了一种新型纺织机。它能够极大地提高生产效率，如果买下它，只要纺织品价格维持不变，只需三年就可以收回成本。”于是你在20年间不停地买进新型的纺织机，而你的利润率依然只有4%；你什么好处也没有得到。答案是这样的：并不是新技术没有发挥作用，而是经济规律决定了，新纺织机带来的好处只会落到那些购买纺织品的人手里，而不是落进拥有纺织厂的那个家伙的口袋。一个人只要选修过大一的经济学课程，或者曾经上过商学院，怎么可能不明白这个道理呢？我认为教育机构是在误人子弟。否则的话，这种蠢事就不会经常发生。

我通常不会使用正式的可行性报告。我不让人们帮我做可行性报告，因为我不喜欢办公桌上乱糟糟的，但我总是看到有些人很愚蠢地起草可行性报告，许多人觉得它们有用，不管它们有多么愚蠢。在美国，丢一份愚蠢的可行性报告在办公桌上是一种有效的销售技巧。

投资银行家更是精于此道。我也从来不看投资银行家的可行性报告。沃伦和我曾经收购过一家公司，卖方请一个投资银行家做了详细的研究。那份可行性报告有这么厚。我们只是把它扔到一边，仿佛它是死尸。他说：“我们为它花了200万美元。”我说：“我们不用这类报告。从

来连看都不看。”

不管怎么说，正如医疗保险的例子所表明，基于某些深层的心理学原因，所有人类制度都会被钻空子，而且人们在钻空子的博弈游戏中表现出了高超的技巧，因为博弈原理有这么大的潜力。社会制度的人并不懂得如何防止钻营。加利福尼亚州的工伤赔偿制度就是这样。人们在利用制度漏洞的博弈游戏上已经出神入化了。在利用制度漏洞的过程中，人们变得越来越狡猾奸诈。这对文明社会有好处吗？这对经济表现有好处吗？当然没有。那些设计了有漏洞可钻的制度的人应该被打入地狱的最底层。

我有个朋友，他的家族控制了大约8%的货柜拖车市场。他刚刚关掉了他在加利福尼亚州的最后一家工厂，他在得克萨斯州还有一家工厂，那家情况更糟糕。在他的得克萨斯州工厂，工伤赔偿成本占到了总薪酬支出的10%以上。制造货柜拖车本来就没什么利润。所以他把工厂关掉，迁到犹他州的奥格登市。奥格登市生活着大量需要养活一大家子的虔诚的摩门教徒，他们从来不钻工伤赔偿制度的漏洞。现在工伤赔偿成本只占到总薪酬支出的2%。

难道和摩门教徒相比，在他的得克萨斯工厂上班的那些拉美人天生就不诚实和道德败坏吗？不是的。罪魁祸首是那些立法机构。这些机构的许多成员是从法学院毕业的，可是他们却通过了鼓励欺骗的法律；他们不认为自己的所作所为对文明社会有极大的破坏作用，因为他们并没有考虑到说谎和欺骗造成的二级后果或者三级后果。所以呢，这种情况随处可见，就像日常生活的其他部分一样，经济生活中也充满了欺诈。





国际象棋，尤其是图中斯波克先生（注：斯波克先生，美国科幻电视剧《星际迷航》中的外星人）正在玩的三维国际象棋，很好地展现了次级和更高级别的后果。每颗棋子的走动都会——有时候会极大地——影响到整个棋局的形势。

哈佛大学经济学系的维克多·尼德霍夫的故事是一个利用制度漏洞的绝佳例子。维克多·尼德霍夫是一名警官的儿子，他必须在哈佛大学取得甲等成绩。但他并不想在哈佛大学认真学习，因为他真正喜欢的事情有四件：一、和大师级的对手玩西洋跳棋；二、不分日夜地用他非常精通的扑克牌进行豪赌；三、继续蝉联他已经连续好几年拿到的美国壁球冠军；四、成为最好的业余网球选手。

这样一来，他可以用于在哈佛大学拿到甲等成绩的时间就不多啦，所以他选择了经济学系。你们原本可能以为他会选择法国诗歌。但是别忘了，这个家伙能够参加西洋跳棋冠军赛。他觉得以他的智商，玩弄哈佛大学经济学系根本不在话下。确实如此。他发现该系的研究生承担了大部分原本应该由教授完成的乏味工作，他还发现，由于要成为哈佛大学的研究生特别难，所以这些研究生都非常聪明，做事有条不紊，而且十分勤奋。那些教授很需要他们，也对他们心存感激。

所以，正如人们根据那种叫做“互惠倾向”的心理因素可以预料到的，在研究生上的高级课程中，教授们给出的分数总是甲等。所以维克多·尼德霍夫什么课都不选，专门选哈佛大学经济学系那些最高级的研究生课程，当然啦，他每门课程都得到了甲等的成绩，而且几乎没有去上

过一节课。当时哈佛大学的人还以为这学校又出了一个天才呢。尽管这个故事很荒唐，但这种办法确实有效。尼德霍夫变得非常著名：人们管他这种方式叫做“尼德霍夫选课法”。

这证明了所有社会制度都会被钻空子。另外一个不考虑后果的后果的例子，是经济学界对李嘉图的比较优势法则的标准反应。李嘉图认为比较优势能让贸易双方都得益，他对这个法则的解释非常具有说服力，所以人们都信服。人们直到今天仍为这个法则着迷，因为它是一个非常有用的道理。经济学界每个人都知道，如果只考虑李嘉图效应带来的初始优势，那么比较优势能够让贸易双方获得非常大的利益。但假如你们进行贸易的对象是一个非常有才华的族群，比如说中国人，他们现在特别穷，特别落后，你们则处在一个发达国家，你们和中国建立了自由贸易关系，这种关系持续了很长时间。

现在让我们来看看二级和更高级别的后果。如果美国和中国进行贸易，那么美国人的生活水平会得到改善，对吧？李嘉图证明了这一点。但哪个国家的经济会发展得更快呢？那显然是中国。在自由贸易的推动之下，他们吸收了世界上各种现代科技，而且正如亚洲四小龙已经证明的，他们很快就会走到前面去。看看中国的香港和台湾，看看早年的日本。所以最开始的时候，和你们进行贸易的是一个有十几亿落后农民的弱小国家，但到最后，这个国家变得比你们的国家更加强大，甚至可能还拥有更多和更好的原子弹。李嘉图并没有证明原来领先的国家会得到这么美好的下场。他并没有试图去确定二级和更高级别的后果。



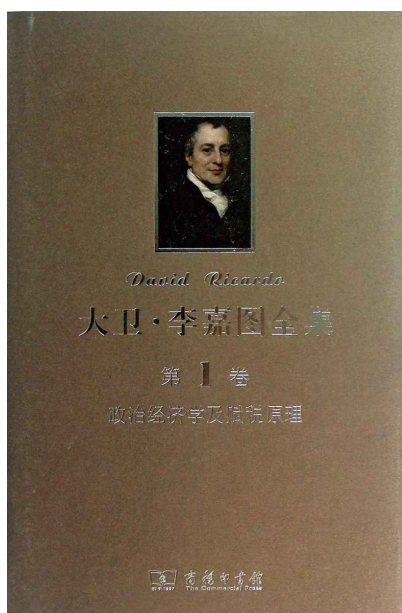
维克多·尼德霍夫

(Victor Nieder hoffer , 1943——)

维克多·尼德霍夫在哈佛大学念本科时读的是统计学和经济学，后来从芝加哥大学得到博士学位。他曾在伯克利加利福尼亚大学教了五年书，在此期间他同时经营着尼德霍夫、克罗斯和萨克豪瑟有限公司(Niederhoffer, Cross and Zeckhauser, Inc.)，把一些私人企业卖给上市公司。在20世纪70年代末期，尼德霍夫开始从事期货和期权交易；他在1980年创办了尼德霍夫投资公司 (Niederhoffer Investment)，为机构客户提供金融管理服务。他还曾多次赢得全国壁球冠军。

比较优势

比较优势通过自由贸易带来的好处通常遭到忽略，在其1817年出版的名著《政治经济学及赋税原理》中，大卫·李嘉图对此进行了揭示：



“葡萄牙生产红酒和毛呢的成本可能比英国低。然而，这两个国家生产这两种产品的相对成本是有差别的。在英国，生产红酒很难，但生产毛呢的难度并不是很大。在葡萄牙，这两者都很容易生

产。因此，尽管葡萄牙生产毛呢的成本比英国低，但如果葡萄牙生产更多的红酒，用来交换英国的毛呢，那么葡萄牙的毛呢成本会更低。相反地，英国也从这种贸易中获益，因为它生产毛呢的成本没有变化，但它现在能够用更接近于毛呢的成本来获得红酒。”

国家之间相互“委派”任务能够获得比较优势，同样地，管理人员在安排工作时也可以利用李嘉图的这个原理，而这是很多人都没想到的。即使一个管理人员能够亲自更好地完成各种工作，把这些工作分散到各人手里仍然是对大家都有利的做法。

如果你们试图与一些经济学教授谈论这个话题——这我已经做过三次——他们会吃惊地回避，好像你们冒犯了他似的，因为他们不喜欢这种讨论。这种讨论会让他们的漂亮学科变得一团糟，因为如果你们忽略二级和三级后果，经济学就会简单得多。

关于这个话题，在那三次尝试中，我得到的最佳答案来自乔治·舒尔茨。他说：“查理，我认为呢，就算我们停止和中国进行贸易，其他发达国家也会继续的，我们无法抑制中国相对我们的上升势头，而且我们将会失去李嘉图提出来的贸易优势。”这当然是正确的。我说：“好吧，乔治。你刚刚创造了一种新的公用品悲剧。你身陷其中，却无能为力。你将会遇到一种极其糟糕的情况，因为你的祖国原本是世界领袖，最后却失去了对世界的领导权，被笼罩在其他国家的阴影之中。”他说：“查理，我不愿意去想这个问题。”我想他是很明智的。他的年纪甚至比我还大，也许我应该向他学习。

8. 对“捞灰金”的概念关注太少。

好啦，下面我要讲经济学的第八个缺陷：经济学界对最简单、最基本的数学原理的关注太少。居然说经济学界不关注数学问题？这听起来有点过分，对吧？我想举个例子——我这个例子可能举得不对，我已经老了，而且很顽固——但尽管如此，我还是想说出来。我认为经济学界对“捞灰金”（febezzlement）的概念关注太少。我的观点派生自加尔布雷思的理论。加尔布雷思认为，尚未败露的贪污行为会对经济产生很大的凯恩斯刺激效应，因为那个钱被贪污的家伙以为他仍像从前那么富裕，于是延续原来的消费方式，而那个贪污的家伙则增加了购买力。我认为加尔布雷思的分析是正确的。他的观点的问题在于，他描绘的是一种影响较小的现象。因为一旦贪污行为败露——它迟早会败露的——那

种效应很快会扭转过来。所以那种效应很快就消失了。

我猜想加尔布雷思对数学问题不够关注，但假如你们对数学问题足够关注的话，你们就会想：“有一条基本的数学定理是这样的：‘如果A等于B，B等于C，那么A等于C。’”明白这个数学原理之后，你们就会努力去寻找功能相等的东西。所以你们也许会问：“经济学中有跟‘捞黑金’相同的行为吗？”顺便提一下，加尔布雷思生造了“黑金”（bezzle）这个词，用来指尚未败露的贪污中涉及的金额，所以我生造了“捞灰金”这个词，即它起到的作用跟捞黑金是相同的（functional equivalent of embezzlement）。

我提出了“经济学中有跟‘捞黑金’相同的行为吗？”这个问题，我想到了许许多多的答案，所以生造“捞灰金”这个词汇。有些“捞灰金”行为就出现在投资管理业。毕竟我跟投资管理业的关系比较密切。我认为美国的股东在投资普通股的过程中，总共有数十亿美元被浪费了。只要股市继续上涨，浪费掉这些钱的投资者就没有感觉，因为他看到的是股票价格正在稳定上升。而在投资顾问看来，这些钱是正当的收入，因为那确实是他出售有害的投资建议换来的。这种行为无异于尚未败露的贪污。你们现在可以明白为什么很少有人邀请我去演讲了。



乔治·舒尔茨

（ George Shultz , 1920—— ）

乔治·舒尔茨出生在纽约市，本科就读的是普林斯顿大学经济学系，在麻省理工学院获得了工业经济学博士学位。在麻省理工学院执教几年之后，他跳槽到芝加哥大学。他曾有两年的时间担任理查德·尼克松总统的财政部长，直到尼克松被迫辞职。罗纳德·里根总统在1982年任命他为国务卿；在里根的两个总统任期内，舒尔茨都身居国务卿的高位。 he 现在是胡佛研究院的成员，柏克德公司

（ Bechtel Corporation ）、吉利德科技（ Gilead Science ）和嘉信理财公司（ Charles Schwab & Company ）的董事会成员。2003年，阿诺·施瓦辛格成功地赢得竞选，取代格雷·戴维斯（注：格雷·戴维斯，1942——，前美国加州民主党籍州长）成为加利福尼亚州的州长，舒尔茨当时担任施瓦辛格竞选阵营的顾问。



2000年8月9日，经济学家约翰·肯尼斯·加尔布雷思在白宫接受美国公民的最高荣誉：总统自由勋章。

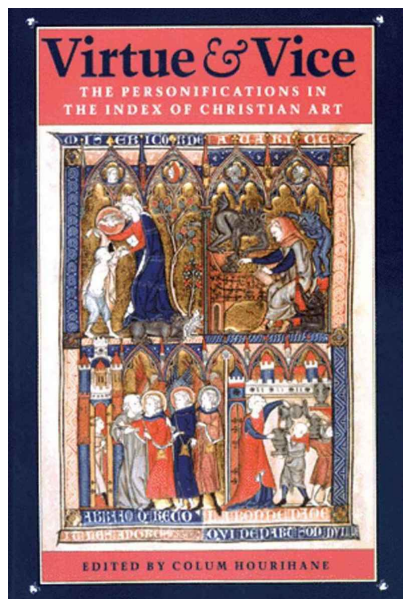
所以我说，如果你们在经济生活中寻找其作用跟“捞黑金”相同的“捞灰金”行为，你们将会发现一些非常强大的因素。它们创造出某些比原来的“财富效应”更为强大的新型“财富效应”。但实际上没有人和我持相同的看法，如果有哪位研究生想要独自进行研究，在他的毕业论文中证实这个假设，我愿意把这个理论的发明权转让给他。

9. 对美德效应和恶行效应不够重视。

好啦，经济学的第九个缺点是：对经济生活中的美德效应和恶行效应不够重视。我很早就清楚地知道，经济生活中有巨大的美德效应，也有巨大的恶行效应。但如果你们跟经济学家谈起美德和恶行，他们会感到浑身不自在。因为美德和恶行无法用大量的数据图标来表示。但是我认为经济生活中存在着很大的美德效应。在我看来，修道士卢卡·帕乔利发明的复式簿记法在经济生活中产生了巨大的美德效应。它让商业变得更容易掌握，也让它变得更加诚实。接下来是收款机。收款机对人类道德的贡献比公理教会（注：Congregational Church，基督新派的宗派之一）还要多，它真的能够极大地促使经济系统更好地运转。与之相反，一种容易被钻空子的系统对文明社会有破坏作用；而一种让人很难钻空子的系统，比如说以收款机为基础的收银系统，可以通过减少恶行而让文明社会的经济有更好的表现。但经济学界很少有人谈论这些话题。

我想进一步指出，极端的诚信精神能够让经济系统运转得更好。从前宗教能够提供一种诚信精神，至少过去几个世代的美国是这样的。宗教灌输负罪感。我们住的城区有一位很有魅力的爱尔兰天主教牧师，他常常讲：“负罪感可能是那些犹太人发明的，但我们完善了它。”这种来自宗教的负罪感极大地推动了诚信精神的发展，对提高人类的经济产出非常有帮助。

许多恶行造成的负面效果是很明显的。现在出现了许多虚假繁荣的景象和稀奇古怪的促销手段——你们只要翻翻过去六个月的报纸就能看到。这里面的恶行多到足以让我们全部都气噎。顺便提一下，每个人都对美国公司的高层管理人员拿那么多薪水感到气愤。人们应该感到气愤的。我们看到许多律师和教授就如何解决薪酬不公平提出了各种疯狂的管理办法，但这些办法毫无用处。其实好办法就在眼前：如果董事会的成员都是不领薪水的大股东，那么我们将会吃惊地发现，由于我们降低了互惠倾向引发的影响，公司高层管理人员领取太多薪酬的现象将会消失。



很少有什么东西比一个好例子更加令人恼火，更加令人难以忍受。

——马克·吐温



卢卡·帕乔利

(Fra Luca de Pacioli, 1445—1517)

1494年，卢卡·帕乔利出版了他的巨著《算术、几何、比与比例

概要》。在这本著作中，帕乔利提出了一个全新的概念：复式簿记。这个发明改革了商业行为，让帕乔利成了著名人物。他的这部著作是最早一批用古登堡雕版印刷术出版的图书。

有个奇怪的地方曾经采用的制度与这种无报酬的系统差不多。英国的地方刑事法庭有一些非专职的治安法官，他们有判处犯人入狱一年或者拘禁数月的权力。每个地方的刑事法庭有三名法官，他们并不领取薪水。他们的开支可以报销，但有一定的限制。他们每年作为志愿者工作大约40个半天。这种制度很漂亮地运转了大概七百年。那些有能力而且诚实的人争先恐后地想成为法官，担任这种要职，履行他们的义务，但没有报酬。

这也是本杰明·富兰克林在晚年时希望美国政府采用的制度。他认为政府的高官不应该领取薪水，而应该像他本人或者摩门教会的那些领袖，他们非常富裕，完全不领取薪水。当我看到现在加州的情况，我不敢说他错了。反正现在的情况与富兰克林的设想截然相反。其中一个现象是，许多教授——他们大多数需要钱——被各种企业委任为董事。

人们往往没有认识到，人世间大多数结果都是不公平的，而且道德规范有时候必须不公平，才能取得最好的效果。过于追求公平，会给社会制度带来严重的功能障碍。有些制度应该故意制定得对个体不公平，因为这样的话它们整体上对我们大家会更加公平。我经常举一个例子：在海军，如果你的船搁浅了，即使那不是你的错，你的军旅生涯也会终结。我认为和追求对每个人都公平的制度相比，对那个没有犯错的家伙不公平的制度更能让每艘舰艇的船长呕心沥血地确保他负责的舰艇不会搁浅。容忍对某些人有一点不公平，以便对所有人更为公平，这是我向你们所有人推荐的模式。但同样地，如果你们想要得到好成绩，那么别把这个观点写进你们的作业，如果你们念的是那些过度热衷于追求程序公平的现代法学院，那就更不能写进去了。

当然，恶行也给经济生活造成了巨大的影响。欺诈与愚蠢造成的经济泡沫无所不在。泡沫破裂的结果通常令人非常不愉快，我们最近就深有体会。历史上最早的大泡沫当然是英国那次可怕的南海大泡沫。它引发的余波非常有意思。你们许多人也许不知道南海泡沫事件之后发生的情况，那给人们带来了巨大的损失和痛苦。在随后的数十年里，除了少数特例，英国当局禁止企业公开交易股票。议会通过的法律说你们可以

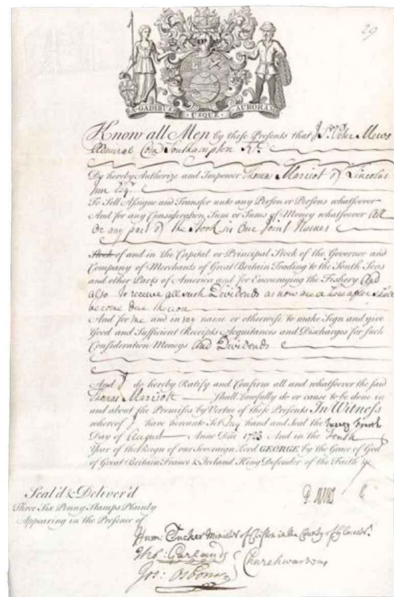
和几位合伙人成立合伙制公司，但你们不能公开交易股份。顺便提一下，英国尽管没有公开的股票交易，但它的经济也仍然有所发展。如果那些像赌徒般疯狂地炒股票并因此而发财的人仔细研究这个案例，他们是不会喜欢它的。长时间禁止股票公开交易的做法并没有让英国衰落。

房地产业的情况也一样。我们过去曾有很长一段时间禁止公开交易房地产企业的股份，但我们照样兴建了那么多我们所需要的购物中心、汽车专卖店等等。人们总是以为资本市场就应该像赌场那样，能够让他们快速而有效地赚大钱。但资本市场并不是赌场。



南海泡沫事件

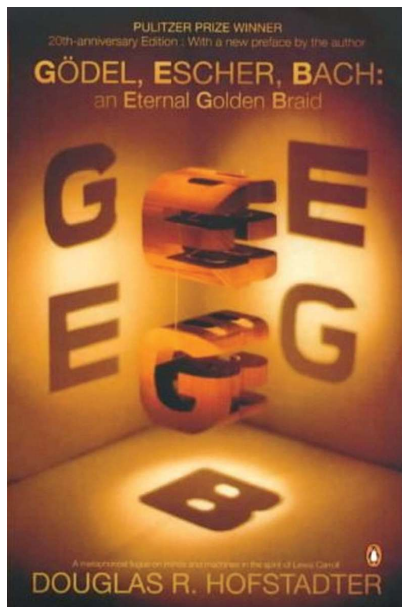
恶行效应引发的另一个有趣问题和妒忌有关。妒忌在摩西的律法中是饱受指责的。你们可能记得希伯来人刻在墓碑上的文字：你们不能觊觎邻居的驴子，你们不能垂涎邻居的女仆，你们不能贪图……这些古代犹太人知道妒忌的人们是什么德性，也知道这些人会惹出什么麻烦。他们对妒忌真的绝不姑息，他们这么做是正确的。但曼德维尔（注：曼德维尔，1670——1733，荷兰人，著名哲学家和经济学家，曾因提出“私人恶德即公共利益”悖论而备受争议）——你们记得他的《蜜蜂寓言》（The Fable of the Bees）吗？他令人信服地——反正我是信服的——证明妒忌会极大地推动消费意欲。所以呢，妒忌既是摩西十诫严厉禁止的糟糕恶行，却又是促使经济增长的驱动力。经济学中总有一些人们无法解决的悖论。



南海泡沫事件

南海泡沫事件（South Sea Bubble）是英国在1720年春天到秋天之间发生的一次经济泡沫，南海公司在1711年西班牙王位继承战争仍在进行时创立，它表面上是一间专营英国与南美洲等地贸易的特许公司，但实际上是一所协助政府融资的私人机构，分担政府因战争而欠下的债务。

南海公司在夸大业务前景及进行舞弊的情况下被外界看好，到1720年，南海公司更通过贿赂政府，向国会推出以南海股票换取国债的计划，促使南海公司股票大受追捧，股价由原本1720年年初约128英镑急升至同年7月的1000镑以上，全民疯狂炒股。然而，市场上随即出现不少“泡沫公司”混水摸鱼，试图趁南海股价上升的同时分一杯羹。为规管这些不法公司的出现，国会在6月通过《泡沫法案》，炒股热潮随之减退，并连带触发南海公司股价急挫，至9月暴跌回190镑以下的水平，不少人血本无归，连著名的物理学家牛顿爵士也蚀本离场。



在其获得1989年普利策奖的作品中，道格拉斯·霍夫斯塔德（注：道格拉斯·霍夫斯塔德，1945——，美国认知学学者）综合了数学家戈德尔、图形艺术家艾舍尔（注：艾舍尔，1898——1972，荷兰图形艺术家，错觉艺术大师）和作曲家巴赫的成果。

库尔特·戈德尔

（Kurt Gödel, 1906——1978）

库尔特·戈德尔出生在奥匈帝国，是逻辑学家、数学家和数学哲学家。他在维也纳大学攻读博士学位，在其博士论文中提出了两条著名然而有点难懂的不完备定理。第一条定理是人们可以利用一个数学系统来构造一个在此系统中既不能被证明，也不能被证伪的命题。第二条定理是从第一条定理推断出来的：没有一个前后一致的系统能够被用来证明其自身的前后一致性。

在我年轻的时候，每个人都对戈德尔的发现感到十分兴奋。戈德尔证明了数学系统必定有许多不完备之处。自那以后，那些优秀的数学家都说他们在数学中发现了更多无法消除的缺陷，他们终于明白，数学中如果没有悖论，就不成其为数学了。如果你们是数学家，那么再怎么努力也好，总有一些悖论是无法破解的。

好啦，如果连数学家都无法在他们自己创造的系统中消除悖论，那

么可怜的经济学家将永远无法摆脱悖论，我们这些人就更别说啦。那没有关系。生活有悖论才有趣。每当遇到悖论的时候，我就会想，要么我是一个彻头彻尾的白痴，所以才觉得这是悖论，要么我的研究已经很有成果，已达到这个领域的前沿。光是弄清楚我到底属于哪一类就能给生活增添很多乐趣。

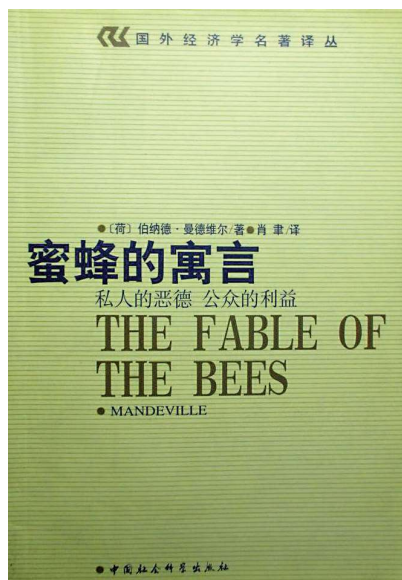
这次演讲就要结束啦，我想再告诉你们一个故事，以证明人们从有限的知识库存中得到错误的观念并坚持到底是非常可怕的事情。这个故事的主人公是海曼·利伯维茨，他是从外国移民到美国来的。他们家族在移民之前开了一家铁钉厂，来到美国之后，利伯维茨决定继续制造铁钉。他奋斗啊，奋斗啊，到最后呢，他的铁钉厂取得了巨大的成功。他的老婆对他说：“你年纪大啦，海曼，是时候去佛罗里达享受生活，把铁钉厂交给我们的儿子啦。”

所以他就去了佛罗里达，把铁钉厂交给他儿子，但他每周都会收到财务报告。他在佛罗里达没住多久，这些财务报告就急转直下。实际上，它们很糟糕。所以他登上了飞机，回到铁钉厂所在的新泽西州。就在离开机场、前往工厂的路上，他看到一块巨大的户外灯箱广告牌，广告牌上是被钉在十字架上的耶稣。耶稣像下面有一行文字：“他们使用了利伯维茨牌铁钉。”他气急败坏地赶到工厂对他儿子说：“你这个白痴！你知不知道你在干什么？这家工厂花了我50年的心血！”“爸爸，”他儿子说，“相信我。我会解决这个问题的。”

所以他回到了佛罗里达。在佛罗里达期间，他收到了更多财务报告，铁钉厂的经营业绩继续恶化。于是他又登上了飞机。离开机场、路过那块广告牌的时候，他抬起头，看着这块巨大的灯箱广告牌，现在上面是一个空的十字架。哇，快看，耶稣就趴在十字架下面的地上，广告语写着：“他们没有用利伯维茨牌铁钉。”

嗯，你们尽管笑吧。这个故事很荒唐，但人们执迷不悟地坚持错误观念的做法也同样荒唐。凯恩斯说：“介绍新观念倒不是很难，难的是清除那些旧观念。”爱因斯坦说得更好，他把那些成功的理论归功于“好奇、专注、毅力和自省”。他说的自省就是摧毁你们自己最热爱、最辛苦才得到的观念。如果你们确实能够善于摧毁你们自己的错误观念，那是一种了不起的才华。



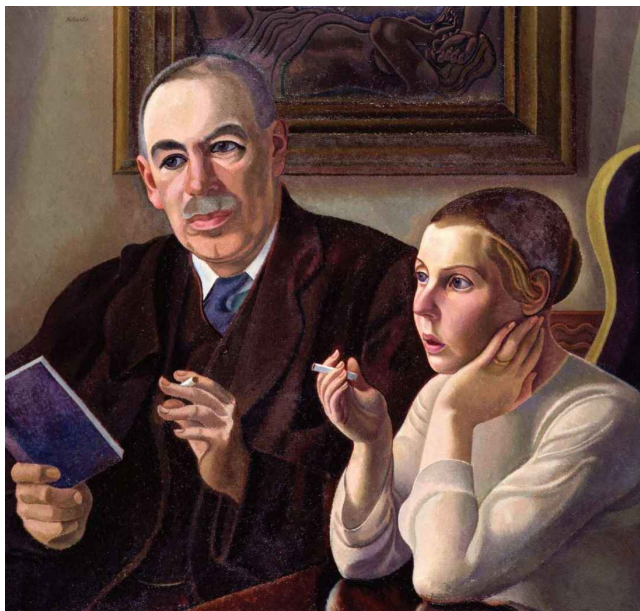


伯纳德·曼德维尔

(Bernard Mandeville , 1670——1733)

《蜜蜂的寓言》

哲学家和讽刺作家伯纳德·曼德维尔在1705年发表了一首讽刺时局的诗歌，“蜜蜂的寓言，或，私人的恶行，公共的利益”。曼德维尔的哲学观是，利他主义损害了国家利益和学术进步，人类的自私人反倒真正推动进步的引擎。因而他得到了“私心即是公益”的悖论。



《约翰·梅纳德·凯恩斯，凯恩斯男爵和丽蒂亚·洛波科娃（凯恩斯夫人）》
（John Maynard Keynes, Baron Keynes and Lydia Lopokova）
威廉·罗伯茨，1932年展出，油画，现藏伦敦的国立肖像画博物馆。

约翰·梅纳德·凯恩斯

（John Maynard Keynes，1883——1946）

约翰·梅纳德·凯恩斯的父亲是剑桥大学的经济学讲师，他本人是一名社会改良主义者，所以他似乎注定要成为伟大的经济学家和政治思想家。1936年，他出版了《就业、利息和货币通论》，他认为政府应该在高失业的时期采取各种方法刺激需求，比如说增加对公共设施的投入。这本书是现代宏观经济学的基础。

好啦，是时候来复习一下这次小演讲中的大教训啦。我呼吁大家熟练地掌握更多的跨学科知识，这样才能更好地理解经济生活和其他一切。我还呼吁大家别因为遇到无法消除的复杂性和悖论而丧气。那只会增加问题的乐趣。我的灵感同样来自凯恩斯：粗略的正确好过精准的错误。

最后我想重复我以前在相同的场合讲过的一句话：如果你轻车熟路地走上跨学科的途径，你将永远不想往回走，因为那就像砍断你的双手。好啦，就讲到这里吧。下面我来回答问题，直到没人提问为止。

男士：……衍生品合同交易会引发金融灾难。巴菲特说过大祸即将临头，企业的衍生品规模越大，它们将要蒙受的损失就会越惨重。你可以替我们预测一下这场灾难会有多严重吗？（这个问题的前半部分被删掉了，这个人问到的是衍生品——巴菲特称之为“金融界的大规模杀伤性武器”。）

芒格：当然可以。成功地对未来的灾难进行预言向来是很难的。但我自信地预测，大麻烦就要来了。衍生品系统简直是神经病，它是完全不负责任的。人们以为的固定资产并不是真正的固定资产。它太复杂了，我在这里没办法说清楚——但你无法相信涉及的金额达到几万亿美元那么多。你无法相信它有多么复杂。你无法相信衍生品的会计工作有多难。你无法相信到底激励机制会让人们对衍生品的价值以及对衍生品的清算能力产生多么一厢情愿的想法。

核查衍生品账本是很痛苦而且很浪费时间的。你看看人们在试图核查安然公司的衍生品账本时遇到的情况就知道了。它核准的净值消失了。在美国的衍生品账本上，有许多从来没有被赚到的披露利润和许多从来不曾存在的资产。

衍生品交易产生了大规模的“捞灰金”效应和一些普通的“捞黑金”效应。这些效应一旦被逆转，将会引起极大的痛苦。我没有办法告诉你这种痛苦有多大，以及将会被如何处理。但如果你是个头脑正常的人，曾经用一个月认真钻研大型的衍生品业务，你肯定会感到恶心。你会觉得它是刘易斯·卡罗尔（《爱丽丝漫游仙境记》的作者）。你会觉得它是“疯帽匠的茶话会”。这些人虚假的精确离谱得让人难以置信。他们让最糟糕的经济学教授都看起来英明无比。而愚蠢之外还有贪婪在起作用。去看《诚信的背后：华尔街圈钱游戏的真相》那本书，作者是做过衍生品交易员的法学教授弗兰克·帕特诺伊，他揭露了华尔街规模最大、声望最佳的公司之一的衍生品交易黑幕。这本书会让你想吐。

罗杰尼希·梅塔：最后一个问题啦。外面还有个班级等着进来呢。请再提一个问题。

男士：沃伦拿加州第13号提案开玩笑，引起了广泛的批评。你能告诉我们沃伦对这些批评有什么反应吗？他感到震惊吗？还是很意外？

芒格：要让沃伦震惊可没那么容易。他已经七十几岁啦，什么大风

大浪没见过？而且他的头脑反应很快。在选举之前，他通常会避开某些话题，这也是我在这里想要做的。

加州第13号提案

1978年，将近2/3的加利福尼亚州选民投票通过了第13号提案。该提案规定，物业税每年按应纳税物业的市场价值的1%征收，而且物业的增值率每年不能超过2%，除非该物业已经被出售。在第13号提案之前，加州并没有真正的限定物业税的税率，也没有规定物业每年增值的比例。第13号提案开了“纳税人革命”的先河，为罗纳德里根赢得1980年的总统大选做出了贡献。

2003年，加州进行了州长罢免选举（注：加州历史上第一次成功罢免现任州长的选举），阿诺·施瓦辛格当选为州长。竞选期间，施瓦辛格的顾问沃伦·巴菲特建议废除或者修改仍然受到广大业主欢迎的第13号提案，以便平衡州政府的财政赤字。从政治层面上来看，巴菲特的建议遭到了激烈的反对。下面是施瓦辛格的反应。



“沃伦，你要是再提一次第13号提案，你就欠我500个仰卧起坐。”

“我没有什么要补充的”第六篇



问：我曾经向两个不同的商学院班级提出下面这个问题。我说：“你们已经学习了供给和需求曲线。你们懂得在一般情况下，当你们提高商品的价格，这种商品的销量就会下跌；当你们降低价格，销量就会上升。对吧？你们学过这个理论吧？”他们全都点头表示同意。然后我说：“现在向我举几个例子，说明你们要是想提高销量，正确的做法是提高价格。”他们沉默了非常久。在我提出这个问题的两所商学院里，也许50个人里面有一个能够举出一个例子。但在这两所现代的商学院，50个人里面居然只有一个人能够举出一个例子——其中一所还是很难考上的斯坦福商学院。而且没有一个人能够给出我欣赏的主要答案。

这个问题有四类答案。少数人知道第一类答案，但他们基本上不知道其他类。

1. 奢侈品：提高价格能够改善奢侈品的“炫耀”功能，例如，奢侈品提高价格之后，在某些存在炫耀心理的消费者看来，它的性能也随之改善了。此外，人们往往认为价格高等于质量好，这有时也能促进销量的增加。

2. 非奢侈品：和上面提到的第二个因素相同，消费者看到价格更高的商品，往往不是认为它卖贵了，而是认为更高的价格意味着更好的质量。这种办法对那些耐用性的工业品而言尤为适用。

3. 提高价格，把额外的利润以合法的方式用于改善产品的性能或者

改善销售系统。

4. 提高价格，把额外的利润以非法或者不道德的方式来促进销售，比如说通过贿赂交易经纪人，或者其他对终端消费者有害的做法——例如开放式基金的销售回扣。（这个答案是最喜欢的，但我从来没有听到。）

“我没有什么要补充的”第七篇

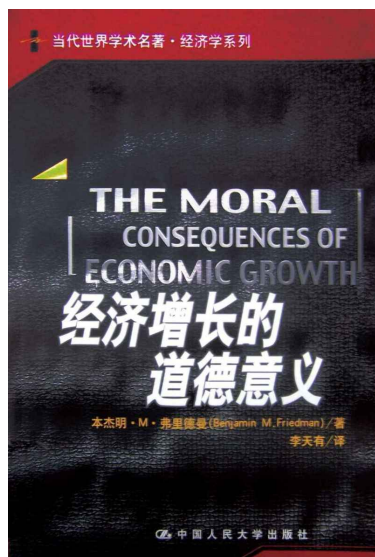


下面这个问题跟第九讲的内容有关。

问：你曾经说过，在加州大学圣塔巴巴拉分校演讲的时候，你故意漏掉了“神秘的第十个缺陷”。那是什么？

哦，对。我应该把它也包括进去，但我没有。我认为我们应该保留第九讲的原貌。第十个缺点就是我说的“在微观经济学层面对嵌入性庞氏骗局的效应不够重视”。这个很容易证明：有些大型律师事务所用在职员工缴纳的养老金来支付退休员工的养老金，他们明明知道这样做将会造成可怕的后果，但还是这么做了——而且是很高兴地这么做了。

重读第九讲



这次关于经济学的俏皮演讲发表于2003年，写它的时候给我带来了很多乐趣，它俏皮的语气让我感到很愉快。但我希望它提供的不仅仅是没有恶意的玩笑而已。我甚至希望我的某些思想最终能够进入学院派经济学，倒不是因为我要被认可，而是因为我感觉学院派经济学需要一些改善。

发表过这次演讲之后，我看到一本书，是阿尔弗雷德·诺普夫出版社在2005年出版的。它的作者是杰出的哈佛大学经济学教授本杰明·弗里德曼。如我在演讲中所希望的那样，这本书讨论了经济学和道德之间的相互关系。这本书的名字是《经济增长的道德意义》。读者从书名可以看出，弗里德曼教授尤其感兴趣的是经济增长对道德的影响，而我感兴趣的则与此相反，主要是道德对经济增长的影响。这个区别关系不大，因为任何受过教育的人都能明白这两者会相互产生或好或坏的影响，造成通常所说的“良性循环”或者“恶性循环”。弗里德曼教授给这个主题增添了一句来自艾利沙·本·阿萨里亚拉比（注：艾利沙·本·阿萨里亚拉比，公元前1世纪左右第二代犹太密西拿学者）的名言：“没有面包就没有法律，没有法律就没有面包。”



事关信任

信任能让资本主义运转得更好。

——芒格

可以说这本书最重要的主题就是我们需要信任：我们需要信得过那些和我们共同生活与共同工作的人的性格、价值观和人品。查理·芒格和沃伦·巴菲特向来以道德高尚、品行端正著称，他们像艾伯特·盖瑞（1901——1927年任美国钢铁公司董事长）那样，认为“正直的行为是好的，并不是因为它们能够带来好处；它们能够带来好处，是因为它们是好的”。

查理说他许多年前曾在圣地亚哥参加过“本杰明·格拉汉姆小组”的会议。本杰明·格拉汉姆给他那些聪明的追随者进行了一次“认知评估测验”，其中有一些让人极易上当的问题。不出本杰明所料，参加考试的人纷纷中招，他借此发表了一通讲话，点明了信任的重要性：



查理和我是在1959年由戴维斯一家介绍认识的。我们两个倾向于掌握主导权的人。然而我们自从认识到现在从来没有争吵过。

——巴菲特



Raznick Realty Group

Raznick & Sons, Inc.
Raznick Community Builders
Raznick Family Ventures
DoubleHigh Financial

Aaron L. Raznick
CHAIRMAN / CEO

October 8, 2003

Mr. Charlie Munger
Wesco Financial Corporation
301 E. Colorado, Suite 300
Pasadena, CA 91101

亲爱的查理:

请允许我介绍我自己。我叫阿罗恩·拉兹尼克, 伯克希尔·哈撒韦的股东, 中央高中1944届毕业生, 也是要求加州大学圣塔巴巴拉分校经济学系邀请你去演讲的人。非常可惜的是, 由于奥克斯纳德城外和圣塔巴巴拉城外的交通拥堵, 我无法去听你的讲座。等我赶到圣塔巴巴拉的时候, 你的演讲早就结束了, 我非常失望。

我原来给巴菲特先生写过信, 邀请他到加州大学圣塔巴巴拉分校演讲, 他回信说我应该邀请你, 所以我向该校经济学系提出了建议。我的妻子和我在加州大学圣塔巴巴拉分校经济学系捐赠了一个讲席, 过去30年来, 我们积极地参与这所大学的建设。我曾连续两届担任该校的校董会主席, 并在服务超过20年之后, 从校董会退下来。

我们错过了听你演讲以及和你见面的机会, 我的妻子和我感到很失望, 但我希望我们很快有这样的机会。我曾到奥马哈参加过好几次股东大会, 但过去两年没有去, 因为我出了车祸, 到现在还需要用拐杖, 我希望再过几个月能够完全康复。我打算参加2004年的股东大会。

Best wishes,

Aaron L. Raznick

11/20/03
RECEIVED THIS OCT
11-26-03



/shf

我已经让人把我在加州大学圣塔巴巴拉分校的演讲
写成文字稿, 等弄好之后我就寄一份给你。

Charlie Munger
hle PAX

Real Estate Developers Since 1930

5525 Oakdale Avenue Suite 200 Woodland Hills, CA 91364-2695 818 884-7770 FAX 818 884-6769
After Hours: (818) 715-1430 email: raznicksons@aol.com

ABC, Inc.



Thomas S. Murphy

June 10, 2004

Mr. Charles T. Munger
Vice Chairman of the Board
Berkshire Hathaway Inc.
P. O. Box 55007
Los Angeles, California 90055

亲爱的查理：

非常感谢你给我寄来的在加州大学圣塔巴巴拉分校演讲的文字稿。

首先，我要承认的是我还没有看，但我今天上网看到惠特尼·提尔逊写的关于这次演讲的文章。管中窥豹，已见一斑。我现在对它特别感兴趣，打算这个周末就通读这篇讲稿。

谢谢你把它寄给我，希望很快可以见到你。

All the best,

A handwritten signature in dark ink, appearing to be "TSM", written over a horizontal line.

Thomas S. Murphy

TSM:ekl



Donald R. Keough

June 10, 2004

Mr. Charles T. Munger
Vice Chairman of the Board
Berkshire Hathaway Inc.
P.O. Box 55007
Los Angeles, CA 90055

亲爱的查理：

没想到我这么老了还有机会学习。

看了你10月3日在加州大学的演讲之后，我又变成学生啦！

你遵循了爱因斯坦的原则——你已经讲得尽可能简单了，但我仍然需要学习它。

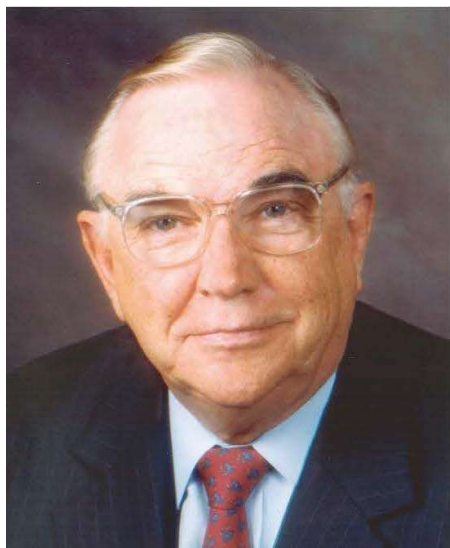
谢谢你，查理。

祝好。

真诚的



/D



这两封信分别来自美国广播公司的托马斯·墨菲（注：托马斯·墨菲，1925——，伯克希尔董事，前首都城市/美国广播公司董事长），以及唐纳德·柯欧孚（注：唐纳德·柯欧孚，1927——，著名投资公司Allen & Company董事长），表达了他们对“论学院派经济学：考虑跨学科需求之后的优点和缺点”的期待和喜欢。



2007年暮春温暖的一天，在南加州大学（USC）的校友公园，查理向刚获得学位的194名法学博士、89名法学硕士和3名比较法硕士发表了演讲。他告诉大家他是如何获得成功，成为世界级大富豪的。他指出，获得智慧是一种道德责任，并强调说，虽然他读的是法学院，但若要在生活中和学习上取得成功，最好的办法是掌握多门学科的知识。

听众对这次演讲的反响十分热烈，之后南加州大学法学院院长爱德华·麦卡弗雷授予查理白帽协会（注：Order of the Coif，美国杰出法律学人协会，为法学院学生可获得的最高荣誉奖之一）“荣誉”会员的称号。白帽协会是一个旨在促进法学教育质量的学术组织。

第十讲

在南加州大学GOULD法学院毕业典礼上的演讲

南加州大学

2007年5月23日

嗯，你们当中肯定有许多人觉得奇怪：这么老还能来演讲啊。（听众大笑。）嗯，答案很明显：他还没有死。（听众大笑。）为什么要请这个人来演讲呢？我也不知道。我希望学校的发展部跟这没有什么关系。

不管怎么样，我想我来这里演讲是合适的，因为我看到后面有一排年纪比较大并且没有穿学位礼服的（家长）听众。我自己养育过许多子女，我知道他们真的比坐在前面这些穿学位礼服的学生更感光荣。父母为子女付出了许多心血，把智慧和价值观传授给子女，他们应该永远受到尊敬。我还很高兴看到我左边有许多亚洲人的面孔。我这辈子一直很崇拜孔子。我很喜欢孔子关于“孝道”的思想，他认为孝道既是天生的，也需要教育，应该代代相传。你们大家可别小看这些思想，请留意在美国社会中亚洲人的地位上升得有多快。我认为这些思想很重要。



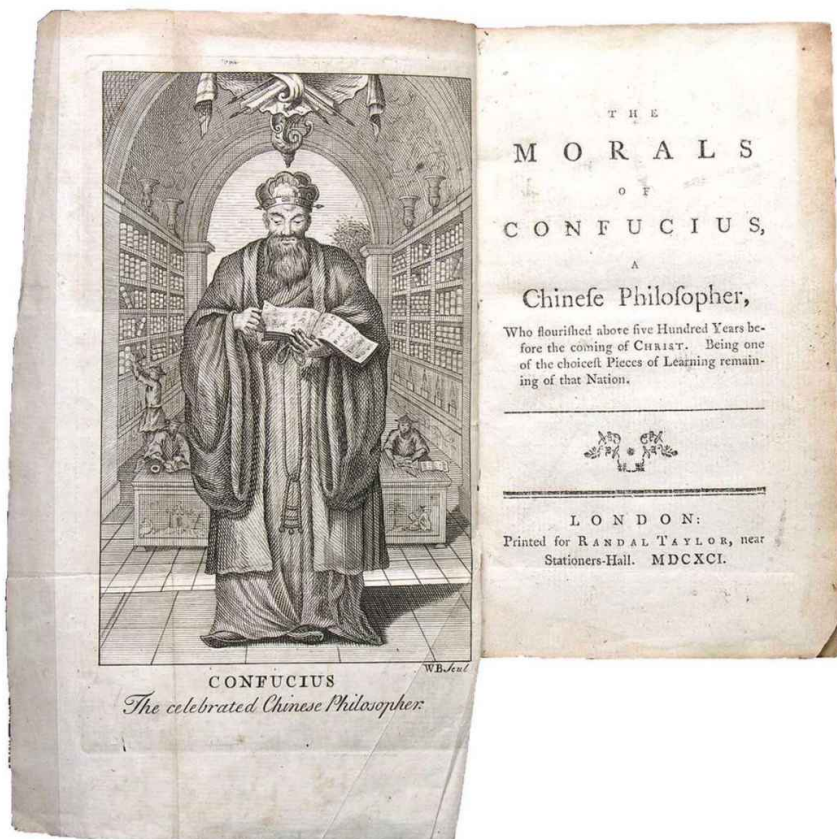
孔子

(公元前551年——公元前479年)

论孝道

在孔子的思想中，孝道——对父母及祖先的敬爱——是一种需要培养的美德。广义的“孝道”包括照顾父母，听父母的话，敬爱和赡养父母，对父母有礼貌，传宗接代，兄弟之间相互扶持，给父母明智的建议，隐讳他们的错误，在他们生病和死亡时表达哀伤，在他们去世后进行祭祀等。

孔子认为，如果人们能够学会践行孝道，他们就能够更好地扮演他们在社会和政府中的角色。在孔子看来，孝道十分重要，甚至比法律还重要。实际上，在汉朝的某些时期，那些不按孝道祭祀祖先的人会遭到肉体上的刑罚。



《中国哲学家孔子的道德观》

好啦，我已经把今天演讲的几个要点写下来了，下面我就来介绍那些对我来说最有用的道理和态度。我并不认为它们对每个人而言都是完美的，但我认为它们之中有许多具有普遍价值，也有许多是“屡试不爽”的道理。

是哪些重要的道理帮助了我呢？我非常幸运，很小的时候就明白这样一个道理：要得到你想要的某样东西，最可靠的办法是让你自己配得起它。这是个十分简单的道理，是黄金法则。你们要学会己所不欲，勿施于人。在我看来，无论是对律师还是对其他人来说，这都是他们最应该有的精神。总的来说，拥有这种精神的人在生活中能够赢得许多东西。他们赢得的不只是金钱和名誉。他们还赢得尊敬，理所当然地赢得与他们打交道的人的信任。能够赢得别人的信任是非常快乐的事情。

有时候你们会发现有些彻头彻尾的恶棍死的时候既富裕又有名，但是周围的绝大多数人都知道他们死有余辜。如果教堂里满是参加葬礼的人，其中大多数人去那里是为了庆祝这个人终于死了，这让我想起了一个故事。有个这样的混蛋死掉了，神父说：“有人愿意站出来，对死者说点好话吗？”没有人站出来，还是没有人站出来，还是没有人站出来。最后有个人站出来了，他说：“好吧，他的兄弟更糟糕。”（听众大笑。）这不是你们想要得到的下场。以这样的葬礼告终的生活不是你们想要的生活。

我很小就明白的第二个道理是，正确的爱应该以仰慕为基础，而且我们应该去爱那些对我们有教育意义的先贤。不知道怎么的我懂得这个道理，并且一辈子都在实践它。萨默赛特·毛姆在他的小说《人性的枷锁》中描绘的爱是一种有病的爱。那是一种病，如果你们发现自己有那种病，应该赶快把它治好。

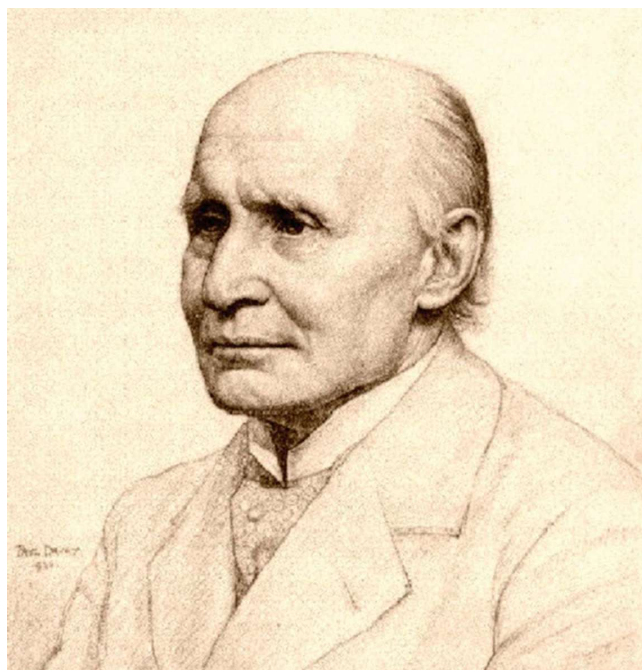
另外一个道理——这个道理可能会让你们想起孔子——是，获得智慧是一种道德责任，它不仅仅是为了让你们的生活变得更加美好。而且有一个相关的道理非常重要，那就是你们必须坚持终身学习。如果没有终身学习，你们大家将不会取得很高的成就。光靠已有的知识，你们在生活中走不了多远。离开这里之后，你们还得继续学习，这样才能在生活中走得更远。

就拿世界上最受尊敬的公司伯克希尔·哈撒韦来说，它的长期大额投资业绩可能是人类有史以来最出色的。让伯克希尔在这个十年赚到许多钱的方法，在下个十年未必还能那么管用。所以沃伦·巴菲特不得不成为一个不断学习的机器。层次较低的生活也有同样的要求。我不断地看到有些人在生活中越过越好。他们不是最聪明的，甚至不是最勤奋的，但他们是学习机器。他们每天夜里睡觉时都比那天早晨聪明一点点。孩子们，这种习惯对你们很有帮助，特别是在你们还有很长的路要走的时候。

有病的爱

1915年，威廉·萨默赛特·毛姆出版了自传体小说《人性的枷锁》，这本书通常被认为是他最出色的作品。小说的主角菲利普遇到了伦敦的女服务员米尔德莱德。米尔德莱德瞧不起菲利普，但菲利普疯狂地爱上了她。菲利普知道他自己很蠢，也很讨厌自己。他把所有钱都给了米尔德莱德，而得到的回报却是憎恶和羞辱。毛姆如此描绘这段关系：

“爱情就如他腿上的寄生虫，吮吸着他生命的热血，维持其可恶的生存；它拼命地吸取他的精力，使他对别的一切都提不起兴趣。”



未来属于那些能够摆脱地球束缚而上升的人。

阿尔弗雷德·诺斯·怀特海曾经说过一句很正确的话，他说只有当人类“发明了发明的方法”之后，人类社会才能够快速地发展。他指的是人均GDP的巨大增长和其他许多我们今天已经习以为常的好东西。人类社会在几百年前才出现了大发展。在那之前，每个世纪的发展几乎等于零。人类社会只有发明了发明的方法之后才能发展，同样道理，你们只有学习了学习的方法之后才能进步。

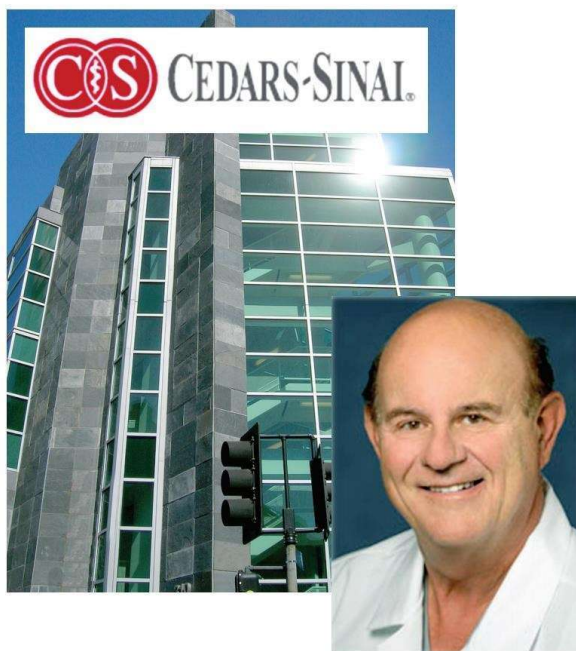
我非常幸运。我读法学院之前就已经学会了学习的方法。在我这漫长的一生当中，没有什么比持续学习对我的帮助更大。再拿沃伦·巴菲特来说。如果你们拿着计时器观察他，你们会发现他醒着的时候有一半时间是在看书。他把剩下的时间大部分用来跟一些非常有才华的人进行一对一的交谈，有时候是打电话，有时候是当面，那些都是他信任而且也信任他的人。仔细观察的话，沃伦很像个学究，虽然他在世俗生活中非常成功。

学术界有许多非常有价值的东西。不久之前我就遇到一个例子。我是一家医院的理事会主席，在工作中接触到一个叫做约瑟夫·米拉的医学院研究人员。这位仁兄是医学博士，他经过多年的钻研，成为世界上最精通骨肿瘤病理学的人。他想要传播这种知识，提高骨癌的治疗效果。他是怎么做的呢？嗯，他决定写一本教科书，虽然我认为这种教科书最多只能卖几千册，但世界各地的癌症治疗中心都买了它。他休了一年假，把所有X光片弄到电脑里，仔细地保存和编排。他每天工作17个小时，而且每周工作七天，整整坚持了一年。这也算是休假啊。在假期结束的时候，他写出了世界上最好的两本骨癌病理学教科书中的一本。如果你们的价值观跟米拉差不多，你们想取得多大的成就就能取得多大的成就。

另外一个对我非常有用的道理是我当年在法学院学到的。那时有个爱开玩笑的教授说：“什么是法律头脑？如果有两件事交织在一起，相互之间有影响，你努力只考虑其中一件，而完全不顾另外一件，以为这种思考方式既实用又可行的头脑就是法律头脑。”我知道他是在说反话，他说的那种“法律”方法是很荒唐的。这给了我很大的启发，因为它促使我去学习所有重要学科的所有重要道理，这样我就不会成为那位教授描绘的蠢货了。因为真正重要的大道理占了每个学科95%的分量，所以对我

而言，从所有学科吸取我所需要的95%的知识，并将它们变成我思维习惯的一部分，倒也不是很难的事情。当然，掌握这些道理之后，你们必须不断通过实践去使用它们。这就像钢琴演奏家，如果你们不持续练习，就不可能弹得好。所以我这辈子不断地实践那种跨学科的方法。

这种习惯帮了我很多忙。它让生活更有乐趣。它让我能做更多事情。它让我变得更有建设性。它让我变得非常富有，而这无法只用天分来解释。我的思维习惯，只要得到正确的实践，真的很有帮助。但这种习惯也会带来危险，因为它太有用了。如果你们使用它，那么当你们和其他学科的专家——也许这个专家甚至是你们的老板，所以能够轻而易举地伤害你们——在一起时，你们会常常发现，原来你们的知识比他更丰富，更能够解决他所遇到的问题。当他束手无策的时候，你们有时会知道正确的答案。遇到这样的情况是非常危险的。如果你们的正确让其他有身份有地位的人觉得没面子，那么你们可能会引发别人极大的报复心理。我还没有找到避免受这个严重问题伤害的完美方法。



医学博士约瑟夫·米拉：
值得效仿的价值观

约瑟夫·米拉 (Joseph M. Mirra) 是洛杉矶锡达斯西奈医学中心 (Cedars-Sinai Medical Center) 病理学和医验医药部的骨科和软组织病理学家。米拉医生的研究领域是骨科病理学，他就这个领域发表了超过150篇论文，撰写了16本书的部分章节，还主编了两本著作。米拉医生拥有解剖与临床病理学的执业许可证，世界各地的医学机构争相邀请他去当访问教授，传授骨科病理学方面的知识。在他整个从医生涯中，他非常注重培养学生。他曾参加过数次骨肿瘤病理学研讨会。



伏尔泰

(弗兰索瓦·阿鲁埃, 1694——1778)

法国启蒙时代的作家和哲学家

400年前，伏尔泰提出了和查理的建议相同的看法，他写道：“Il est dangereux d'avoir raison dans des choses où des hommes

ac c ré di té s on t to r t.”（“假如有权有势的人错了，而你是对的，那你就危险啦。”）

阿鲁埃在1718年采用了“伏尔泰”的笔名，后来他经常使用它，乃至无论在公开的作品还是在私人的生活中，这个名字完全取代了他的本名。历史学家认为“伏尔泰”是其真名“阿鲁埃”的谐音变体。

尽管年轻时，我的扑克牌玩得很好，但在我认为我知道得比上级多的时候，我不太擅长掩饰自己的想法。我并没有很谨慎地去努力掩饰自己的想法，所以我总是得罪人。现在人们通常把我当成一个行将就木的没有恶意的古怪老头，但是在从前，我有过一段很难度过的日子。我建议你们不要学我，最好学会隐藏你们的睿见。我有个同事，他从法学院毕业时成绩是全班第一名，曾在美国最高法院工作过。他年轻时干过律师，当时他总是表现出见多识广的样子。有一天，那位是他上级的高级合伙人把他叫进办公室，对他说：“听好了，查克，我要向你解释一些事情。你的工作职责是让客户认为他是房间里最聪明的人。如果你完成了这项任务之后还有多余的精力，那么你应该用它来让你的高级合伙人显得像是房间里第二聪明的人。只有履行了这两条义务之后，你才可以表现你自己。”嗯，那是一种在大型的律师事务所里面往上爬的好办法。但我并没有那么做。我通常率性而为，如果有人看不惯我的作风，那就随便咯，我又不需要每个人都喜欢我。

我想进一步解释为什么人们必须拥有跨学科的心态，才能高效而成熟地生活。在这里，我想引用古代最伟大的律师马尔库斯·图卢斯·西塞罗的一个重要思想（要了解更多西塞罗的思想，请参见第一章中的《歌颂长者》——英文版编者注）。西塞罗有句话很著名，他说如果一个人不知道他出生之前发生过什么事情，那么他在生活中就像一个无知的孩童。这个道理是非常正确的。西塞罗正确地嘲笑了那些愚蠢得对历史一无所知的人。但如果你们将西塞罗这句话推而广之——我认为你们应该这么做——那么除了历史之外，还有许多东西是人们必须了解的。所谓的许多东西就是所有学科的重要思想。但如果你们对一种知识只是死记硬背，以便能够在考试中取得好成绩，那么这种知识对你们不会有太大的帮助。你们必须掌握许多知识，让它们在你们的头脑中形成一个思维框架，在随后的日子里能够自动地运用它们。如果你们能够做到这一点，我郑重地向你们保证，总有一天你们会在不知不觉中意识到：“我已经成为我的同龄人中最有效率的人之一。”与之相反，如果你们不努力去

实践这种跨学科的方法，你们中的许多最聪明的人将只会取得中等成就，甚至生活在阴影之中。



《西塞罗发现阿基米德之墓》

（Cicero Discovering The Tomb of Archimedes）

马丁·诺勒，1775年，私人收藏，德国曼海姆。

西塞罗，古代最伟大的律师

马尔库斯·图卢斯·西塞罗生活在罗马共和国走向衰亡的时代，他在他那个时代的许多重要政治事件中扮演了关键的角色。除了是演说家、政治家、哲学家之外，西塞罗更重要的身份是律师，而且非常重视历史的教训。

他说：“历史是时代的见证，真理的火炬，记忆的生命，生活的老师和古人的使者。”

“如果你对自己出生之前的事情毫不了解，那么你永远都是一个无知的孩童。因为人生如果不是对于历史密不可分的往事的记忆，又能是什么呢？”



代数：逆向思考之母

英语中的“代数”（Algebra）来自阿拉伯单词“al-jabr”。这个阿拉伯单词最早出现于波斯数学家穆罕默德·本·穆萨·花拉子密（Muhammad ibn Ms al al-Khwrizm）在公元820年写下的著作《代数学》中。这本书系统地论证了六种类型的一次方程和二次方程的解法。

我发现的另外一个道理蕴含在麦卡弗雷院长刚才讲过的故事中，故事里的乡下人说：“要是知道我会死在哪里就好啦，那我将永远不去那个地方。”这乡下人说的话虽然听起来很荒唐，但却蕴含着一个深刻的真理。对于复杂适应系统以及人类大脑而言，如果采用逆向思考，问题往往会变得更容易解决。如果你们把问题反过来思考，你们通常就能够想得更加清楚。例如，如果你们想要帮助印度，你们应该考虑的问题不是：“我要怎样才能帮助印度？”相反地，你们应该问：“我要怎样才能损害印度？”你们应该找到能够对印度造成最大损害的事情，然后避免去做它。也许从逻辑上来看这两种方法其实是一样的。但那些精通代数的人知道，如果问题很难解决，利用反向证明往往就能迎刃而解。生活的情况跟代数一样，逆向思考能够帮助你们解决正面思考无法处理的问题。

让我现在就来使用一点逆向思考。什么会让我们在生活中失败呢？我们应该避免什么呢？有些答案很简单。例如，懒惰和言而无信会让我们在生活中失败。如果你们言而无信，那么就算有再多的优点，也将无

法避免悲惨的下场。所以你们应该养成言出必行的习惯。懒惰和言而无信是显然要避免的。

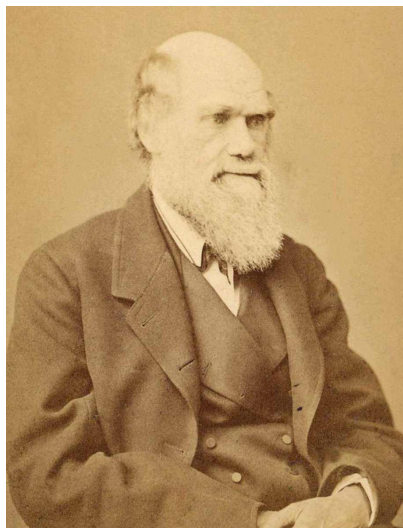
另外一个要避免的是极端强烈的意识形态，因为它会让人们丧失理智。你们看到电视上有许多非常糟糕的宗教布道者，他们对神学中的细枝末节持有不相同、强烈的、前后矛盾的神学观点，偏偏又非常固执，我看他们当中有许多人的脑袋已经萎缩成卷心菜了。（听众大笑。）政治意识形态的情况也一样。年轻人特别容易陷入强烈而愚蠢的意识形态当中，而且永远走不出来。当你们宣布你们是某个类似邪教团体的忠实成员，并开始倡导该团体的正统意识形态时，你们所做的就是将这种意识形态不断地往自己的头脑里塞。这样你们的头脑就会坏掉，而且有时候是以惊人的速度坏掉。所以你们要非常小心地提防强烈的意识形态，它对你们宝贵的头脑是极大的危险。

每当我感到自己有陷入某种强烈的政治意识形态的危险时，我就会拿下面这个例子来提醒自己。有些玩独木舟的斯堪的纳维亚人征服了斯堪的纳维亚的所有激流，他们认为他们也能驾驶独木舟顺利地征服北美洲的大漩涡，结果死亡率是百分之百。大漩涡是你们应该避开的东西。我想强烈的意识形态也是，尤其当你们的同伴全都是虔诚的信徒时。

我有一条“铁律”，它帮助我在偏向于支持某种强烈的意识形态时保持清醒。我觉得我没资格拥有一种观点，除非我能比我的对手更好地反驳我的立场。我认为我只有在达到这个境界时才有资格发表意见。迪安·艾奇逊（注：迪安·艾奇逊，1893——1971，美国著名政治家和律师，在制订美国冷战时期外交政策上扮演过重要角色）有一条“铁律”，它来自奥兰治的沉默者威廉（注：William the Silent of Orange，1533——1584，尼德兰独立战争中领导荷兰人反抗西班牙人的统治，被尊为荷兰国父）说过的一句话，那句话大概是：“未必要有希望才能够坚持。”我的做法听起来跟这条“铁律”一样极端。对大多数人而言，这么做可能太难了，但我希望对我来说它永远不会变得太难。我这种避免陷入强烈的意识形态的方法其实比迪安·艾奇逊的“铁律”更容易，也值得学习。这种别陷入极端意识形态的方法在生活中是非常重要的。如果你们想要成为明智的人，严重的意识形态很有可能会导致事与愿违。



苏联时代的宣传海报：“列宁、斯大林的共青团员预备队——少年先锋队万岁！”



达尔文的铁律

达尔文早在19世纪30年代末期就形成了他的物种进化理论，但直到1859年，他才出版了他的巨著《物种起源》。达尔文认为，任何对人类起源提出新解释的科学理论都将会遭遇广泛的歧视，所以他在公开发表他的理论之前，先谨慎地对各种可能出现的反驳进行了准备。因此，他花了整整20年，努力地完善他的理论，并为这种理论做好了辩护的准备。

有一种叫作“自我服务偏好”的心理因素也经常导致人们做傻事。它往往是潜意识的，我们所有人都难免受其影响。你们认为“自我”有资格去做它想做的事情，例如，自我透支收入来满足它的需求，那有什么不好的呢？嗯，从前有一个人，他是全世界最著名的作曲家，可是他大部分时间过得非常悲惨，原因之一就是他总是透支他的收入。那位作曲家叫做莫扎特。连莫扎特都无法摆脱这种愚蠢行为的毒害，我觉得你们就更不应该去尝试它啦。（听众大笑。）

总的来说，妒忌、怨憎、仇恨和自怜都是灾难性的思想状态。过度自怜可以让人近乎偏执。偏执是最难逆转的东西之一。你们不要陷入自怜的情绪中去。我有个朋友，他随身携带一叠厚厚的卡片。每当有人说了自怜的话，他就会慢慢地、夸张地掏出那一大叠卡片，拿起最上面那张，把它交给那个人。卡片上写着：“你的故事让我很感动。我从来没有听说过有人像你这么倒霉。”你们也许认为这是开玩笑，但我认为这是精

神卫生。每当你们发现自己产生了自怜的情绪，不管是什么原因，哪怕由于自己的孩子患上癌症而即将死去，你们也要想到，自怜是于事无补的。每当这样的時候，你们要给自己送一张我朋友的卡片。自怜总是会产生负面的影响，它是一种错误的思维方式。如果你们能够避开它，你们的优势就远远大于所有其他人，或者几乎所有其他人，因为自怜是一种标准的反应。你们可以通过训练来摆脱它。

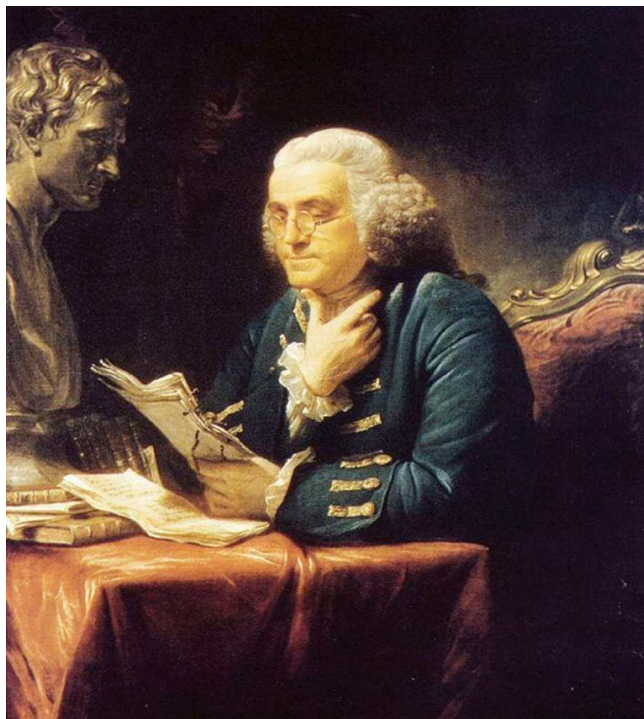


莫扎特——挥霍者？

说作曲家莫扎特穷困的主要证据是他在1788年到1791年间写给他的共济会教友迈克尔·普克伯格借钱的信件。其他证据表明，莫扎特的收入虽然波动很大，但在音乐家里面算是非常高的，在某些年份，他的收入比90%的维也纳居民要多。经济学家威廉·鲍默尔和他太太希尔达经过计算得出，莫扎特在生命最后十年的收入处于中产阶级的水平，每年有3000——4000弗罗林（相当于1990年的3——4万美元）。

莫扎特这么多钱都到哪里去了呢？莫扎特的太太康斯坦兹疾病缠身，需要定期进行温泉疗法，而当时的温泉只有富人才能泡得起。在收入较低的时期，莫扎特夫妇依然按照他们习惯的方式生活，这使他们的现金流出现了问题。他们在收入高的时期又不储

蓄，而且在1791年，莫扎特打官司输给了卡尔·里希诺夫斯基亲王，这使他们的财务状况雪上加霜。有些学者还引用证据表明莫扎特经常利用台球和纸牌进行赌博。



《本杰明·富兰克林》

（ Benjamin Franklin ）
戴维·马丁，1772年，费城宾夕法尼亚美术学院。

“如果你想要说服别人，要诉诸利益，而非诉诸理性。”

你们当然也要在你们的思维习惯中消除自我服务的偏好。别以为对你们有利的就是对整个社会有利的，也别根据这种自我中心的潜意识倾向来为你们愚蠢或邪恶的行为辩解，那是一种可怕的思考方式。你们要让自己摆脱这种心理，因为你们想成为智者而不是傻瓜，想做好人而不是坏蛋。你们也必须在你们自己的认知和行动中允许别人拥有自我服务的偏好，因为大多数人将无法非常成功地清除这种心理。人性就是这样。如果你们不能容忍别人在行动中表现出自我服务的偏好，那么你们

又是傻瓜。

所罗门兄弟公司的法律总顾问曾经做过《哈佛法学评论》的学生编辑，是个聪明而高尚的人，但我却亲眼看到他毁掉了自己的前途。当时那位能干的CEO说有位下属做错了事，总顾问说：“哦，我们在法律上没有责任汇报这件事，但我认为那是我们应该做的，那是我们的道德责任。”从法律和道德上来讲，总顾问是正确的，但他的方法却是错误的。他建议日理万机的CEO去做一件令人不愉快的事情，而CEO总是把这件事往后一推再推，因为他很忙嘛，这完全可以理解，他并不是故意要犯错。后来呢，主管部门责怪他们没有及时通报情况，所以CEO和总顾问都完蛋了。

遇到这种情况，正确的说服技巧是本杰明·富兰克林指出的那种。他说：“如果你想要说服别人，要诉诸利益，而非诉诸理性。”人类自我服务的偏好是极其强大的，应该被用来获得正确的结果。所以总顾问应该说：“喂，如果这种情况再持续下去，会毁掉你的，会让你身败名裂，家破人亡。我的建议能够让你免于陷入万劫不复之地。”这种方法会生效的。你们应该多多诉诸利益，而不是理性，即使当你们的动机很高尚的时候。

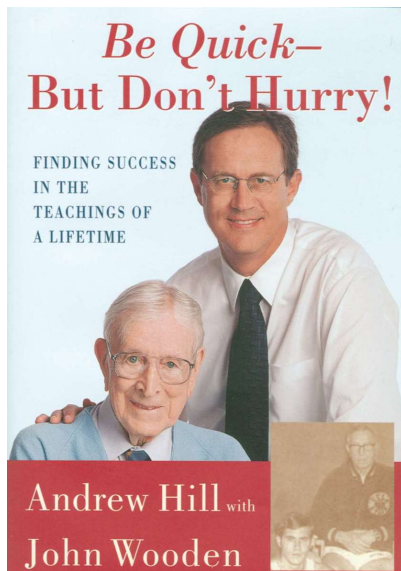
另外一种应该避免的事情是受到变态的激励机制的驱动。你们不要处在一个你们表现得越愚蠢或者越糟糕，它就提供越多回报的变态激励系统之中。变态的激励机制具有控制人类认知和人类行为的强大力量，人们应该避免受它影响。你们将来会发现，有些律师事务所规定的工作时间特别长，至少有几家现代律师事务所是这样的。如果每年要工作2400个小时，我就没法活了，那会给我带来许多问题，我不会接受这种条件。我没有办法对付你们当中某些人将会面对的这种局面。你们将不得不自行摸索如何处理这些重要的问题。

变态的工作关系也是应该避免的。你们要特别避免在你们不崇敬或者不想像他一样的人手下干活，要不然那是很危险的。我们所有人在某种程度上都受到权威人物的控制，尤其是那些为我们提供回报的权威人物。要正确地对付这种危险，必须同时拥有才华和决心才行。在我年轻的时候，我的办法是找出我尊敬的人，然后想办法调到他手下去，但是别批评任何人，这样我通常能够在好领导手下工作。许多律师事务所是允许这么做的，只要你们足够聪明，能够做得很得体。总之在你们正确地仰慕的人手下工作，你们在生活中取得的成就将会更加令人满意。



避免变态的工作关系

弗兰克·卡普拉导演的经典电影《美好人生》在1946年上映，在影片中，乔治·拜利（吉米·斯图亚特饰）对黑心的银行家亨利·波特（莱昂纳尔·巴里莫尔饰）说，尽管有免费的雪茄，但是他不会接受聘任：“我不需要24小时。我不需要跟任何人商量。我现在就知道，答案是不！不！你他妈的休想！”



约翰·伍登的非平等主义

1968年，安迪·希尔是洛杉矶市大学高级中学的出色后卫。他平

均每场比赛能够得到27分，许多篮球强校向他伸出了橄榄枝。他选择了加州大学洛杉矶分校，在大一的队伍中打出了极佳的表现。他平均每场比赛能拿到19分和8个助攻，和亨利·毕比一起被评为球队最有价值球员。

然而，安迪在加州大学洛杉矶分校的灰姑娘故事很快就结束了。该校校队刚刚获得七年内的第六个全国冠军，希尔很快就发现他自己达不到伍登教练对首发球员的要求。和其他在大学校队期间坐板凳的替补队员一样，在伍登教练手下，希尔也深刻地体会到体育运动的非平等主义本质。在他那本令人愉快的《要快，但别赶！》中，希尔叙述了那段痛苦经历，他和伍登最后的和解，以及他从这段经历中学到的宝贵经验。

养成一些让你能够保持客观公正的习惯当然对认知非常有帮助。我们都记得达尔文特别留意相反的证据，尤其是在他证伪的是某种他信奉和热爱的理论时。如果你们想要在思考的时候尽量少犯错误，你们就需要这样的习惯。人们还需要养成核对检查清单的习惯。核对检查清单能够避免很多错误，不仅仅对飞行员来说是如此。你们不应该光是掌握广泛的基础知识，而是应该把它们在头脑中列成一张检查清单，然后再加以使用。没有其他方法能够取得相同的效果。

另外一个我认为很重要的道理就是，将不平等最大化通常能够收到奇效。这句话是什么意思呢？加州大学洛杉矶分校（UCLA）的约翰·伍登提供了一个示范性的例子。伍登曾经是世界上最优秀的篮球教练。他对五个水平较低的球员说：“你们不会得到上场的时间——你们是陪练。”比赛几乎都是那七个水平较高的球员在打的。嗯，这七个水平高的球员学到了更多——别忘了学习机器的重要性——因为他们独享了所有的比赛时间。在他采用非平等主义的方法时，伍登比从前赢得了更多的比赛。我认为生活就像比赛，也充满了竞争，我们要让那些最有能力和最愿意成为学习机器的人发挥最大的作用。如果你们想要获得非常高的成就，你们就必须成为那样的人。你们不希望在50个轮流做手术的医生中抓阄抽一个来给你们的孩子做脑外科手术。你们不希望你们的飞机是以一种太过平等主义的方式设计出来的。你们也不希望你们的伯克希尔·哈撒韦采用这样的管理方式。你们想要让最好的球员打很长时间的比赛。

我经常讲一个有关马克斯·普朗克的笑话。普朗克获得诺贝尔奖之后，到德国各地作演讲，每次讲的内容大同小异，都是关于新的量子物理理论的，时间一久，他的司机记住了讲座的内容。司机说：“普朗克教授，我们老这样也挺无聊的，不如这样吧，到慕尼黑让我来讲，你戴着我的司机帽子坐在前排，你说呢？”普朗克说：“好啊。”于是司机走上讲台，就量子物理发表了一通长篇大论。后来有个物理学教授站起来，提了一个非常难的问题。演讲者说：“哇，我真没想到，我会在慕尼黑这么先进的城市遇到这么简单的问题。我想请我的司机来回答。”（听众大笑。）



约翰·伍登

好啦，我讲这个故事呢，并不是为了表扬主角很机敏。我认为这个世界的知识可以分为两种：一种是普朗克知识，它属于那种真正懂的人。他们付出了努力，他们拥有那种能力。另外一种司机知识。他们掌握了鹦鹉学舌的技巧；他们可能有漂亮的头发；他们的声音通常很动听；他们给人留下深刻的印象。但其实他们拥有的是伪装成真实知识的司机知识。我想我刚才实际上描绘了美国所有的政客。（听众鼓掌。）如果你们在生活中想努力成为拥有普朗克知识的人，而避免成为拥有司机知识的人，你们将会遇到这个问题。到时会有许多巨大的势力与你们作对。





“司机知识”

上图是2004年梦工厂出品的电影《主持人：罗恩·勃艮第传奇》的剧照。威尔·费雷尔在影片中扮演了一个无知的电视新闻节目主持人。这个角色是马克斯·普朗克的司机在现代的化身：发型很漂亮，声音很动听，除了“鹦鹉学舌”之外什么都不懂。

从某种程度上来讲，我这代人辜负了你们，我们给你们留了个烂摊子，现在加利福尼亚州的立法机构里面大多数议员是左派的傻瓜和右派的傻瓜，这样的人越来越多，而且他们没有一个人是可以被请走的。这就是我这代人为你们做的事情。但是，你们不会喜欢太过简单的任务，对吧？

另外一件我发现的事情是，如果你们真的想要在某个领域做得很出色，那么你们必须对它有强烈的兴趣。我可以强迫自己把许多事情做得相当好，但我无法将我没有强烈兴趣的事情做到非常出色。从某种程度上来讲，你们也跟我差不多。所以如果有机会的话，你们要想办法去做那些你们有强烈兴趣的事情。

还有就是，你们一定要非常勤奋才行。我非常喜欢勤奋的人。我这

辈子遇到的合伙人都极其勤奋。我想我之所以能够和他们合伙，部分原因在于我努力做到配得起他们，部分原因在于我很精明地选择了他们，还有部分原因是我运气好。我早期的生意上曾经有过两位合伙人，他们俩在大萧条期间合资成立了一家建筑设计施工公司，达成了很简单的协议。“这是个两个人的合伙公司，”他们说，“一切平分。如果我们没有完成对客户的承诺，我们俩要每天工作14个小时，每星期工作7天，直到完成为止。”不用说你们也知道啦，这家公司做得很成功。我那两位合伙人广受尊敬。他们这种简单的老派观念几乎肯定能够提供一个很好的结果。

另外一个你们要应付的问题是，你们在生活中可能会遭到沉重的打击，不公平的打击。有些人能挺过去，有些人不能。我认为爱比克泰德的态度能够引导人们作出正确的反应。他认为生活中的每一次不幸，无论多么倒霉，都是一个锻炼的机会。他认为每一次不幸都是吸取教训的良机。人们不应该在自怜中沉沦，而是应该利用每次打击来提高自我。他的观点是非常正确的，影响了最优秀的罗马帝国皇帝马库斯·奥勒留，以及随后许多个世纪里许许多多其他的人。你们也许记得爱比克泰德自拟的墓志铭：“此处理着爱比克泰德，一个奴隶，身体残疾，极端穷困，蒙受诸神的恩宠。”嗯，现在爱比克泰德就是这样被铭记的：“蒙受诸神的恩宠。”说他蒙受恩宠，是因为他变成智者，变成顶天立地的男子汉，而且教育了其他人，包括他那个时代和随后许多世纪的人。

我还有个道理想简单地说说。我的爷爷芒格曾是他所在城市惟一的联邦法官，他担任这个职位长达40年之久。我很崇拜他。我的名字跟他相同。我对他非常孝顺，我刚才还在想：“芒格法官看到我在这里会很高兴的。”我爷爷去世许多年啦，我认为自己有责任接过火炬，传达他的价值观。他的价值观之一是，节俭是责任的仆人。芒格爷爷担任联邦法官的时候，联邦法官的遗孀是得不到抚恤金的。所以如果他赚了钱不存起来，我奶奶将会变成一个凄凉的寡妇。除此之外，家有余资也能让他更好地服务别人。由于他是这样的人，所以他终生量入为出，给他的遗孀留下了一个舒适的生活环境。

爱比克泰德的道德观

控制你的情欲，以免它们报复你。

别根据你的愿望来要求现实，应该依据现实来确定你的愿望。

说话之前，先理解你要说的话。

智者不为他缺少的东西悲哀，而为他所拥有的东西高兴。

如果你想要进步，别在意别人觉得你很愚蠢。

自以为什么都懂的人不可能开始学习。

你遇到什么事并不重要，重要的是你做出了什么反应。

凡事尽力而为，别计较结果。

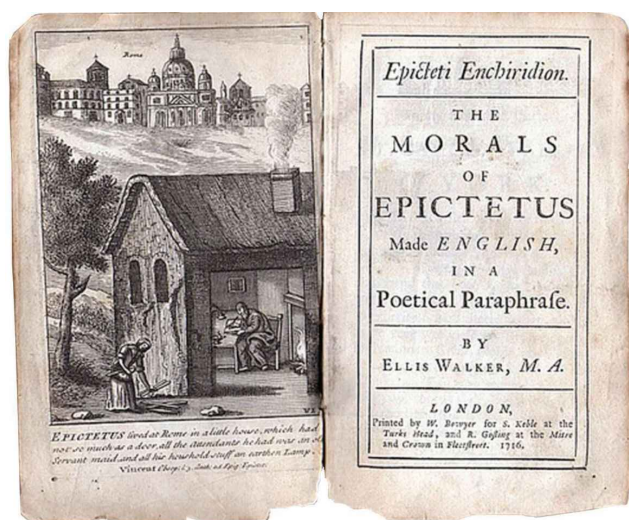
人若控制不了自己，自由便无从谈起。

唯有受过教育的人是自由的。

困扰人们的并非事物，而是他们对事物的看法。

要和那些比你优秀的人为伴，他们能促使你做到最好。

富裕并非拥有许多财产，而是拥有很少需求。





查理·芒格法官

(1861——1941)

托马斯·查理·芒格于美国内战前夕出生在俄亥俄州的弗莱切。他的父母是居无定所的农民和学校教师，过着非常贫穷的日子。芒格法官小时候有一次去肉店买肉时，口袋里只有五分钱，只能从肉贩那里买到动物身上最差的部分。尽管出身贫寒，但是在父母的努力之下，也在他自己的勤奋学习之下，芒格法官获得了很好的教育。1907年，他被塞奥多·罗斯福总统任命为美国联邦地区法官，以不懈钻研法律、简洁而清晰的司法观点而闻名。

但这并非是他节俭的全部功效。我爷爷尚在人世的时候——那是20世纪30年代的事情了——我叔叔的小银行倒闭了，如果没有外力的帮助，将无法重新开业。我爷爷用他的优质资产的三分之一去交换那家银行的劣质资产，从而拯救了它。我一直记得这件事情。这件事情让我想起豪斯曼（注：A. E. Housman，1859——1936，英国古典文学学者、诗人）的一首短诗，那首诗好像是这样的：

别人的想法

是飘忽不定的，

他们想着和恋人幽会

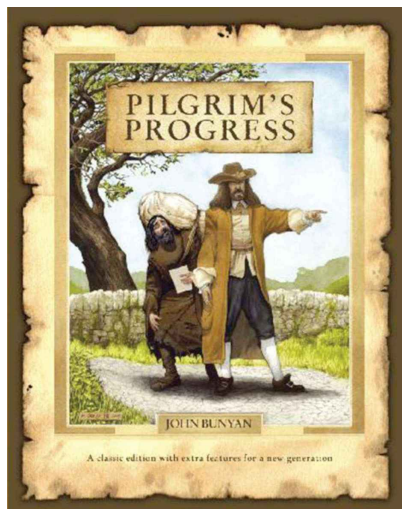
想走大运或出大名。

我总是想着麻烦，
我的想法是稳重的，
所以当麻烦来临时
我早已做好准备。

你们很可能会说：“谁会在生活中整天期待麻烦的到来啊？”其实我就是这样的。在这漫长的一生中，我一直都在期待麻烦的到来。现在我已经84岁啦。就像爱比克泰德，我也拥有一种蒙受恩宠的生活。我总是期待麻烦的到来，准备好麻烦来临时如何对付它，这并没有让我感到不快乐。这根本对我没有任何害处，实际上，这对我有很大的帮助。所以我要把豪斯曼和芒格法官的道理传授给你们。

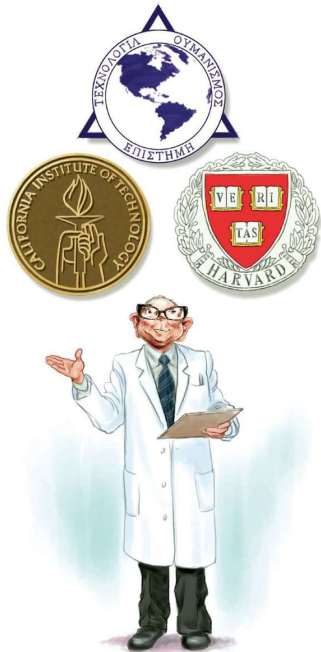
由于在你们将要从事的行业中有大量的程序和繁文缛节，最后一个我想要告诉你们的道理是，复杂的官僚程序并不是文明社会的最好制度。更好的制度是一张无缝的、非官僚的信任之网。没有太多稀奇古怪的程序，只有一群可靠的人，他们彼此之间有正确的信任。那是玛约医疗中心手术室的运作方式。如果那里的医生像律师那样设立许多像法律程序那么繁琐的规矩，更多的病人会死于非命。所以当你们成为律师的时候，永远别忘记，虽然你们在工作中要遵守程序，但你不用总是被程序牵着鼻子走。你们在生活中应该追求的是尽可能地培养一张无缝的信任之网。如果你们拟定的婚姻协议书长达47页，那么我建议你们这婚还是不结为妙。（听众大笑。）

好啦，在毕业典礼上讲这么多已经够啦。我希望这些老人的废话对你们来说是有用的。最后，我想用《天路历程》中那位真理剑客年老之后惟一可能说出的话来结束这次演讲：“我的剑传给能挥舞它的人。”（听众鼓掌。）



“我的剑传给能挥舞它的人。”

1678年出版的《天路历程》是约翰·班扬（John Bunyan）所著的寓言故事，它被认为是英语文学中最重要的作品之一。《天路历程》记录的是叙事者在梦中跟随一个基督徒，走过许多虚构的地方：万念俱灰之沼泽、美不胜收之宫殿、卑贱低下之山谷、死神阴影之山谷、虚荣浮夸之市集和犹疑猜忌之堡垒，最终到达他要寻找的天空之城。真理剑客是一位武功高强的朝圣者，独自打败了三个匪徒，在那位基督徒快要到达终点的时候加入了他的朝圣之路。



就在本书即将出版的时候，查理说他想对我们选中的很重要的一讲——“人类误判心理学”——进行“细微的修改”，让这篇文章能够反映出他对这个主题的最新想法。我们没有料到查理的“细微”修改其实差不多是彻底重写，增加了大量的新材料，而且他改完的时候离本书预定的出版时间已经非常近了。这一讲全面呈现了查理在“行为金融学”方面的原创理论，现在这门学科已经蓬勃发展成为一门自成一体的学科。正如参加讲座的唐纳德·霍尔所说的，“查理早在行为金融学这个名称被发明之前，早已提出了这门学科的主要观点。”

查理还强调了各种认知模型的重要性，这些模型可以用来理解人们的理性行为和非理性行为。他和我们分享了他列出的导致人类作出错误判断的25种标准成因清单，其中不乏令人意想不到的创造性的真知灼见，正如查理所钦佩的历史上伟大的思想家一样。他还强调了各种心理性误判成因结合起来所产生的lollapalooza的力量。

查理的这篇杰作探讨了某些行为的成因，它是专为《穷查理宝典》而写的。我们希望你个人生活和经商活动中成功地运用这些道理。

第十一讲

人类误判心理学

查理将三次演讲的内容合并起来，写成一篇从来没有发布过的讲稿，2005年又进行了修订，增加了大量新的材料。

这三次演讲分别是：

1. 1992年2月2日，在加州理工学院教职员俱乐部布雷（Bray）讲座上的演讲；
2. 1994年10月6日，受剑桥行为研究中心邀请，在哈佛大学教职员俱乐部发表的演讲；
3. 1995年4月24日，受剑桥行为研究中心邀请，在波士顿港酒店发表的演讲。

2005年，在没有任何研究助理的情况下，查理全凭记忆，对这篇讲稿作了大刀阔斧的修改。查理认为81岁的他能够比10年前做得更好，原因有两个：1. 当时他的知识没有如今丰富，而且当时因为生活的忙碌而过于匆忙定稿；2. 当时他是依据粗略的笔记进行演讲，而现在是对讲稿进行修改。

前言

当我阅读我在15年前做过的心理学讲座的讲稿时，我觉得我现在可以写一篇逻辑性更强但是篇幅也更长的“讲稿”，将我以前讲过的大部分内容都囊括在内。

但我立刻发现这么做有四个缺点。

第一，由于我在撰写这篇更长的“讲稿”时更为追求逻辑的完整性，所以在许多人看来，和早前的讲稿相比，它会显得更加枯燥和难懂。这是因为我给那些心理倾向所下的定义会让人想起心理学教科书和欧几里

得。谁会在阅读教科书或者重读欧几里德中找到乐趣呢？

第二，我只在15年前浏览过三本心理学教材，我对正式的心理学的了解就这么多，所以后来学院派心理学取得了什么进展我基本上是不了解的。然而，在这篇更长的讲稿中，我将会对学院派心理学提出许多批评。这种班门弄斧的做法肯定会引起许多心理学教授的反感，若是发现我有错误之处，他们将会非常高兴，说不定还会写文章来批评我，以此回应我对他们的批评。我为什么会在意新的批评呢？嗯，谁喜欢与那些拥有信息优势的尖锐批评家结下新的梁子呢？

第三，这篇更长的文章肯定会让某些本来喜欢我的人感到不满。他们不但会对我的文风和内容提出异议，而且还会觉得我是个目中无人的老头，对传统的智慧不够尊敬，“大言不惭”地谈论一门他从来没有上过课的学科。我在哈佛大学法学院的老同学艾德·罗思柴尔德（Ed Rothschild）总是把这种大言不惭称为“鞋扣情结”。这个名字来自他的一位世交，那人在鞋扣行业取得领先地位之后，不管聊到什么话题总是一副无所不知的口气。

第四，我也许会让你显得像个傻瓜。

尽管考虑到这四个缺点，我还是决定发表这篇内容增加甚多的文章。这几十年来，我基本上只做那些我有把握能够做好的工作和事情，而现在我却选择了这样的行动，它非但不会给我个人带来重大的好处，而且有可能让我的亲人和朋友感到痛苦，更有可能让我自己丢人现眼。我到底为什么要这样做呢？

这也许跟我的性格有关，我向来喜欢指出和谈论传统智慧中的错误。虽然这些年来我因为这种脾气而吃了不少苦头，但是江山易改，本性难移，我并没有因为吃了生活中的苦头而改掉自以为是的性格。

我作出这个决定的第二个原因是，我赞成第欧根尼（Diogenes）的说法。第欧根尼说过：“从来不得罪人的哲学家有什么用呢？”

第三个原因是最重要的。我爱上了我这种编排心理学知识的方法，因为它一直以来对我很有用。所以呢，在去世之前，我想在某种程度上效仿三位人物，给世人留点东西。这三位人物分别是：约翰·班扬的《天路历程》的主角、本杰明·富兰克林，以及我的第一位雇主恩尼斯特·巴菲特。班扬笔下的人物，也就是那位外号“真理剑客”的骑士，在临终时留

下了这样的遗嘱：“我的剑留给能挥舞它的人。”跟这个人一样，只要我曾经试图正确地对待我的剑，我并不在乎我对它的赞美是对还是错，也不在乎许多人并不愿意使用它，或者使用之后发现它对他们来讲完全没有用。对我帮助极大的本杰明·富兰克林给世人留下了他的自传——《穷理查年鉴》——和其他许多东西。恩尼斯特·巴菲特也尽他最大的努力，同样留下了“如何经营杂货店（的知识），以及我了解的一些垂钓知识”。他的遗赠发挥的作用是不是最大，我在这里就不说啦。但我想告诉大家的是，我认识恩尼斯特·巴菲特的四代后裔，我对他们的了解促使我决定效仿他们的先人。

人类误判心理学

我早就对标准的思维错误非常感兴趣。

然而，在我受教育的年代，非临床心理学在理解错误判断方面的贡献完全遭到了主流社会精英的漠视。当时对心理学进行研究的人非常少，只有一群自娱自乐的教授。这种固步自封的情况自然会造成许多缺陷。

所以呢，当我从加州理工学院和哈佛大学法学院毕业的时候，我对心理学是完全无知的。这些教育机构并没有要求学生掌握这门学科。它们根本就不了解心理学，当然更无法将心理学和其他学科整合起来。此外，这些机构就像尼采笔下那个以瘸腿为傲的人物，它们为能刻意避开“混乱的”心理学和“混乱的”心理学教授而感到光荣。

在很长一段时间里，我也持有这种无知的想法。其他许多人也是。例如，加州理工学院常年只有一位心理学教授，他自称“心理分析研究教授”，为学生开设“变态心理学”和“文学中的心理分析”，看到这样的情况，我们会怎么想呢？

离开哈佛不久，我开始了漫长的奋斗，努力去掌握一些最有用的心理学知识。今天，我想要描述我这次追求基本智慧的漫长奋斗，并简要地说出我最终的心得。之后，我将会举例——其中许多例子在我看来是形象而有趣的——说明心理学知识的用处，以及如何解决那些跟人类的心理相关的问题。最后我将针对我讲过的内容提出一些普遍问题，并进

行回答。这将会是一次很长的演讲。

当我开始当律师的时候，我很相信基因进化论，也知道人类与认知能力较为低下的动物和昆虫之间有许多相似之处，这是物种进化造成的。我明白人是“社会动物”，他会观察周围人们的各种行为，并自动地受到他们的影响。我还知道人类就像被驯养的动物和猴子，也生活在一种等级结构中，他倾向于尊重当权者，喜欢和同阶层的成员合作，同时对处于下层并与之竞争的人表现出极大的不信任和不喜欢。

但这种以进化论为基础的理论结构太过粗略，不足以让我正确地应付我在现实生活中遇到的问题。很快，我发现自己身边出现了各种我无法理解的现象。于是我终于明白，若要顺利地解决我在生活中遇到的各种问题，我必须拥有更好的理论结构，这样才能够解释我的所见和经验。那时，我渴望更多理论的历史已经很长了。这部分是因为，我总是喜欢把理论当作破解难题的工具和满足我那像猴子般的好奇心的手段；部分是因为，我发现理论结构非常有用，能够帮助人们得到他们想要的东西。这个道理是我小时候在学校发现的，当时我在理论的指导之下，轻轻松松地取得了好成绩，而其他许多人由于没有掌握理论，花了很大力气去学习，却总是不及格。我认为更好的理论对我来说总是有用的，如果我能掌握它，就能够更快地获得财富和独立，能够更好地帮助我所热爱的一切。所以我慢慢地培养了我自己的心理学体系。在这个过程中，我靠的是自学，这多少有点像本杰明·富兰克林，还有那个保育院故事展现出来的决心：“那我就自己来吧。”小红母鸡说。”

在我追求知识的过程中，有两种思维习惯起到了很大的作用。第一，我总是试图通过伟大的代数学家雅各比提倡的逆向思维来考虑问题。雅各比说：“反过来想，总是反过来想。”我得到正确判断的办法，通常是先收集各种错误判断的例子，然后仔细考虑该怎样避免得到这些下场。第二，我非常热衷于收集错误判断的例子，所以我完全无视不同行业、不同学科之间的界线。毕竟，既然其他行业有许多重大的、容易发现的愚蠢事例，我为什么还要在自己的领地上搜寻某些无足轻重的、难以发现的新蠢事呢？除此之外，我已经明白，现实世界的问题不会恰好落在某个学科的界线之内。它们跨越了界线。如果两种事物存在密不可分的关系，我认为那种试图考虑其中一种事物而无视另一种事物的方法是很值得怀疑的。我担心的是，如果我试图用这种方法去解决问题，最终我将会——用约翰·刘易斯（John L. Lewis）的不朽名言来说

——“没有脑袋，只有一个顶上长着头发的脖子。”

后来，纯粹的好奇心驱使我去思考邪教的问题，那些毁形灭性的邪教通常只需要一个长周末就能够将完全正常的人转变为被洗过脑的行尸走肉，并永远让他们保持那种状态，它们是怎么做到的呢？原因是什么呢？我觉得如果我通过大量的阅读和反复的思考，应该能够完满地解决这个关于邪教的问题。

我也对社会性的昆虫很好奇。有生育能力的雌蜂和有生育能力的雌收获蚁的寿命相差很多，但它们只要在空中进行一次群交，就都能将寿命延长整整20倍。我对这样的事情感到着迷。蚂蚁的极大成功也让我着迷——蚂蚁的进化极其成功，它们形成了几种简单的行为规范：繁殖群体之内的蚂蚁精诚无间地合作，而对繁殖群体之外的蚂蚁，哪怕是同类的蚂蚁，则几乎总是表现出致命的敌意。

像我这么热爱学习的人，到了中年本来应该翻开心理学教材，但是我没有，这证明了那句德国谚语所言非虚：“我们老得太快，聪明得太迟。”后来我发现，没有接触到当时大多数教科书上记载的学院派心理学，对我来说可能是件幸运的事情。那些教科书无助于我理解邪教，而那些收集心理实验的教科书作者就像收集蝴蝶标本的小男孩——他只想收集更多的蝴蝶，和其他收集者有更多的接触，根本不想对已经拥有的标本进行综合研究。当我最终看到那些心理学教科书的时候，我想起了伟大的经济学家雅各布·维纳（Jacob Viner）说过的一句话。他说许多学者就像寻菇犬，人们喂养和训练这种动物来寻找地下的块菌，除了这项专长，它别的什么都不会。那些教科书花了长达数百页的篇幅来探讨先天因素和后天因素对人的影响，可是它们所用的思考方式是极其不科学的，这也让我很吃惊。我发现大多数入门级的心理学教科书并没有正确地处理一个基本问题：心理倾向为数众多，而且它们在生活中会产生相互影响。但那些入门级教材的作者通常对如何弄清楚相互交织的心理倾向造成的复杂后果避而不谈。这有可能是因为那些作者不希望把教材写得太复杂，以免没有新人敢投身于他们的学科。他们做得不够好，也有可能是出于塞缪尔·约翰逊说过的原因。曾经有位女士问约翰逊，是什么原因导致他的词典把“pastern”（马蹄腕）这个词的定义给弄错了。

约翰逊的回答是：“纯粹的无知。”最后，那些教科书作者也没有兴趣去描写该用哪些标准的办法去对付由心理因素造成的标准蠢事，所以他们恰恰避开了我最感兴趣的话题。

学院派心理学虽然有许多缺点，但也有一些非常重要的优点。我在博览群书的过程中看到一本叫做《影响力》（Influence）的书。这是一本通俗读物，作者是一位杰出的心理学教授，罗伯特·西奥迪尼（Robert Cialdini），他在规模很大的亚利桑那州立大学任教。西奥迪尼设计大量巧妙的实验，在实验中，人们利用人类思维中内在的缺陷，操纵别人做出了损害自身利益的事情。西奥迪尼对这些实验进行了描述和解释，并因此在非常年轻的时候就荣任终身董事讲座教授。

我立刻给我的每个孩子寄了一本西奥迪尼的著作。我还送给西奥迪尼一股伯克希尔的A级股票（2015年3月的市值大约为22万美元——译者注），感谢他为我和公众作出的贡献。西奥迪尼这本社会心理学著作卖出了几十万册，这是很了不起的，因为西奥迪尼并没有宣称他的书将会改善你的性生活或者让你发财。

许多读者购买西奥迪尼这本书是因为他们跟我一样，也想知道怎样才能不经常被推销员和环境欺骗。然而，令非常正直的西奥迪尼意想不到的是，大量的销售员也买了他的书，他们想要了解怎样才能更有效地误导顾客。下面我会讲到激励机制引起的偏见，我希望不会有人将我的理论用于变态的目的。

在西奥迪尼这本书的驱动之下，我很快浏览了三本最流行的心理学入门教材。在此期间，我还进行了周全的考虑，想把我以前的训练和经验综合起来。芒格的非临床、非先天后天对立的非发展心理学就这样诞生了。许多理论是从它们的发现者（其中大多数人的名字我甚至还不知道）那里借用来的，但我通常会给它们配上新的表述和标题。因为我没有去查证资料，而是怎样容易回忆起来就怎么写，然后再进行修改，以便我能够很方便地使用这些理论来避免错误。

在开始综述我的理论之前，我想先来讲一个有助于理解以下内容的普遍观点。这个观点是从我们对社会性昆虫的了解中提炼出来的。这些昆虫很漂亮地证明了神经系统细胞在进化过程中固有的局限，它们整个神经系统通常只有10万个左右的细胞，而人类光是大脑的细胞就有上百亿个。

蚂蚁和人类相同，都是由活体结构加上神经细胞中的行为程序组成的。就蚂蚁而言，其行为程序只有少数几种，而且几乎完全来自遗传。蚂蚁能够根据经验学到新的行为，但大多数时候，它只能根据遗传的神

经系统中设定好的程序，对十种左右的神经刺激作出几个简单的反应。

蚂蚁简单的行为系统自然有很大的局限，因为它的神经系统的功能很有限。例如，有一种蚂蚁，当它在巢穴里嗅到蚂蚁尸体散发出的外激素时，它就会和其他蚂蚁合作把尸体运出巢穴。伟大的哈佛大学教授E. O. 威尔逊（E. O. Wilson）做过一个非常出色的心理学实验，他将死蚂蚁分泌的外激素涂在一只活蚂蚁身上。很自然，其他蚂蚁把这只有用的活蚂蚁拖出了巢穴，尽管它在整个过程中不断地踢腿和挣扎。这就是蚂蚁的大脑。它拥有的反应程序特别简单，平时运转是没有问题的，但在许多情况下，蚂蚁只会生搬硬套地根据这个程序作出机械反应。

另一种蚂蚁证明，蚂蚁有限的大脑不但容易受环境欺骗，而且还会遭到其他生物的操控。这种蚂蚁的大脑里面包含了一种简单的行为程序，引导蚂蚁在爬行的时候跟着前方的蚂蚁走。如果在这种蚂蚁爬行时把它们弄成一个圆圈，它们有时候会不停地走啊走，直到死亡为止。

有一个我看来很明显的道理是：由于存在许多过度简化的思维程序，人类大脑的运转必定常常出现问题，就像蚂蚁的大脑那样，尽管它试图解决的问题通常比那些无需设计飞机的蚂蚁面对的问题困难得多。

人类的知觉系统清楚地证明了大脑确实会失灵。人是很容易受到愚弄的，无论是人类精心设计的骗局，还是偶然出现的环境因素，抑或人们刻苦练习而掌握的非常有效的控制术，都能够轻而易举地让人们上当。导致这种结果的原因之一是人类感知中的微量效应。如果刺激被维持在一定水平之下，人类便察觉不到它的存在。由于这个原因，魔术师能够在黑暗中做一通虚张声势的动作之后让自由女神像消失。观众并不知道他们坐在一个慢慢旋转的平台之上。这个平台转得非常慢，没有人能够察觉出来。当平台上的帘幕在原来自由女神像出现的地方掀开时，它看起来像是不见了。

人类的大脑即使在有所知觉的时候，也会错误地估量它感知到的东西，因为大脑只能感知到鲜明的对比，而无法像精密的科学仪器那样以科学的单位来估算感知的变化。

魔术师证明人类神经系统确实会因为这种对比而出现错误。魔术师能够在你毫不察觉的情况下摘掉你的手表。他摘你的手表时，如果他只跟你的手腕发生接触，那么你肯定会感知到手表被他摘掉了。但他同时

还触碰了你身体的其他地方，而且通过施加更大的力道把你手腕感受到的力道给“淹没”了。这种高对比让你感觉不到手腕受到的力道。

有些教授喜欢用实验来证明对比引起的感知缺陷。他们会让学生把一只手放在一桶热水里，另外一只手伸进一桶冷水。然后他们会突然要求学生把双手放进一桶常温的水中。学生虽然两只手是放在同一桶水里面，但一只手感觉好像刚放进冷水，一只手感觉好像刚放进热水。当人们发现在温度计不会出错的地方，单纯的对比就能轻易地让感知受骗，并意识到认知和感知是相同的，也会受到单纯的反差的欺骗，那么他不但能够懂得魔术师是如何愚弄人们的，还能明白生活是如何作弄人的。人类的感知和认知系统中那些总体上很有用的倾向往往会出错，如果不对此加以小心提防，就会很容易受到别人故意的操控。

人类的——经常出错但总体上很有用——心理倾向相当多，而且相当不同。大量的心理倾向的自然结果就是社会心理学的重要原理：认知往往取决于情景，所以不同的情景通常会引起不同的结论，哪怕是同一个人在思考同一个问题的时候也是如此。

有了蚂蚁、魔术师和这条社会心理学的重要原理做铺垫，接下来我想简单地列出那些虽然总体上很有用但经常误导人的心理倾向。后面我们再来详细讨论每种倾向引发的错误，同时描述如何防止犯这样的错误，并进行一些总体的讨论。以下是这些倾向：

一、奖励和惩罚

超级反应倾向

二、喜欢/热爱倾向

三、讨厌/憎恨倾向

四、避免怀疑倾向

五、避免不一致性倾向

六、好奇心倾向

七、康德式公平倾向

八、艳羡/妒忌倾向

九、回馈倾向

十、受简单联想影响的倾向

十一、简单的、避免痛苦的心理否认

十二、自视过高的倾向

十三、过度乐观倾向

十四、被剥夺超级反应倾向

十五、社会认同倾向

十六、对比错误反应倾向

十七、压力影响倾向

十八、错误衡量易得性倾向

十九、不用就忘倾向

二十、化学物质错误影响倾向

二十一、衰老——错误影响倾向

二十二、权威——错误影响倾向

二十三、废话倾向

二十四、重视理由倾向

二十五、lollapalooza倾向——数种心理倾向共同作用造成极端后果的倾向

奖励和惩罚 超级反应倾向

我最先讨论这个倾向，是因为每个人都以为自己完全明白激励机制和惩罚机制在改变认知和行为方面有多么重要。但其实往往不是这样子的。例如，我觉得自我成年以来，在理解激励机制的威力方面，我比95%的同龄人要好，然而我总是低估那种威力。每年总会有些意想不到的事情，促使我对激励机制的超级威力有更深的体会。

说到激励机制的威力，在所有案例中，我最欣赏的是联邦快递的案例。联邦快递系统的核心和灵魂是保证货物按时送达，它必须在三更半夜让所有的飞机集中到一个地方，然后把货物快速转发到各架飞机上。

如果哪个环节出现了延误，联邦快递就无法把货物及时地送到客户手里。曾经有一段时间，联邦快递的夜班工人总是不能按时完成工作。他们对工人动之以情、晓之以理。他们尝试了各种各样的方法，但就是没效果。最后有个人终于想通了：公司并不希望职员工作的时间越长越好，而是希望他们快速地、无差错地完成某项任务，所以按照小时来支付夜班薪水的做法是很傻的。也许，这个人想，如果他们按照班次来支付薪水，并允许夜班工人在把所有货物装上飞机之后提前回家，那么这个系统会运转得更好。你瞧，这种方法果然奏效了。

施乐公司（Xerox Corporation）早期的时候，乔·威尔逊（注：乔·威尔逊，1909——1971，美国施乐公司创办人、慈善家）也遇到了相同的问题。他那时已离开公司进入政府部门，但不得不辞职又回到施乐公司，因为他无法理解为什么施乐的新机器总是卖得不如那些性能低下的旧机器好。回到施乐之后，他发现根据公司和销售员签署的销售提成协议，把旧机器卖给客户，销售员能得到很高的提成；在这种变态激励机制的推动下，劣等的旧机器当然卖得更好。

然后还有马克·吐温那只猫的案例。那只猫被热火炉烫过之后，再也不愿意坐在火炉上了，不管火炉是热的还是冷的。

我们还应该听取本杰明·富兰克林的建议。富兰克林在《穷理查年鉴》中说过：“如果你想要说服别人，要诉诸利益，而非诉诸理性。”这句睿智的箴言引导人们在生活中掌握一个重要而简单的道理：当你该考虑动用激励机制的威力时，千万千万别考虑其他的。我认识一个非常聪明的法律顾问，他在一家大型投资银行任职，从来没犯错，却丢失了工作，因为他忽略了富兰克林这句箴言中蕴含的教训。这位顾问没能成功地说服其客户。这位顾问对客户说，你有道德责任去做某件事，在这一点上，顾问是正确的。可是他没有告诉客户的是，如果不按照他的建议去做，客户将会陷入万劫不复之地。结果，这位顾问和他的客户都丢掉了工作。

我们还应该记得苏联共产党得到的下场。苏联共产党对激励机制的超级威力完全无知，结果造成什么情况呢？有个苏联工人这么说：“他们假装给薪水，我们假装在工作。”也许最重要的管理原则就是，“制定正确的激励机制。”

但是太过强调激励机制的超级威力也有缺陷。哈佛大学的心理学教

授B. F. 斯金纳就因为过度强调激励机制而闹了笑话。斯金纳曾经是世界上最著名的心理学教授。他能够取得这种如日中天的地位，部分原因在于，他早年别出心裁地利用老鼠和鸽子做实验，得出了令人意外的重要结果。和其他方法相比，他利用的激励法能够引发更多的行为变化，也能够更有成效地让他的老鼠和鸽子养成条件反射。他揭示，奖励儿童或者员工已经厌倦的行为是极其愚蠢的。利用食物作奖励，他甚至如愿以偿地让他的鸽子养成了强烈的迷信。他再三证明自然界存在一种重复出现的、普遍的伟大行为算法：“重复有效的行为”。他还证明即时的回报在改变和延续行为方面远远比延后的回报有效。他的老鼠和鸽子在食物奖励的作用下养成条件反射之后，他发现了那种能够使反射行为保持最长时间的奖励撤销模式：随机分布模式。得到这个研究结果的斯金纳认为他已经完全能够解释人类明知道十赌九输却还是忍不住要赌博的原因了。但是，正如我们在后面讨论其他导致滥赌行为的心理倾向时将会发现的，斯金纳只说对了一部分。斯金纳的个人声誉后来江河日下，是因为一来，他过度地强调了激励机制的超级威力，乃至认为利用激励机制就能够创建出一个人间乌托邦；二来，他几乎没有认识到心理学其他部分的威力。因而他就像雅各布·维纳的寻菇犬，只会用激励效应来解释一切。但话又说回来，斯金纳的主要观点是正确的：激励机制是超级有用的。他那些基本实验的结果将会在实验科学的史册上流芳千古。在他死后数十年里，他那种完全依赖奖励的方法在治疗儿童自闭症方面比其他任何疗法都有效。

当我在哈佛大学法学院念书的时候，教授们有时会谈起耶鲁大学法学院某个像斯金纳那么死心眼的教授。他们常常说：“埃迪·布兰夏德这老兄真可怜，他还认为宣告式判决能够治疗癌症呢。”嗯，极其强调激励机制的超级威力的斯金纳跟这位耶鲁法学院的教授差不多。我总是把这种降低了斯金纳声誉的思维习惯称为“铁锤人倾向”，因为有句谚语说：“在只有铁锤的人看来，所有问题都特别像钉子。”“铁锤人倾向”并没有放过布兰夏德和斯金纳这么聪明的人。如果你们不注意的话，它也不会放过你们。在这篇讲稿中，我将会好几次提到“铁锤人倾向”，因为正好有一些办法能够有效地减少这种令斯金纳教授声名扫地的心理倾向所造成的破坏。

激励机制的超级威力所造成的一个重要后果就是我所说的“激励机制引起的偏见”。有的人因为受过教育而变得道德高尚，然而在激励机制的驱动之下，他可能会有意或者无意地做出一些不道德的行为，以便得到

他想要的东西，而且他还会为自己的糟糕行为寻找借口，就像施乐公司那些为了得到最高提成而不惜损害顾客利益的销售员。

我很早就学到这个道理。故事发生在我祖父的故乡，内布拉斯加州的林肯市。当地有个外科医生，他年复一年地将大量的正常胆囊送到该市最好的医院的病理学实验室。众所周知，社区医院的管理体系很糟糕，所以这位医生如此乱来了许多年才被革除职务。那位负责开除这个人的医生是我们家的世交，我问他：“难道这名外科医生心里想，‘这么做能够展示我的医术很高明？’——这家伙手术做得非常好——‘而且每年通过把正常胆囊切掉来谋害几个病人能让我过上高质量的生活？’”我的朋友说：“不是这样子的啦，查理。他认为胆囊是所有疾病的祸根，而且如果你真的爱护病人，就应该尽快把这个器官切除掉。”

这个例子很极端，但每个专业人士和每个普通人身上或多或少都会有这名外科医生的认知倾向。它能引发极其可怕的行为。就拿那些推销商业地产和企业的经纪人来说吧。我从来没有见过一个哪怕稍稍客观的经纪人。在我这漫长的一生中，我遇到过的管理顾问没有不在他们的报告结束时写上这个相同的建议的：“这个问题需要更多的管理顾问服务。”由于激励机制引起的偏见非常普遍，所以人们往往必须怀疑或者有保留地接受其专业顾问的建议，哪怕这个顾问是一名工程师。一般的对策如下：（1）如果顾问提出的专业建议对他本身特别有利，你就应该特别害怕这些建议；（2）在和顾问打交道时，学习和使用你的顾问所在行业的基本知识；（3）复核、质疑或者更换你得到的建议，除非经过客观考虑之后这些建议看起来是合适的。

激励机制能够导致人们在做坏事的时候觉得自己是正当的，国防部的采购历史也证明了这一点。从前国防部采购时签署的都是成本保利合同（以成本再加一个比例的利润作价），从而产生了许多贪污受贿的事情，这促使美国政府作出决定，国防部负责采购的官员签署这样的合同是违法的，而且犯的不是轻罪，是重罪。

顺便说一声，虽然政府部门签署成本保利合同已经被正确地定为重罪，但其他地方，包括许多律师事务所和大量的企业，依然采用了一种成本保利的奖励系统。在这种普遍的激励模式之下，有些人受到激励机制引起的偏见的驱使，做出了许多极其可怕的事情。而这些行为不轨的人当中有许多原本正派得足让你们会很乐意和他们成为亲家。

人类大脑就是以这种方式运转的，这里面蕴含着几个大道理。比如，收款机的发明能够使不诚实的行为难以得逞，所以它对文明社会作出了杰出的贡献。正如斯金纳十分清楚地知道的，得到奖励的坏行为特别容易形成习惯。所以收款机是一种伟大的道德工具。顺便说一下，收款机的发明者帕特森对此深有体会。他曾经拥有一家小商店，店里的员工经常趁他不注意的时候偷钱，所以他从来没赚到什么钱。后来有人卖给他两台收款机，他的商店马上开始盈利。他很快把商店关掉，进入了收款机行业。他创办的公司就是那家在当时叱咤风云的国民收款机公司。帕特森把“重复有效的行为”作为行为指南，获得了巨大的成功。帕特森的道德也很高尚。他脾气很古怪，但热衷于做善事（不过他对竞争对手冷酷无情，他把所有竞争对手都看作是潜在的专利盗窃者）。帕特森的口头禅是“寿衣没有口袋”，他和卡内基一样，在离开人世之前，把大量的财产都捐作善款了。帕特森的收款机对文明的贡献非常巨大，他在改善和推广收款机方面所做的工作也非常有效，所以他很可能配得起罗马诗人贺拉斯自撰的墓志铭：“我并没有彻底地死去。”

由于职员存在这种为了获取回报而给糟糕的行为寻找正当理由的强烈倾向，所以除了帕特森发明的控制现金的手段之外，企业还需要其他许多对策。也许最重要的对策是采用合理的会计理论和会计实践。西屋电器的案例很好地证明了这一点。西屋电器属下有一家信贷公司，这家子公司放出了许多和西屋电气其他业务毫无关联的贷款。西屋电器的管理人员也许是因为妒忌通用电气，所以想要从对外贷款中获取更多利润。西屋电器的会计实践是这样的，它主要根据从前为下属子公司提供贷款的经验来为这些对外贷款提取未来的贷款坏账准备金，而它原来贷款给子公司则不太可能出现巨额的贷款损失。

有两类特殊的贷款理所当然地会给借款人造成大麻烦。第一类是面向房地产开发商的、贷款额为建设费用的95%的贷款，第二类是面向酒店的建筑贷款。正常来讲呢，如果有人愿意按照酒店实际建筑成本的95%贷款给开发商，那么贷款利率应该比一般利率高很多，因为贷款损失的风险比一般贷款高出很多。所以按照合理的会计方法，在发放大量占到实际建筑成本95%的贷款给酒店开发商时，西屋电器应该在财务报表中将所有这些贷款记为零利润，甚至记为损失，直到许多年后把贷款收回来为止。但是西屋电器并没有这么做，而是把大量发放给酒店开发商的贷款等同于以前那些很少产生损失的贷款，把账做得很漂亮。这让负责放贷的管理人员显得很优秀，因为财务报表显示出那些对外贷款带

来了极高的收入。国际和外部的会计师认可了西屋电器这种糟糕的做账方法，因为他们的所作所为就像那首老歌所唱的：“谁给我面包吃，我就给谁唱歌。”

结果西屋电器损失了数十亿美元。这该怪谁呢？怪那个从电冰箱部门调到公司高层并突然决定贷款给酒店开发商的家伙吗？还是怪那些会计和其他高层管理人员？（他们对一种几乎肯定会使信贷管理人员产生偏激行为的激励机制坐视不管。）我认为最应该受到指责的是那些创造出这种会计系统的会计人员和其他高层管理人员。这些人的所作所为无异于运钞公司突然决定不用武装车辆押运现金，而改让手无寸铁的侏儒用敞开的篮子提着现金走过贫民窟。

我希望我能够告诉你们，这种事情以后也不会发生，但实际情况并非如此。在西屋电器东窗事发之后，通用电气旗下的投资银行基德尔·皮博迪采用了一种愚蠢的电脑程序，致使债券交易员能够利用这种程序虚构出巨额利润。从此以后，许多公司的会计工作变得更加糟糕了，也许最糟糕的例子就是安然。

所以激励机制引起的偏见是非常重要的，（我们也有很重要的对策），比如说收款机和合理的会计系统。但是当我在几年前翻阅心理学教科书的时候，我发现那些教科书虽然有1000页那么厚，却很少谈到激励机制引起的偏见，对帕特森或者合理的会计系统更是只字不提。反正不知道怎么回事，心理学的概论课程完全没有提到激励机制引起的偏见及其对策，尽管世界各地许多伟大的文学作品早就出色地描绘了激励机制引起的偏见，尽管企业界早就有了应付这种偏见的对策。到最后，我得出的结论是，如果有的事情在生活中极为明显，但很难通过容易做的、可重复的学术实验得到证明，那些心理学的寻菇犬就会忽略它。

有时候，其他学科对各种心理倾向表现出的兴趣，至少比心理学教科书中体现的要浓厚。例如，那些站在雇主的立场考虑问题的经济学家早就为激励机制引起的偏见所产生的后果取了一个名字：“代理成本”。从这个名字就能看出来，经济学家知道，就像稻谷总是被老鼠吃掉一样，雇主的利益总是因为雇员不正当地把他们自己的利益摆在第一位而受损。雇主可以采用的对策包括制定严格的内部审计制度，对败露的不轨行为进行严厉的公开惩处，使用防止钻营的规章制度和收款机等机器。而站在雇员的立场来看，激励机制引起的偏见自然会促使雇主对他们进行压迫：血汗工厂、危险的工作场所等等。若要解决职员遇到的这

些糟糕问题，不但工会要给雇主施加压力，政府也要采取行动，包括制定关于工资和工作时间的法律、工作场所安全规章制度，采取一些便于工人组织工会的措施，还有完善工人的薪酬系统。考虑到劳资双方由于激励机制引起的偏见而相互对峙，我们就不会奇怪中国人为什么会提出阴阳对立的理论了。

激励机制引起的偏见无所不在，这造成了一些普遍而巨大的后果。例如，与有底薪的销售员相比，单纯靠提成过日子的销售员更难保证不做不道德的事情。从另一方面来说，无底薪的销售员的工作绩效会更加突出。因此，企业在制定销售员的薪酬制度时往往会面临两难的选择。

自由市场资本主义这种经济体系取得极大成功的原因之一是，它防止了许多由激励机制引起的偏见造成的不良影响。在自由市场经济活动的巨网中，绝大多数能够在残酷竞争中幸存下来的资本家均非等闲之辈，他们会防止企业中出现任何浪费的行为，因为这是生死攸关的事情。毕竟，他们要靠竞争性价格和他们的总体成本之间的利差来过日子，如果总体成本超过了销售额，他们就难逃灭亡的厄运。如果用那些从政府支取薪水的职员来取代这些资本家，那么市场经济的总体效率将会大大降低，因为每个取代资本家的职员在考虑为领取他的薪水应该提供什么样的服务，以及在多大程度上屈服于其他不希望自己表现得更好的同事的压力时会受到激励机制引起的偏见的影响。

激励机制引起的偏见的另外一个常见后果是，人们倾向于钻各种制度的空子，他们往往在损人利己方面表现得极有创意。因此，几乎所有制度设计都必须具备防止钻空子的重要属性。制度设计还需要遵守如下的原则：尽量避免奖励容易作假的事情。然而我们的议员和法官，通常包括许多在优秀大学受过教育的律师，往往会忽略这个原则。社会因此而付出了巨大的代价：道德风气败坏，效率下降，出现的不公平的成本转嫁和财富转移。如果高等学府提高教育质量，传授更多的心理学知识，而学生也能吸收更多心理学知识，那么我们的立法机构和法院将会设计出更好的制度。

当然，现在驱使人们行动的主要奖励是金钱。只要一个毫无实质价值的筹码能够固定换到一根香蕉，那么人们就可以对猴子进行训练，让它为了筹码而工作，仿佛筹码就是香蕉一样。同样道理，人类也会为了钱而工作——而且会为了钱而更加卖命地工作，因为人类的金钱除了可以换到食物之外，还能换到许许多多美好的东西，拥有或花掉金钱通常

也会让人显得有身份。此外，富人往往会出于习惯，更加努力地为金钱而工作，尽管他们早就不需要更多的钱。总的来说，金钱是现代文明的主要驱动力，这在非人类动物的行为中是没有先例的。金钱奖励也跟其他形式的奖励混合在一起。例如，有些人花钱买身份，有些人靠身份捞钱，而有些人同时做这两件事。

虽然在各种奖励中金钱是最主要的，但它并非是惟一有效的奖励。人们也会为了性、友谊、伴侣、更高的地位和其他非金钱因素而改变他们的行为和认知。

“祖母的规矩”也证实了奖励是非常有用的。它的效果特别突出，所以我在这里必须提到它。你可以用这个规矩来成功地控制自己的行为，哪怕你使用的奖励品是你已经拥有的！实际上，许多拥有心理学博士学位的顾问经常要求商业组织教会管理人员用“祖母的规矩”来管理他们自己的日常行为，借此改善它们的奖励系统。具体来说，祖母的规矩就是要求孩子在吃甜点之前先把他们的胡萝卜吃掉。把它应用到商界，就是要求管理人员每天强迫他们自己先完成他们不喜欢然而必要的任务，再奖励他们自己去处理那些他们喜欢的任务。考虑到奖励的超级威力，这种做法是明智而合理的。此外，这个规矩也可以被用于生活中非商业的部分。那些顾问强调在日常生活中采用这种做法并不是无意的。根据斯金纳的教导，他们知道即时的奖励是最有效的。

当然，惩罚也强烈地影响到行为和认知，尽管它的弹性和效果不像奖励那么好。例如，非法操纵物价的行为以前在美国很常见，因为遇到这种行为，政府往往是罚款了事。后来有几个重要的企业高管被革职还被送往联邦监狱服刑。此后，操纵价格的行为就大大减少了。

陆军和海军部队在利用惩罚来改变行为方面做得很极端，这可能是因为它们需要士兵的绝对服从。大约在恺撒的年代，欧洲有个部落，每当集结号角吹响时，最后一个到达的士兵就会被杀死，于是没有人愿意跟这个部落打仗。乔治·华盛顿则把那些当逃兵的农场少年吊死在40英尺高的地方，以此来警示其他那些可能想要逃跑的士兵。

在遗传因素的作用之下，刚孵出来的小鹅在破壳而出后将会“热爱”并跟随第一个对它和善的生物，那几乎总是它的母亲。但是，如果小鹅孵出来那一刻，出现的并不是母鹅，而是一个人，那么小鹅将会“热爱”并跟随这个人，把他当作自己的母亲。

类似的是，刚出生的人类也会“天生就喜欢和热爱”对他好的人。也许最强烈的天生的爱——随时准备好被诱发——就是人类的母亲对其孩子的爱。从另外一方面来说，老鼠同样也有“爱护孩子”的行为，但只要删除某个基因，老鼠的这种行为就会消失。这意味着母老鼠和小鹅一样，体内都有某种诱发基因。

就像小鹅一样，每个孩子不仅会受天性的驱使去喜欢和爱，而且也会在其亲生父母或者养父母的家庭之外的社会群体中去喜欢和爱。现在这些极端的罗曼蒂克之爱在人类的远古时代是不可能出现的。我们早期的人类祖先肯定会更像猿类，以一种非常原始的方式来挑选伴侣。

除了父母、配偶和孩子之外，还有什么是人类天生就喜欢和热爱的呢？人类喜欢和热爱被喜欢和被热爱。许多在情场上的胜负皆因他/她能否表现出额外的关怀和爱护，而一般来讲，人类终身都会渴望得到许多和他毫无关系的他人的怜惜和欣赏。

喜欢/热爱倾向造成的一个非常具有现实意义的后果就是，它是一种心理调节工具，促使人们：（1）忽略其热爱对象的缺点，对其百依百顺；（2）偏爱那些能够让自己联想起热爱对象的人、物品和行动（这一点我们将会“受简单联想影响的倾向”中讨论）；（3）为了爱而扭曲其他事实。

喜欢/热爱会引发倾慕，反之亦然。倾慕也会引起并且强化喜欢/热爱倾向。这种“反馈模式”一旦形成，通常会造成极端的后果，有时候会促使人们为了帮助自己心爱的人而不惜故意自我毁灭。

喜欢/热爱和倾慕交织在一起并相互作用往往在许多和男女情感无关的领域具有巨大的现实意义。例如，一个天生热爱值得敬仰的人和思想的人在生活中拥有巨大的优势。巴菲特和我自己在这方面就很幸运，有时候让我们受益的是相同的人或者思想。有一个人对我们两人都起到激励作用，他就是沃伦的叔叔，弗雷德·巴菲特。他在杂货店有干不完的话，但干活的时候总是很快乐，沃伦和我对他特别佩服。即使到今天，

在我认识了这么多人之后，我仍然认为弗雷德·巴菲特是最好的人，他让我变得更好。

那些有可能引起极度的热爱和倾慕的人往往能够发挥榜样的作用，造成非常好的效果，这对社会政策有极大的借鉴意义。例如，吸引许多令人敬爱、值得倾慕的人进入教育行业就是很明智的做法。

三 讨厌/憎恨倾向

在一种与“喜欢/热爱倾向”相反的模式中，刚出生的人类也会“天生就讨厌和憎恨”对他很坏的人。猿类和猴类的情况也是如此。

因此，战争在人类漫长的历史中几乎是持续不断的。例如，大多数美洲印第安人部落曾无休止地相互征伐，有些部落偶尔会把俘虏带到家里的妇女面前，让她们也享受把俘虏折磨致死的乐趣。尽管有了广为流布的宗教和发达先进的文明制度，现代社会的战争依然非常野蛮。但我们也观察到，在当今的瑞士和美国，人类巧妙的政治制度将个体和群体的讨厌与仇恨“引导”到包括选举在内的非致命模式当中。

但讨厌和仇恨并没有彻底消失。这些心理倾向是天生的，它们依然很强烈。所以英国有这样的格言：“政治是正确地处理仇恨的艺术。”我们还看到美国非常流行那些对政敌进行诋毁的广告。就家庭的层面而言，我们经常可以看到这样的情况：有的人憎恨自己的兄弟姐妹，只要负担得起相关费用，他就会不停地起诉他们。有个很风趣的人叫做巴菲特，他反复地向我解释，“穷人和富人的主要区别是，富人能够一辈子起诉他们的亲戚。”我父亲在奥马哈当律师的时候也处理了许多这种家庭内部的仇恨。我在哈佛大学法学院念书时，那里的教授教我“物权法”，然而丝毫没有提及家庭内部的兄弟争端。那时我就称这所法学院是一个非常脱离现实的地方，它像古代拉牛奶车的马那样蒙上了“眼罩”。我估计现在哈佛大学法学院在上物权法课程的时候依然没有提到兄弟之争。

讨厌/憎恨倾向也是一种心理调节工具，它能促使深陷其中的人们：（1）忽略其讨厌对象的优点；（2）讨厌那些能够让自己联想起讨厌对象的人、物品和行动；（3）为了仇恨而扭曲其他事实。

这种扭曲往往很极端，导致人们的认知出现了极大的偏差。当世贸中心被摧毁的时候，许多巴基斯坦人立刻认为是印度人干的，而许多穆斯林则认为是犹太人干的。这种致命的扭曲通常使得相互仇视的双方很难或者不可能握手言和。以色列和巴勒斯坦之间很难和解，因为一方历史中记载的事实与另外一方历史中记载的事实大相径庭，很少有相同之处。

四 避免怀疑倾向

人类的大脑天生就有一种尽快作出决定，以此消除怀疑的倾向。

这很容易理解，进化在漫长的岁月中促使动物倾向于尽快清除怀疑。毕竟，对于一只受到进攻者威胁的猎物来说，花很长时间去决定该怎么做肯定是一件不妙的事情。人类的远祖也是动物，这种避免怀疑倾向与其远祖的历史是很相符的。

人类通过尽快作出决定来消除怀疑的倾向十分明显，所以法官和陪审团必须采用抵制这种倾向的行为。他们不能立刻作出判决，而是必须经过慎重的考虑。人们在做决定之前，必须让自己习惯于戴上一个客观的“面具”。这个“面具”能够让人们客观地看待问题，这一点我们将会在下文讨论“避免不一致性倾向”时看出来。

当然，明白人类具有强烈的避免怀疑倾向之后，逻辑上我们可以理解，至少在某些方面，人们对宗教信仰的接受必然受到这种倾向的驱使。即使有人认为他自己的信仰来自神的启示，他仍然需要思考其他人与此不一样的信仰。几乎可以肯定地说，避免怀疑倾向是最重要的答案之一。

是什么引发了避免怀疑倾向呢？如果一个人没有受到威胁，又无需考虑任何问题，他是不会急于通过作出决定来消除怀疑的。正如我们在后面谈到“社会认可倾向”和“压力影响倾向”时将会看到的，引发避免怀疑倾向的因素通常是：

（1）困惑；（2）压力。在面对宗教问题的时候，这两种因素当然都存在。

因而，大多数人的自然状态就是需要有某种宗教信仰。这是我们观察到的事实。

五 避免不一致性倾向

为了节省运算空间，人类的大脑会不愿意作出改变。这是一种避免不一致性的形式。在所有的人类习惯中，无论是好习惯还是坏习惯，我们都能看到这种情况。没几个人能够列出许多他们已经改掉的坏习惯，而有些人哪怕连一个都列举不出来。与此相反，几乎每个人都有大量持续很久的坏习惯，尽管他们自己也知道这些习惯不好。考虑到这种情况，在许多时候我们说三岁看老不是没有道理的。在狄更斯的《圣诞欢歌》中，可怜的雅各布·马里的鬼魂说：“我戴着我在生活中锻造的锁链。”他说的锁链就是那些起初轻微得难以察觉，在察觉之后又牢固得无法打破的习惯。

在生活中维持许多好习惯，避免或者戒除许多坏习惯，这样的生活才是明智的。能够帮助人们过上明智生活的伟大原则同样来自富兰克林的《穷理查年鉴》：“一盎司的预防比一磅的治疗更值钱。”富兰克林这句话的部分含义是，由于避免不一致性倾向的存在，防止一种习惯的养成要比改变它容易得多。

大脑的抗改变倾向还使得人们倾向于保留如下几种东西的原样：以前的结论、忠诚度、身份、社会认可的角色等等。人类大脑在进化的过程中为什么会产生出这种伴随着快速消除怀疑倾向的抗改变模式，现在还不是很清楚。我猜想这种抗改变模式主要是由如下几种因素的共同作用引起的：

（1）当人类的远祖还是动物的时候，迅速作出决定对生存来说是至关重要的，而这种抗改变的模式有助于更快地作出决定。

（2）它使得我们的远祖能够通过群体协作而获得生存优势，因为如果每个人的反应总是不停地改变，那么群体协作就会变得很困难。

（3）从人类刚开始识字到今天拥有复杂的现代生活，中间的时

间并不是很长，它是进化在这么短的时间内所能得到的最好的办法。

我们很容易可以看出来，如果任由避免怀疑倾向引发的快速决定和拒绝改变这种决定的倾向相结合，将会使现代人的认知出现大量的错误。而且实际情况也确实如此。我们所有人都曾和许多冥顽不灵的人打过交道，那些人死抱着他们在小时候形成的错误观念，直到进了坟墓还不肯放手。由于避免不一致性倾向引起的糟糕决定所造成的问题特别严重，所以我们的法院采用了一些重要措施来对付它。例如，在作出决定之前，法官和陪审团必须先聆听辩方的长篇大论，让辩方列举证据为自身辩护。这有助于防止法官和陪审团在判决的时候犯“第一结论偏见”的错误。同样地，其他现代决策者通常要求各种团体在作出决定之前考虑反方的意见。

正确的教育应该是一个提高认知能力的漫长过程，以便我们变得足够有智慧，能够摧毁那些因拒绝改变倾向而被保留的错误想法。正如在世界顶尖大学任教的凯恩斯爵士谈及他那些高级知识分子同事时指出的，新思想之所以很难被接受，并不是因为它们本身太过复杂。新思想不被接受，是因为它们与原有的旧思想不一致。凯恩斯教授的言下之意，就是人类头脑和人类卵子的运作方式非常相似。当一个精子进入卵子，卵子就会自动启动一种封闭机制，阻止其他精子的进入。人类头脑强烈地趋向于与此相同的结果。

所以人们倾向于积累大量僵化的结论和态度，而且并不经常去检查，更不会去改变，即便有大量的证据表明它们是错误的。

社会科学院系就会发生这样的情况，比如说，曾经有人认为弗洛伊德应该是加州理工学院心理学教授的惟一人选。但自然科学院系也有人坚持错误的旧观点，不过这种情况比较少见，也没那么严重。在这方面，诺贝尔奖得主、普朗克常数的发现者马克斯·普朗克最有发言权。普朗克不但以科学研究闻名，而且他还说过一句著名的话，他说，甚至在物理学领域，激进的新思想也很少被旧卫士所接受。与此相反，普朗克说，唯有新一代成长起来，较少受到旧理论毒害的他们才能接受新理论。实际上，这种“脑梗阻”的情况也曾经在某种程度上发生于爱因斯坦身上。处在巅峰期的爱因斯坦非常善于摧毁他自己的思想，但是爱因斯坦晚年却从没有完全接受量子力学。查尔斯·达尔文是最成功地化解第一

结论偏见的人之一。他很早就训练自己努力考虑任何有可能证伪他的假说的证据，尤其是在他认为他的假说特别出色时更是如此。与达尔文相反的做法现在被称为“确认偏见”，这是一个贬义词。达尔文采用这样的做法，是因为他清楚地认识到人类会由于天生的避免不一致性倾向而犯认知错误。他本身是一个伟大的例子，证明了心理学洞见一旦被正确地使用，就能够对人类历史上最优秀的思想有所贡献。

避免不一致性倾向给文明社会带来了许多良好的影响。例如，大多数人在生活中不会表现出与他们的公共责任、新的或旧的公共认同等不一致的行动，而是会忠于职守，扮演好牧师、医生、公民、士兵、配偶、教师、职员等角色。

避免不一致性倾向造成的结果之一是，人们在获取新身份的过程中作出的重大牺牲将会提高他们对这种新身份的忠诚度。毕竟，如果他们认为某样东西并不好，却又为之作出重大牺牲，那他们的行为将会显得和他们的思想很不一致。所以文明社会发明了许多庄严肃穆的入会仪式，这些仪式通常是公开举行的，能够让新成员更加忠心。

庄严的仪式能够强化好的关系，也能够强化坏的关系。黑手党新成员因为“投名状”而对组织更加忠诚，德国军官因为“血誓”而对希特勒更加忠心，这些都是避免不一致性倾向引发的后果。

此外，这种倾向通常会使人成为被某些有心机的人所操控的“受害者”，那些人能够通过激发别人潜意识中的避免不一致性倾向而博取对方的好感。很少有人比本杰明·富兰克林更精于此道。本杰明·富兰克林原本是费城一个默默无闻的小人物，当时他想得到某个重要人物的垂青，于是经常设法请那个人帮他一些无关紧要的小忙，比如说借一本书给他之类的。从那以后，那个大人物就更加欣赏和信任富兰克林了，因为一个不值得欣赏、不值得信任的富兰克林与他借书给富兰克林的行为中暗示的赞许并不一致。

富兰克林这种操纵别人帮自己忙、从而令别人对自己产生好感的做法如果反过来使用，也会产生非常变态的效果。如果有个人受到操控，故意不停地去伤害另外一个人，那么他就会倾向于贬低甚至憎恨那个人。这种避免不一致性倾向造成的效应解释了那句谚语所含的道理：“人永远不会忘记自己做过的坏事。”这种效应也解释了监狱中的看守和囚犯势不两立的现象。许多看守会虐待囚犯，这种做法使他们更加讨厌和憎

恨囚犯，而那些被当作畜牲一样的囚犯又会反过来仇视看守。若要消除监狱中囚犯和看守之间相互敌视的心理，狱方应该持续不断地致力于：（1）从一开始就防止虐待囚犯；（2）虐囚现象出现时要立刻予以制止，因为它会像瘟疫那样蔓延扩散。如果在更有远见的教育的帮助下，我们对这个问题能够获得更多的心理学认知，那么我们也许能够提高美国军队的整体效率。

避免不一致性倾向是如此强大，乃至一个人只要假装拥有某种身份、习惯或者结论，他自己通常就会信以为真。因而，许多扮演哈姆雷特的演员会在某种程度上相信自己就是那位丹麦王子。许多装好人的伪善者的道德水平确实得到了提高；许多假装公正无私的法官和陪审团确实会做到公正无私；许多辩护律师或者其他观点的鼓吹者最后会相信他们从前只是假装相信的东西。

避免不一致性倾向造成了“维持现状倾向”，给合理的教育造成了巨大的伤害，但它也带来了许多好处。避免不一致性倾向导致教师不太可能把自己不相信的知识教给学生。所以临床医学教育要求学生必须遵守“先看，后做，再教”的原则，只有自己看过和做过的，才能教给别人。当然，教育过程有能力影响教师认知，这未必总是对社会有益。当这种能力流入政见传播和邪教教义传播时，通常会给社会造成糟糕的影响。

例如，当年轻的学生被灌输了值得怀疑的政治理念，然后热诚地将这些理念推销给我们其他人时，现代教育就会给社会造成很大的破坏。这种推销很少能使其他人信服。但是学生会把他们所推销的东西变成他们自己的思维习惯，从而受到了永久的伤害。我认为那些有这种风气的教育机构是很不负责任的。在一个人心智尚未完全成熟之前，不能给他的头脑套上一些锁链，这是很重要的。

六 好奇心倾向

哺乳动物天生就具有好奇心，但在所有非人类的哺乳动物里面，好奇心最强烈的是猿类和猴类。而人类的好奇心又比他的这些近亲强烈得多。在发达的人类文明中，文化极大地提高了好奇心在促进知识发展方

面的效率。例如，雅典（及其殖民地亚历山德里亚）人的纯粹好奇心推动了数学和科学的发展，而罗马人则对数学或科学几乎没有贡献。罗马人更专注于矿藏、道路和水利等“实用”工程。最好的现代教育机构（这样的机构在许多地方都为数甚少）能够增强人们的好奇心，而好奇心则能帮助人们防止或者减少其他心理倾向造成的糟糕后果。好奇心还能让人们在正式教育结束很久之后依然拥有许多乐趣和智慧。

七 康德式公平倾向

康德以其“绝对命令”（categorical imperative，又译为定言令式）而闻名。所谓绝对命令是某种“黄金法则”，它要求人们遵守某些行为方式，如果所有人都遵守这些方式，那么就能够保证社会制度对每个人来说都是最好的。应该说，在现代社会，每个有文化的人都表现出并期待从别人那里得到康德所定义的这种公平。

美国一些规模不大的小区里面通常会有只能供一辆车通过的桥梁或者地道，在这些小区里面，我们可以看到很多相互礼让的情况，尽管那里并没有交通标志或者信号灯。许多在高速公路上开车的司机，包括我自己在内，通常会让其他想要超车的司机开到自己前面，因为那是一种当他们想超车时也希望得到的礼貌行为。此外，在现代的文明社会中，陌生人之间有文明排队的习惯，这样所有人都能按照“先来后到”的规矩得到服务。

此外，陌生人往往会自愿平分飞来横财，或者平摊意外损失。作为这种“公平分配”行为的自然后果，当人们期待然而没有得到公平分配时，往往会表现出不满的情绪。

过去300年来，奴隶制度在世界各地基本上被废除了，这是很有意思的事情，因为在此之前，奴隶制度已经和各大宗教共存了几千年。我认为康德式公平倾向是促成这种结果的主要因素。

八 艳羨/妒忌倾向

如果某个物种在进化过程中经常挨饿，那么这个物种的成员在看到食物时，就会产生占有那食物的强烈冲动。如果被看到的食物实际上已经被同物种的另外一个成员占有，那么这两个成员之间往往会出现冲突的局面。这可能就是深深扎根在人类本性中的艳羡/妒忌倾向的进化起源。

兄弟姐妹之间的妒忌明显是非常强大的，并且儿童往往比成年更容易妒忌自己的兄弟姐妹。这种妒忌通常比因陌生人而发的妒忌更加强烈。这种结果也许是康德式公平倾向造成的。

各种神话、宗教和文学作品用一个又一个的事例来描写极端的艳羡/妒忌是如何引起仇恨和伤害的。犹太文明认为这种心理倾向是极其邪恶的，摩西诫律一条又一条明令禁止妒忌。这位先知甚至警告人们不要去贪图邻人的驴子。

现代生活中的妒忌也无所不在。例如，当某些大学的资金管理人员或者外科手术教授拿到远远超过行业标准的薪水时，校园里会一片哗然。而现代的投资银行、律师事务所等地方的艳羡/妒忌效应通常比大学教职员工中的此效应更加极端。许多大型律师事务所担心艳羡/妒忌会造成混乱，所以它们历来给所有高级合伙人提供的薪酬都是差不多的，完全不管他们对事务所的贡献有多大的差别。我同沃伦·巴菲特一起工作，分享对生活的观察已经几十年了，听到他不止一次明智地指出：“驱动这个世界的不是贪婪，而是妒忌。”

由于这句话基本上是正确的，人们可能会认为心理学教科书会用大量的篇幅来谈论艳羡/妒忌。但我翻读那三本心理学教科书的时候，并没有看到这样的内容。实际上，那些教科书的索引上根本就找不到“艳羡”和“妒忌”这两个词。

毫不提及艳羡/妒忌的这种现象并不局限于心理学教科书。在你们参加过的大型学术研讨会上，有人把成年人的艳羡/妒忌心理视为某些观点的原因吗？似乎存在一条普遍的禁忌，禁止人们做出这样的声明。如果确实如此的话，是什么导致这条禁忌的出现呢？

我的猜想是，这是因为人们普遍认为，说某种立场是由艳羡/妒忌促成的，是对采取那种立场的人的极大侮辱，如果那个人所持的看法是正确的，而不是错误的，那就更是如此。说某种立场受到妒忌的驱动被

视为等同于说采取那种立场的人像儿童般不成熟，那么这种对妒忌避而不谈的禁忌就完全可以理解了。

但这种普遍的禁忌就应该影响心理学教科书，导致心理学无法对一种普遍的重要现象作出正确的解释吗？我的答案是否定的。

九 回馈倾向

人们早就发现，和猿类、猴类、狗类和其他许多认知能力较为低下的动物相同，人类身上也有以德报德、以牙还牙的极端倾向。这种倾向明显能够促进有利于成员利益的团体合作。从这方面来讲，它跟许多社会性动物的基因程序很相似。

我们知道，在有些战争中，以牙还牙的心理倾向是很厉害的，它会让仇恨上升到很高的程度，引发非常野蛮的行为。许多战争中没有活的俘虏，交战双方非把敌人置于死地不可，而且有时候光是把敌人杀死还不够，比如说成吉思汗，他就不满足于只把敌人变成尸体。他坚持要把敌人的尸体剁得粉碎。

拿成吉思汗和蚂蚁来作对比是很有意思的。成吉思汗对别人残暴无度，动辄加以杀戮，而蚂蚁对其繁殖群体之外的同种类蚂蚁也表现出极端的、致命的敌意。如果和蚂蚁相比，成吉思汗简直太和蔼可亲了。蚂蚁更加好斗，而且在打斗中更加残忍。实际上，E.O.威尔逊曾经开玩笑地说，如果蚂蚁突然得到原子弹，所有蚂蚁将会在18个小时之内灭亡。人类和蚂蚁的历史给我们的启发是：（1）大自然并没有普遍的法则使得物种内部以德报怨的行为能够推动物种的繁荣；（2）如果一个国家对外交往时放弃以牙还牙的做法，这个国家是否有好的前景是不确定的；（3）如果国与国之间都认为以德报怨是最好的相处之道，那么人类的文化将要承担极大的重任，因为人类的基因是帮不上多少忙的了。

接下来我要谈谈战场之外的以牙还牙。现代有许多“路怒”（注：英文为road rage，是指汽车驾驶人在行车时对别的汽车驾驶人所做出的攻击性的或过激的行为）事件，或者运动场上也有因为受伤而引起的情绪失控事件，从这些事件可以看出来，在和平时代，人们之间的敌意也可

能非常极端。

化解过激的敌意的标准方法是，人们可以延迟自己的反应。我有个聪明的朋友叫做托马斯·墨菲（注：托马斯·墨菲，首都城市/美国广播公司前董事长和CEO），他经常说：“如果你觉得骂人是很好的主意，你可以留到明天再骂。”

当然，以德报德的心理倾向也是非常强烈的，所以它有时能够扭转以牙还牙的局面。有时候，在战火正酣时，交战双方会莫名其妙地停止交火，因为有一方先做出了细微的友善的举动，另外一方则投桃报李，就这样往复下去，最后战斗会停止很长一段时间。第一次世界大战期间，开战双方在前线的战壕不止一次地这样停战，这令那些将军感到非常恼火。

很明显，作为现代社会繁荣的主要推动因素，商业贸易也得到人类投桃报李的天性的很大帮助。利己利人的原则和回馈倾向相结合，会引起许多有建设性的行为。婚姻生活中的日常交流也得到回馈倾向的帮助，如果没有回馈倾向的帮助，婚姻会丧失大部分的魅力。

回馈倾向不但能够和激励机制的超级威力结合起来产生好的结果，它还跟避免不一致性倾向共同促成了以下结果：（1）人们履行在交易中作出的承诺，包括在婚礼上作出的忠于对方的承诺；（2）牧师、鞋匠、医生和其他所有职业人士恪守职责，做出正确的行为。

与其他心理倾向和人类翻跟斗的能力相同，回馈倾向很大程度上是在潜意识层面发挥作用的。所以有些人能够把这种倾向变成强大的力量，用来误导他人。这种情况一直都有发生。

例如，当汽车销售员慷慨地把你请到一个舒服的地方坐下，并端给你一杯咖啡时，你非常有可能因为这个细小的礼节性行为当了一回冤大头，买车的时候多付了500美元。这远远不是销售员用小恩小惠所取得的最成功的销售案例。然而，在这个买车的场景中，你将会处于劣势，你将会从自己口袋里额外掏出500美元。这种潜在的损失多少会让你对销售员的示好保持警惕。

但假如你是采购员，花的钱来自别人——比如说某个有钱的雇主，那么你就不太会因为要额外付钱而反感销售员的小恩小惠，因为多付出的成本是别人的。在这样的情况下，销售员通常能够将他的优势最大

化，尤其是当采购方是政府时。

因此，聪明的雇主试图压制从事采购工作的职员回馈倾向。最简单的对策最有效：别让他们从供应商那里得到任何好处。山姆·沃尔顿（注：山姆·沃尔顿，1918——1992，美国零售商沃尔玛公司的创办人）赞同这种彻底禁止的思想。他不允许采购员从供应商那里接受任何东西，哪怕是一个热狗也不行。考虑到大多数回馈倾向是在潜意识层面发挥作用，沃尔顿的政策是非常正确的。如果我是国防部的负责人，我会在国防部实行沃尔顿的政策。

在一个著名的心理学实验中，西奥迪尼出色地证明“实验员”有能力通过诱发人们潜意识的回馈倾向来误导他们。

展开实验的西奥迪尼吩咐他的实验员在他所在的大学校园里闲逛，遇到陌生人就请他们帮忙带领一群少年犯去动物园参观。因为这是在大学校园里发生的，所以在他们抽中的大量样本中，每六个人有一个真的同意这么做。得到这个1/6的统计数据之后，西奥迪尼改变了实验的程序。他的实验员接下来又在校园里闲逛，遇到陌生人就要求他们连续两年每周花大量时间去照顾少年犯。这个荒唐的请求得到了百分之百的拒绝。但实验员跟着又问：“那么你愿意至少花一个下午带那些少年犯去参观动物园吗？”这将西奥迪尼原来的接受率从1/6提高到了50%——整整3倍。

西奥迪尼的实验员所做的是作出小小的让步，于是对方也作出了小小的让步。由于西奥迪尼的实验对象在潜意识中作出了这种回馈式的让步，所以有更多的人非理性地答应带领少年犯去参观动物园。这位教授发明了如此巧妙的实验，如此强有力地证明了某个如此重要的道理，他理应得到更广泛的认可。实际上，西奥迪尼确实得到了这种认可，因为许多大学向他学习了大量知识。

回馈倾向为什么如此重要呢？假如有许多法学院学生毕业后走进社会，代表客户到处去谈判，却完全不了解西奥迪尼的实验所展现的潜意识思维过程的本质，那该是多么愚蠢的事。然而这种蠢事在世界各地的法学院已经发生了好几十年，实际上，是好几个世代。这些法学院简直就是在误人子弟。它们不知道也不愿意去传授山姆·沃尔顿了解得十分清楚的东西。

回馈倾向的重要性和效用也可以从西奥迪尼对美国司法部长批准偷偷进入水门大厦的愚蠢决定的解释中看出来。当时有个胆大包天的下属提议为了谋取共和党的利益，不妨使用妓女和豪华游艇相结合的手段。这个荒唐的请求遭到拒绝之后，那下属作出了很大的让步，只要求得到批准，以便偷偷摸摸地去盗窃，于是司法部长默许了。西奥迪尼认为，潜意识的回馈倾向是导致美国总统在水门丑闻中下台的重要因素。我也持相同的观点。回馈倾向微妙地造成了许多极端而危险的结果，并且这种情况绝不少见，而是一直以来都有很多。

人类对回馈倾向的认识，在被付诸实践数千年之后，已经在宗教领域干了许多令人毛骨悚然的坏事。特别令人发指的例子来自腓尼基人（Phoenicians）和阿兹台克人（Aztecs），他们会在宗教仪式上将活人杀死，作为牺牲品供奉给他们的神灵。我们不应该忘记近如在迦太基之战（注：英文为Punic Wars，也称布匿战争，是罗马人在向地中海扩张中于公元前264年——公元前146年同迦太基人之间的三次战役）中，文明的罗马人由于担心战败，重操了几次杀人献祭的旧业。从另外一方面来说，人们基于回馈心理，认为只要行为端正，就能从上帝那里得到帮助，这种观念有可能一直以来都是非常具有建设性的。

总的来说，我认为无论是在宗教之内还是在宗教之外，回馈倾向给人类带来的贡献远远比它造成的破坏要多。而就利用心理倾向来抵消或者防止其他一种或多种心理倾向引起的糟糕后果而言，比如说，就利用心理干预来终止化学药物依赖（戒毒或酒）而言，回馈倾向往往能够起到很大的帮助作用。

人类生活中最美好的部分也许就是情感关系，情感关系中的双方更感兴趣的是如何取悦对方，而非如何被取悦——在回馈倾向的作用之下，这样的情况并不算罕见。

在结束离开回馈倾向的讨论之前，我们最后要讨论的是人类普遍受到负罪感折磨的现象。如果说负罪感有其进化基础的话，我相信最有可能引起负罪感的因素是回馈倾向和奖励超级反应倾向之间的精神冲突。奖励超级反应倾向是一种推动人们百分之百地去享受好东西的心理倾向。当然，人类的文化通常极大地促使这种天生的倾向受到负罪感的折磨。具体地说，宗教文化通常给人们提出一些很难做到的道德要求和奉献要求。我家附近住着一位很有个人魅力的爱尔兰天主神父，他经常说：“负罪感可能是那些犹太人发明的，但我们天主教徒完善了它。”如果你们像

我和这位神父一样，都认为负罪感总体上是利多于弊的，那么你们就会和我一样对回馈倾向存有感激之心，无论你们觉得负罪感是多么地令人不愉快。

十

受简单联想影响的倾向

斯金纳研究过的标准条件反射是世界上最常见的条件反射。在这种条件反射中，创造出新习惯的反射行为是由以前得到的奖励直接引起的。例如，有个人买了一罐名牌鞋油，发现这种鞋油能把鞋擦得特别亮，由于这种“奖励”，下次他需要再买鞋油时，还是买了这个牌子。

但条件反射还有另外一种，反射行为是由简单的联想引发的。例如，许多人会根据从前的生活经验得到这样的结论：如果有几种同类产品同时在出售，价格最高的那种质量最好。有的普通工业品销售商明白这个道理，于是他通常会改变产品的外包装，把价格提得很高，希望那些追求高质量的顾客会因此而上当，纯粹由于他的产品及其高价格引起的联想而成为购买者。这种做法通常对促进销量很有帮助，甚至对提高利润也很有作用。例如，长期以来，定价很高的电动工具就取得了很好的销售业绩。如果要销售的产品是油井底下用的油泵，那么这种高定价的做法起到的作用会更大。提高价格的销售策略对奢侈品而言尤其有效，因为那些付出更高价格的顾客因此而展现了他们的良好品味和购买力，所以通常能够获得更高的地位。

即使是微不足道的联想，只要加以仔细的利用，也能对产品购买者产生极端的特殊影响。鞋油的目标购买者或许很喜欢漂亮女孩。所以他选择了那种外包装上印着漂亮女孩的鞋油，或者他最近看到由漂亮女孩做广告的那种鞋油。

广告商了解单纯联想的威力。所以你们不会看到可口可乐的广告中有儿童死亡的场面；与之相反，可口可乐广告画面中的生活总是比现实生活更加快乐。

同样地，军乐团演奏的音乐那么动听也绝对不是偶然的。人们听到那种音乐，就会联想起部队生活，所以它有助于吸引人们入伍，并让士

兵留在军队里。大多数军队懂得如何用这种成功的方法来使用简单联想。

然而，简单联想造成的最具破坏性的失算往往并不来自广告商和音乐提供者。

有的东西碰巧能让人联想起他从前的成功，或者他喜欢和热爱的事物，或者他讨厌和憎恨的事物（包括人们天生就讨厌的坏消息）。有些最严重的失算是由这样的东西引起的。

若要避免受到对从前之成功的简单联想误导，请记住下面这段历史。拿破仑和希特勒的军队在其他地方战无不胜，于是他们决定侵略俄罗斯，结果都是一败涂地。现实生活中有许多事例跟拿破仑和希特勒的例子差不多。例如，有个人愚蠢地去赌场赌博，竟然赢了钱。这种虚无缥缈的关联促使他反复去那个赌场，结果自然是输得一塌糊涂。也有些人把钱交给资质平庸的朋友去投资，碰巧赚了大钱。尝到甜头之后，他决定再次尝试这种曾经取得成功的方法——结果很糟糕。

避免因为过去的成功而做蠢事的正确对策是：

（1）谨慎地审视以往的每次成功，找出这些成功里面的偶然因素，以免受这些因素误导，从而夸大了计划中的新行动取得成功的概率；（2）看看新的行动将会遇到哪些在以往的成功经验中没有出现的危险因素。

喜欢和热爱会给人们的思想带来伤害，这可以从下面的事例看出来。在某桩官司中，被告人的妻子原本是一名非常值得尊敬的女性，可是却做出了明显错误的证词。那位著名的控方律师不忍心攻击这位如此可敬的女士，然而又想摧毁其证词的可信性。于是他摇摇头，悲伤地说：“我们该如何看待这样的证词呢？答案就在那首老歌里面：

丈夫是什么样，
妻子就会是什么样。
她嫁给了小丑，
小丑的卑鄙无耻，
拖累了她。”

法官因此没有采信这位女士的证词。他们轻而易举地看出她的认知已经受到爱情的强烈影响。我们常常看到，有些母亲受到爱的误导，在电视镜头面前声泪俱下，发自内心地认为她们那些罪孽深重的儿子是清白无辜的。

关于这种被称为爱的联想在多大程度上会令人盲目，人们的意见不尽相同。在《穷理查年鉴》中，富兰克林提议：“结婚前要睁大双眼看清楚，结婚后要睁一只眼闭一只眼。”也许这种“睁一只眼闭一只眼”的方法是正确的，但我喜欢一种更难做到的办法：“实事求是地看清现实，可还是去爱。”

憎恨和讨厌也会造成由简单联想引起的认知错误。在企业界，我常常看到人们贬低他们讨厌的竞争对手的能力和品德。这是一种危险的做法，通常不易察觉，因为它是发生在潜意识层面的。

有关某个人或者某个讨厌结果的简单联想也会造成另外一种常见的恶果，这可以从“波斯信使综合症”中看出来。古代波斯人真的会把信使杀掉，而这些信使惟一的过错是把真实的坏消息（比如说战败）带回家。对于信使来说，逃跑并躲起来，真的要比依照上级的心愿完成使命安全得多。

波斯信使综合征在现代生活中仍然很常见，尽管不再像原来那样动辄出人命。在许多职业里，成为坏消息传递者真的是很危险的。工会谈判专家和雇主代表通常懂得这个道理，它在劳资关系中引发了许多悲剧。有时候律师知道，如果他们推荐一种不受欢迎然而明智的解决方案，将会招来客户的怨恨，所以他们会继续把官司打下去，乃至造成灾难性的后果。即使在许多以认知程度高而著称的地方，人们有时候也会发现波斯信使综合征。例如，几年前，两家大型石油公司在得克萨斯的审判庭打起了官司，因为它们合作开发西半球最大油田的协议中有含糊的地方。我猜想它们打官司的起因是某位法律总顾问先前发现合同有问题，却不敢把坏消息告诉一位刚愎自用的CEO。

哥伦比亚广播公司（CBS）在其巅峰期行将结束的时候就以波斯信使综合征闻名，因为董事会主席佩利（注：William Samuel Paley，1901——1990，CBS前董事长及执行长，他将CBS从一个小广播公司发展成为美国三大广播电视网之一）特别讨厌那些告诉他坏消息的人。结果是，佩利生活在谎言的壳子之中，一次又一次地作出了错误的交易，

甚至用大量哥伦比亚广播公司的股票去收购一家后来很快被清盘的公
司。

要避免像哥伦比亚广播公司那样因波斯信使综合征而自食其果，正
确的对策是有意识地，养成欢迎坏消息的习惯。伯克希尔有一条普遍的
规矩：“有坏消息要立刻向我们汇报。只有好消息是我们可以等待
的。”还有就是要保持明智和消息灵通，那就是让人们知道你有可能从别
处听说坏消息，这样他们就不敢不把坏消息告诉你了。

受简单联想影响的倾向通常在消除以德报德的自然倾向方面有惊人的
效果。有时候，当某个人接受恩惠时，他所处的境况可能很差，比如
说穷困潦倒、疾病缠身、饱受欺凌等等。除此之外，受惠者可能会妒忌
施惠者优越的处境，从而讨厌施惠者。在这样的情况下，由于施惠的举
动让受惠者联想起自身的不幸遭遇，受惠者不但会讨厌那个帮助他的
人，还会试图去伤害他。这解释了那个著名反应（有人认为是亨利·福特
说的）：“这人为什么如此憎恨我呢？我又没有为他做过什么事情。”我
有个朋友，现在姑且叫他“格罗兹”吧，乐善好施的他有过一次啼笑皆非
的遭遇。格罗兹拥有一座公寓楼，他先前买下来，准备将来用那块地来
开发另外一个项目。考虑到这个计划，格罗兹对房客非常大方，向他们
收取的租金远远低于市场价。后来格罗兹准备拆掉整座大楼，在举行公
开听证会的时候，有个欠了许多租金没有交的房客表现得特别气愤，并
在听证会上说：“这个计划太让人气愤了。格罗兹根本就不需要更多的
钱。我清楚得很，因为我就是靠格罗兹的奖学金才念完大学的。”

最后一类由简单联想引起的严重思维错误出现在人们经常使用的类
型化思考中。因为彼得知道乔伊今年90岁，也知道绝大多数90岁的老
脑袋都不太灵光，所以彼得认为老乔伊是个糊涂蛋，即使老乔伊的脑袋
依然非常好使。或者因为阿珍是一位白发苍苍的老太太，而且彼得知道
没有老太太精通高等数学，所以彼得认为阿珍也不懂高等数学，即使阿
珍其实是数学天才。这种思考错误很自然，也很常见。要防止犯这种错
误，彼得的对策并非去相信90岁的人脑袋总的来说跟40岁的人一样灵
活，或者获得数学博士学位的女性和男性一样多。与之相反，彼得必须
认识到趋势未必能够正确地预测终点，彼得必须认识到他未必能够依据
群体的平均属性来准确地推断个体的特性。否则彼得将会犯下许多错
误，就像某个在一条平均水深18英寸的河流中被淹死的人那样。

简单的、避免痛苦的心理否认

我最早遇到这种现象，是在二战期间。当时我们家有位世交的儿子学习成绩非常出色，在体育运动方面也非常有天赋，可惜他乘坐的飞机在大西洋上空失事，再也没有回来。他母亲的头脑十分正常，但她拒绝相信他已经去世。那就是简单的、避免痛苦的心理否认。现实太过痛苦，令人无法承受，所以人们会扭曲各种事实，直到它们变得可以承受。我们或多或少都有这种毛病，而这经常会引发严重的问题。这种倾向造成的最极端的后果经常跟爱情、死亡和对化学物质（酒精、毒品等）的依赖有关。

当否认是被用来让死亡更容易接受时，这种行为不会遭到任何批评。在这样的时刻，谁会忍心落井下石呢？但有些人希望在生活中坚持下面这条铁律：“未必要有希望才能够坚持。”能够做到这一点的人是非常可敬的。

对化学物质的依赖通常会导致道德沦丧，成瘾的人倾向于认为他们的处境仍然很体面，仍然会有体面的前途。因此，他们在越来越堕落的过程中，会表现得极其不现实，对现实进行极端的否认。在我年轻的年代，弗洛伊德式疗法对逆转化学物质依赖性完全没有效用，但现在酒瘾戒除组织通过造成数种心理倾向一起来对抗酒瘾，能够把戒除率稳定在95%。然而整个治疗过程都很难，很耗费精力，而且50%的成功率也意味着50%的失败率。人们应该避免任何有可能养成化学物质依赖性的行为。由于这种依赖性会造成极大的伤害，所以哪怕只有很少的概率会染上，也应该坚决避免。

自视过高的倾向

自视过高的人比比皆是。这种人会错误地高估自己，就好像瑞典有90%的司机都认为他们的驾驶技术在平均水平之上。这种误评也适用于人们的主要“私人物品”。人们通常会过度称赞自己的配偶。人们通常不会客观地看待自己的孩子，而是会给出过高的评价。甚至人们的细小私

人物品也一般会得到过度的称赞。人们一旦拥有某件物品之后，对该物品的价值评估就会比他们尚未拥有该物品之前对其的价值评估要高。这种过度高估自己的私人物品的现象在心理学里面有个名称：“禀赋效应”。人们作出决定之后，就会觉得自己的决定很好，甚至比没作出这种决定之前所认为的还要好。

自视过高的倾向往往会使人们偏爱那些和自己相似的人。有些心理学教授们用很好玩的“丢钱包”实验证明了这种效应。他们的实验全都表明，如果捡到钱包的人根据钱包里的身份线索发现失主跟自己很相似，那么他把钱包还给失主的可能性是最高的。由于人类的这种心理特性，相似的人组成的派系群体总是人类文化中非常有影响的一部分，甚至在我们明智地试图消除其最糟糕的效果之后仍是如此。

现代生活中有一些非常糟糕的派系群体，它们被一群自视过高的人把持，并只从那些和他们非常相似的人中挑选新成员，现代生活可能就会出现一些非常糟糕的结果。因此，如果某个名牌大学的英语系学术水平变得很低下，或者某家经纪公司的销售部门养成了经常诈骗的习惯，那么这些问题将会有一种越来越糟糕的自然倾向，而且这种倾向很难被扭转。这种情况也存在于那些变得腐败的警察部门、监狱看守队伍或者政治群体中，以及无数其他充满了坏事和蠢事的地方，比如说美国有些大城市的教师工会就很糟糕，它们不惜伤害我们的儿童，力保那些本该被开除的低能教师。因此，我们这个文明社会中最有用的成员就是那些发现他们管理的机构内部出问题时愿意“清理门户”的负责人。

自然了，各种形式的自视过高都会导致错误。怎么能不会呢？

让我们以某些愚蠢的赌博投注为例。在买彩票时，如果号码是随机分配的，下的赌注就会比较少，而如果号码是玩家自己挑选的，下的赌注就会比较多。这是非常不理性的。这两种选号法中奖的概率几乎是完全相同的，玩家中奖的机会都是微乎其微的。现代人本来不会买那么多彩票的，但国家彩票发行机构利用了人们对自选号码的非理性偏好，所以他们每次都很愚蠢地买了更多的彩票。

那种过度称赞自己的私人物品的“禀赋效应”强化了人们对自己的结论的热爱。你们将会发现，一个已经在商品交易所购买了五花肉期货的人现在愚蠢地相信，甚至比以前更加强烈地相信，他的投机行为具有许多优点。

有些人热爱体育运动，自以为对各个队伍之间的相对优势十分了解，这些人会愚蠢地去买体育彩票。和赛马博彩相比，体育彩票更容易上瘾——部分原因就在于人们会自动地过度赞赏他自己得出的复杂结论。

在讲究技巧的比赛——比如说高尔夫球赛或者扑克赌牌比赛——中，人们总是一次又一次地挑选那些水平明显比自己高得多的玩家作对手，这种倾向同样会产生极端的事与愿违的后果。自视过高的倾向降低了这些赌徒在评估自己的相对能力时的准确性。

然而更具有负面作用的是，人们通常会高估自己未来为企业提供的服务质量。他们对这些未来贡献的过度评价常常会造成灾难性的后果。

自视过高往往会导致糟糕的雇佣决定，因为大部分雇主高估了他们根据面试印象所得结论的价值。防止这种蠢事的正确对策是看轻面试的印象，看重求职者以往的业绩。

我曾经正确地选择了这种做法，当时我担任某个学术招聘委员会的主席。我说服其他委员别再对求职者进行面试，只要聘用那个书面申请材料比其他求职者优秀很多的人就可以了。有人对我说，我没有尊重“学术界的正常程序”，我说我才是真正尊重学术的人，因为学术研究表明，从面试中得来的印象，其预测价值很低，我正在应用这个成果。

人们非常有可能过度地受到当面印象的影响，因为从定义上来讲，当面印象包括了人们的主动参与。由于这个原因，现代企业在招聘高层管理人员时，如果遇到的求职者能说会道，那么就有可能遭遇很大的危险。依我之见，惠普当年面试口齿伶俐的卡莉·菲奥里纳（注：卡莉·菲奥里纳，1954——，1999年至2005年期间担任惠普公司CEO），想任命她为新总裁时，就面临着这样的危险。我认为：（1）惠普选择菲奥里纳女士是一个糟糕的决定；（2）如果惠普懂得更多的心理学知识，采取了相应的预防措施，它就不会作出这个糟糕的决定。

托尔斯泰的作品中有一段著名的文字显示了自视过高的威力。在托尔斯泰看来，那些恶贯满盈的罪犯并不认为他们自己有那么坏。他们或者认为（1）他们从来没有犯过罪；或（2）考虑到他们在生活中遭遇的压力和种种不幸，他们做出他们所做过的事，变成他们所成为的人，是完全可以理解和值得原谅的。

“托尔斯泰效应”的后半部分，也就是人们不去改变自己，而是为自己那些可以改变的糟糕表现寻找借口，是极其重要的。由于绝大多数人都会为可以改变的糟糕表现寻找太多荒唐的理由，以此来试图让自己心安理得，所以采用个人和机构的对策来限制这种愚蠢的观念造成的破坏是非常有必要的。从个人层面来说，人们应该试图面对两个事实：

（1）如果一个人能够改正糟糕的表现，却没有去改正，而是给自己找各种各样的借口，那他就是品德有问题，而且将会遭受更多的损失；

（2）在要求严格的地方，比如说田径队或者通用电气，如果一个人不做出应有的表现，而是不停地找借口，那么他迟早肯定会被开除。而机构化解这种“托尔斯泰效应”的对策是：（1）建设一种公平的、唯才是用的、要求严格的文化，外加采用能够提升士气的人力资源管理方法；

（2）开除最糟糕的不守规矩者。当然啦，如果你不能开除，比如说你不能“开除”你的孩子，你必须尽最大努力去帮助这个孩子解决问题。我听过一个教育孩子的故事特别有效，那个孩子过了50年还对学到的教训念念不忘。那孩子后来变成了南加州大学音乐学院的院长。他小时候曾经从他父亲的老板的仓库里偷糖果吃，被他父亲发现之后辩解说，他打算过会就放回去。他父亲说：“儿子，你还不如想要什么就拿什么，然后在每次这么做的时候，都把自己称为小偷。”

避免因为自视过高而做傻事的最佳方法是，当你评价你自己、你的亲人朋友、你的财产和你过去未来的行动的价值时，强迫自己要更加客观。这是很难做到的，你也无法做到完全客观，但比起什么都不做，放任天生的心理倾向不受约束地发展，却又好得多。

虽然自视过高通常会给认知带来负面的影响，但也能引起某些离奇的成功，因为有时过度自信刚好促成了某项成功。这个因素解释了下面这句格言：“千万别低估那些高估自己的人。”

当然，有时候高度的自我称赞是正确的，而且比虚伪的谦虚要好得多。此外，如果人们因为出色地完成了任务，或者拥有美好的人生而感到骄傲，那么这种自我赞赏是一种非常有建设性的力量。如果没有这种自豪感，会有更多的飞机坠毁。“骄傲”是另外一个被大多数心理学教科书漏掉的词汇，这种疏漏并不是一个好主意。把《圣经》中那个关于法利赛人和税吏的寓言解读为对骄傲的谴责也并不是一个好主意。

在所有有益的骄傲中，也许最值得钦佩的是因为自己值得信赖而产生的骄傲。此外，一个人只要值得信赖，哪怕他选的道路崎岖不平，他

的生活也会比那些不值得信赖的人要好得多。

十三 过度乐观倾向

大约在基督出生之前300年，古希腊最著名的演说家德摩斯梯尼说：“一个人想要什么，就会相信什么。”

从语法上来分析，德摩斯梯尼这句话的含义是，人们不但会表现出简单的、避免痛苦的心理否认，而且甚至在已经做得非常好的时候，还会表现出过度的乐观。

看到人们兴高采烈地购买彩票，或者坚信那些刷卡支付、快递上门的杂货店将会取代许多现金付款、自提货物的高效超市，我认为那位希腊演说家是正确的。人们就算并不处在痛苦之中，或者遭到痛苦的威胁，也确实会有过度乐观的心理。解决愚蠢的乐观主义的正确方法是通过学习，习惯性地应用费马和帕斯卡的概率论。在我年轻时，高二的学生就会学到这种数学知识。自然进化为你们的大脑提供的经验法则是不足以应付危机的。就好比你们想成为高尔夫球员，你们不能使用长期的进化赋予你的挥杆方式，而必须掌握一种不同的抓杆和挥杆方法，这样才能成为好的高尔夫球员。

十四 被剥夺超级反应倾向

一个人从10美元中得到的快乐的分量，并不正好等于失去10美元给他带来的痛苦的分量。也就是说，失去造成的伤害比得到带来的快乐多得多。除此之外，如果有个人即将得到某样他非常渴望的东西，而这样东西却在最后一刻飞走了，那么他的反应就会像这件东西他已经拥有了很久却突然被夺走一样。我用一个名词来涵括人类对这两种损失经验（损失已有的好处和损失即将拥有的好处）的自然反应，那就是被剥夺超级反应倾向。

人们在表现出被剥夺超级反应倾向的过程中，经常会因为小题大做而惹来麻烦。他往往会对眼前的损失斤斤计较，而不会想到那损失也许是无关紧要的。例如，一个股票账户里有1000万美元的人，通常会因为他钱包里的300美元不小心损失了100美元而感到极端的不快。

芒格夫妇曾经养过一条温顺而善良的狗，这条狗会表现出犬类的被剥夺超级反应倾向。只有一种办法能让这条狗咬人，那就是在给它喂食的时候，把食物从它嘴里夺走。如果你那么做的话，这条友善的狗会自动地咬你。它忍不住。对于狗来说，没有什么比咬主人更愚蠢的事情。但这条狗没办法不愚蠢，它天生就有一种自动的被剥夺超级反应倾向。

人类和芒格家的狗差不多。人们在失去——或者有可能失去——财产、爱情、友谊、势力范围、机会、身份或者其他任何有价值的东西时，通常会做出不理性的激烈反应，哪怕只失去一点点时也是如此。因此，因为势力范围受到威胁而发生的内耗往往会给整个组织造成极大的破坏。正是由于这个因素和其他因素的存在，杰克·韦尔奇长期致力于扫荡通用电气中的官僚作风是很明智的行为。很少企业领袖在这方面做得比杰克·韦尔奇更好。

被剥夺超级反应倾向通常能够保护意识形态观点或者宗教观点，因为它能够激发直接针对那些公开质疑者的讨厌/憎恨心理倾向。这种情况会发生，部分原因在于，这些观点现在高枕无忧，并拥有强大的信念维护体系，而质疑者的思想若是得到扩散，将会削弱它们的影响力。大学的人文社科院系、法学院和各种商业组织都表现出这种以意识形态为基础的团体意识，他们拒绝几乎所有和它们自身的知识有矛盾的外来知识。当公开批评者是一位从前的信徒，那么敌意会更加强烈，原因有两个：（1）遭到背叛会激发额外的被剥夺超级反应倾向，因为失去了一名同志；（2）担心那些矛盾的观点会特别有说服力，因为它们来自一个先前的同志。前面提到的这些因素有助于我们理解古代人对异教徒的看法。数百年来，正统教会基于这样的理由杀害了许许多多异教徒，而且在杀死他们之前通常还会施以酷刑，或者干脆就将他们活活烧死。

极端的意识形态是通过强烈的方式和对非信徒的极大敌意得到维护的，这造成了极端的认知功能障碍。这种情况在世界各地屡见不鲜。我认为这种可悲的结果往往是由两种心理倾向引起的：（1）避免不一致性倾向；（2）被剥夺超级反应倾向。

有一种办法能够化解这种受到刻意维护的团体意识，那就是建设一种极端讲礼貌的文化，哪怕双方的意识形态并不相同，但彼此之间要保持彬彬有礼，就像现在美国最高法院的行为那样。另外一种方法是刻意引进一些对现在的团体意识抱怀疑态度而又能力突出、能言善辩的人。德雷克·伯克（注：德雷克·伯克，1930——，美国律师和教育家，哈佛大学前校长）曾经成功地改变了一种造成糟糕后果的团体思维。他在担任哈佛大学校长期间，否决了不少由哈佛法学院那些意识形态很强的教授所推荐的终身教职人选。

一个一百八十度的景观哪怕损失了一度，有时候也足够引起让邻居反目成仇的被剥夺超级反应倾向。我买过一座房子，原来的房东和他的邻居因为他们之中一人新种了一颗小树苗而结下深仇大恨。

正如这两个邻居的事例所展现的，在某些规划听证会上，有些邻居为了某些细枝末节的事情而吵得不可开交，表现出非理性的、极端的被剥夺超级反应，看到这样的事情可不会令人愉快。这种糟糕的行为促使有些人离开了政府规划部门。我曾经向一位工匠买过高尔夫球杆，他原本是个律师。当我问他以前从事哪方面的法律工作时，我以为我会听到他说“婚姻法”，但他的答案是“规划法”。

被剥夺超级反应倾向对劳资关系的影响是巨大的。第一次世界大战之前发生的劳资纠纷中的死亡事件，绝大多数是在雇主试图削减工资时造成的。现在出人命的情况比较少见，但更多的公司消失了，因为激烈的市场竞争只提供两种选择，要么工资降低——而这是不会得到同意的——要么企业死掉。被剥夺超级反应倾向促使许多工人抵制降薪计划，而往往工人接受降薪对他们本身更有好处。

在劳资关系以外的地方，剥夺人们原本拥有的好处也是很难的。因此，若是人们能够更加理性地思考，在潜意识层面上更少受到被剥夺超级反应倾向的驱使，许多已经发生的悲剧是完全可以避免的。

被剥夺超级反应倾向也是导致某些赌徒倾家荡产的重要原因之一。首先，它使得赌徒输钱之后急于扳平，输得越多，这种不服输的心理就越严重。其次，最容易让人上瘾的赌博形式就是设计出许多差点就赢的情况，而这些情况会激发被剥夺超级反应倾向。有些老虎机程序设计者恶毒地利用了这个人性弱点。电子技术允许这些设计者制造出大量无意义的“BAR-BAR-柠檬”结果，这些结果会促使那些以为自己差点赢得大奖

的蠢货拼命地继续加注。

被剥夺超级反应倾向常常给那些参加公开竞拍的人带来很多损失。我们下面就要讨论到的“社会认可”倾向促使竞买者相信其他竞买者的最新报价是合理的，然后被剥夺超级反应倾向就会强烈地驱使他去报一个更高的价格。要避免因此而在公开报价拍卖会上付出愚蠢的价格，最佳的办法是巴菲特的简单做法：别去参加这些拍卖会。被剥夺超级反应倾向和避免不一致性倾向通常会联合造成一种形式的经营失败。在这种形式的失败中，一个人会耗尽他所有的优质资产，只为徒劳地试图去挽救一个变得很糟糕的投资项目。要避免这种蠢事，最佳的办法之一是趁年轻的时候好好掌握打扑克牌的技巧。扑克牌的教育意义在于，并非全部有效的知识都来自正规的学校教育。

在这里，我本人的教训可能很有示范意义。几十年前，我曾犯过一个错误，而犯错的部分原因就是我在潜意识中受到被剥夺超级反应倾向的影响。当时我有个股票经纪人朋友给我打电话，说要以低得离谱的价格卖给我300股交易率极低的贝尔里奇石油（Belridge）公司的股票，每股只要115美元。我用手头的现金买下了这些股票。第二天，他又想以同样的价格再卖给我1500股。这次我谢绝了，部分原因是我没那么多现金，只能卖掉某些东西或者举债才能筹到所需的173000美元。这是个非常不理性的决定。当年我生活很好，也不欠债，买这只股票没有赔本的风险，而同样没有风险的机会并不是经常有的。不到两年之后，壳牌收购了贝尔里奇石油公司，价格是大约每股3700美元。如果我当时懂得更多心理学知识，买下那些股票，我就能多赚540万美元。正如这个故事所展示的，人们可能会由于对心理学的无知而付出昂贵的代价。

有些人可能会觉得我对被剥夺超级反应倾向的定义太宽泛，把人们失去即将得到的好处的反应也包括在内，比如说那些老虎机玩家的反应。然而，我认为我对这个倾向的定义还应该更加宽泛一些。我提议为这种倾向下更宽泛定义的理由是，我知道有许多伯克希尔·哈撒韦的股东在公司市值获得巨大增长之后从来不卖掉或者送掉哪怕一股股票。这种反应有些是由理性的计算引起的，而有些肯定是由如下几种因素引起的：（1）奖励超级反应；（2）避免不一致性倾向造成的“维持现状偏见”；（3）自视过高倾向造成的“禀赋效应”。但我相信他们这么做最主要的非理性原因是受到某种被剥夺超级反应倾向的驱使。这些股东之中有许多人无法忍受减持伯克希尔·哈撒韦股票的想法。部分原因在于，他

们认为这只股票是身份和地位的象征，减持它无异于自贬身份；但更重要的原因在于，他们担心把股票卖掉或者送掉之后，他们就无法分享未来的收益。

十五 社会认同倾向

如果一个人自动依照他所观察到的周围人们的思考和行动方式去思考和行动，那么他就能把一些原本很复杂的行为进行简化。而且这种从众的做法往往是有效的。例如，如果你在陌生城市想去看一场盛大的足球比赛，跟着街道上的人流走是最简单的办法。由于这样的原因，进化给人类留下了社会认同倾向，也就是一种自动根据他看到的周边人们的思考和行动方式去思考和行动的倾向。

心理学教授喜欢研究社会认同倾向，因为在他们的实验中，这种倾向造成了许多可笑的结果。例如，如果一名教授安排10名实验员静静地站在电梯里，并且背对着电梯口，那么当陌生人走进电梯时，通常也会转过身去，摆出相同的姿势。心理学教授还能利用社会认同倾向促使人们在测量东西时出现很大、很荒唐的误差。

当然，家有儿女的父母经常无奈地了解到，青少年特别容易由于社会认同倾向而出现认知错误。最近，朱迪丝·瑞奇·哈里斯对这种现象的研究取得了突破性的成果。朱迪丝证明，年轻人最尊重的是他们的同龄人，而不是他们的父母或者其他成年人，这种现象在很大程度上是由年轻人的基因决定的。所以对于父母来说，与其教训子女，毋宁控制他们交往朋友的质量。后者是更明智的做法。哈里斯女士在新发现的理由支持之下，提供了一种如此优秀和有用的见解，像她这样的人，真是没白活。

在企业的高管层中，像青少年一样有从众心理的领导人也并不少见。如果有家石油公司愚蠢地买了一个矿场，其他石油公司通常会很快地加入收购矿场的行列。如果被收购的是一家化肥厂，情况也是如此。实际上，石油公司的这两种收购曾经蔚然成风，而它们收购的结果都很糟糕。

当然，对于石油公司来说，找到和正确地评估各种可以用来使用现金的项目是很困难的。所以和每个人一样，石油公司的高管人员也因为迟疑不决而感到烦躁，所以匆匆作出了许多错误的决定。跟随其他石油公司的行动所提供的社会认同自然能够终止这种迟疑不决。

社会认同倾向在什么时候最容易被激发呢？许多经验给出了下面这个明显的答案：人们在感到困惑或者有压力的时候，尤其是在既困惑又有压力的时候，最容易受社会认同倾向影响。

由于压力能够加强社会认同倾向，有些卑鄙的销售机构会操纵目标群体，让他们进入封闭和充满压力的环境，进行一些像把沼泽地卖给中小学教师之类的销售活动。封闭的环境强化了那些骗子和率先购买者的社会认同效应，而压力（疲惫通常会增加压力）则使目标群体更容易受到社会认同的影响。当然，有些邪教组织模仿了这些欺诈性的销售技巧。有个邪教组织甚至还使用响尾蛇来增强目标群体的压力，威逼他们加入该组织。

由于坏行为和好行为都会通过社会认同倾向而得到传播，所以对于人类社会而言，下面两种措施是非常重要的：（1）在坏行为散播之前阻止它；（2）倡导和展现所有的好行为。

我父亲曾经对我说，他刚在奥马哈当上律师之后不久，和一大帮人从内布拉斯加州去南达科他州猎杀野鸡。当时南达科他州的打猎许可证是要收钱的，比如说南达科他州本地居民要缴纳两美元，而非本地居民要缴纳五美元。在我父亲之前，所有内布拉斯加居民都用伪造的南达科他州地址去申领南达科他州打猎许可证。我父亲说，轮到他的时候，他禁止自己仿效其他人从某种程度上来讲是违法的做法。

并非所有人都能抵制坏行为的社会传染。因此，我们往往会遇到“谢皮科综合征”：它指的是弗兰克·谢皮科所加入的那个纽约警察局极其腐败的情况。谢皮科因为拒绝和警察局的同事同流合污，差点遭到枪杀。这种腐败现象是由社会认同倾向和激励机制引起的，这两种因素共同造成了“谢皮科综合症”。我们应该多多宣讲谢皮科的故事，因为这个可怕的故事向人们展示了社会认可倾向这种非常重要的因素会造成一种非常严重的邪恶现象。

而就社会认同而言，人们不仅会受到别人行动的误导，而且也会受

到别人的不行动的误导。当人们处在怀疑状态时，别人的不行动变成了一种社会证据，证明不行动是正确的。因而，许多旁观者的不行动导致了凯蒂·季诺维斯（注：凯蒂·季诺维斯，1935——1964，全名为 Catherine Susan Genovese，因在纽约皇后区，她所住的公寓附近被暴徒刺死时邻居反应冷漠而引起美国社会对“旁观者效应”社会心理现象的广泛关注）之死——这是一个心理学入门课程中讨论的著名的故事。

在社会认同的范围之内，企业的外部董事通常不会采取任何行动。他们不会反对任何比拿斧头杀人程度轻的事情，只有出现了某些令董事会会在公众面前难堪的情况他们才会干预。我的朋友乔伊·罗思柴尔德（注：乔伊·罗思柴尔德，1904——2000，美国律师、商人和慈善家）曾经很好地描述了这种典型的董事会文化。他说：“他们问我是否愿意担任西北贝尔公司（Northwest Bell）的董事，那是他们问我的最后一个问题。”

而在广告和商品促销中，社会认同发挥的重要作用简直超乎人们的想像。“有样学样”是一句老话，它指的是这种情况：约翰看到乔伊做了某件事，或者拥有某样东西，于是强烈地希望自己也去做那件事，或者拥有那样东西。这造成的有趣结果就是，广告商愿意支付大量的钱，就为电影某个一闪而过的喝汤镜头中出现的汤罐头是其生产的牌子，而非其他厂家生产的牌子。

社会认同倾向通常以一种变态的方式和艳羡/妒忌倾向、被剥夺超级反应倾向结合在一起。在这些因素的共同作用之下，许多年前曾发生了一件让我们家里人后来想起来就忍俊不禁的事情。当时我的表弟罗斯三岁，我四岁，我们俩为了一块小木板而争夺和喊叫，而实际上周围有许多同样的小木板。

但是如果成年人在维护意识形态的心理倾向的影响之下做出类似的举动，那就一点都不好笑了，而且将会给整个文明社会造成极大的破坏。中东现在的情况就有这样的危险。犹太人、阿拉伯人和所有其他人为了一小块有争议的土地而浪费了大量的资源，其实他们随便把那块地分掉对每个人都好，而且还能大大降低爆发战争——可能是核战争——的危险。

现在人们很少用包括讨论心理倾向造成的影响在内的技巧来解决家庭以外的纠纷。考虑到这样做会让人觉得太过天真，而且目前学校传授

的心理学知识也有许多不足，所以这种结果也许是合情合理的。但由于当今世界存在核战争的危险，而有些重要的谈判持续十几年仍未取得进展，我经常想，也许在将来的某天，人们会以某种形式采用更多的心理学理论，从而得到更好的结果。如果真的是这样，那么正确的心理学教育将会发挥非常重要的作用。如果年纪大的心理学教授比年纪大的物理学教授更难以接受新的知识（这一点几乎是肯定的），那么我们也许会像马克斯·普朗克预言的那样，需要等待思想开放的新一代的心理学教授成长起来。

如果我们只能从各种涉及社会认同倾向的教训中挑选出一个，并将其用于自我提高的话，我会选择下面这个教训：学会如何在其他人犯错的时候别以他们为榜样，因为很少有比这个更值得掌握的技能。

十六 对比错误反应倾向

因为人类的神经系统并不是精密的科学仪器，所以它必须依靠某些更为简单的东西。比如说眼睛，它只能看到在视觉上形成对比的东西。和视觉一样，其他感官也是依靠对比来捕捉信息的。更重要的是，不但感知如此，认知也是如此。结果就造成了人类的对比错误反应倾向。

很少有其他心理倾向能够比这种倾向对正确思维造成更大的破坏。小规模破坏如下的例子：一个人花1000美元的高价购买了皮质仪表盘，仅仅是因为这个价格和他用来购买轿车的65000美元相比很低。大规模的破坏经常会毁掉终身的幸福，比如说有的女性很优秀，可是她的父母特别糟糕，结果她可能会嫁给一个只有跟她父母比起来才算不错的男人。或者说有的男性娶的第二位妻子只有跟第一位妻子比起来才算过得去。

某些房地产经纪公司采用的推销方法尤其应该受到谴责。买家是外地的，也许急于把家搬到这座城市，于是匆匆来到房地产经纪公司。经纪人故意先带着这位顾客看了三套条件十分糟糕而且价格贵得离谱的房子，然后他又带着顾客去看一套条件一般糟糕、价格也一般贵的房子。这样一来，经纪人通常很容易就能达成交易。

对比错误反应倾向常常被用于从购买商品和服务的顾客身上赚取更多的钱。为了让正常的价格显得很低，商家通常会瞎编一个比正常价格高很多的虚假价格，然后在广告中把他的标准价格显示为其伪造价格的折扣价。人们即使对这种操纵消费者的伎俩心知肚明，也往往忍不住会上当。这种现象部分地解释了报纸上有那么多广告的原因。它还证明了这个道理：了解心理操纵伎俩并非就是一种完美的防御措施。

当一个人逐步逐步走向灭亡时，如果他每一步都很小，大脑的对比错误反应倾向通常会任由这个人走向万劫不复的境地。这种情况会发生，是因为每一步和他当前位置的对比太小了。

我有个牌友曾经告诉我，如果把青蛙丢到热水里，青蛙会立刻跳出来，但如果把青蛙放到常温的水里，然后用很慢很慢的速度来烧这些水，那么这只青蛙最终会被烫死。虽然我的生理学知识不多，但我还是怀疑这种说法是不是真实。但不管怎么样，有许多企业就像我朋友提到的青蛙那样死去。在前后对比度细微的变化误导之下，人们经常无法认识到通往终点的趋势。

我们最好记住本杰明·富兰克林那句最有用的格言：“小小纰漏，能沉大船。”这句格言的功效是很大的，因为大脑经常会错失那些类似于沉大船的小纰漏之类的东西。

十七 压力影响倾向

每个人都知道，突然的压力，比如遭遇威胁，会导致人体内部的肾上腺素激增，推动更快、更极端的反应。每个上过心理学概论课的人都知道，压力会使社会认可倾向变得更加强大。

有一种现象知道的人不少但还没有被充分认识：轻度的压力能够轻微地改善人们的表现，比如说在考试中；而沉重的压力则会引发彻底失调。

但是除了知道沉重的压力能够引起抑郁症之外，很少人对它有更多的了解。例如，大多数人知道“急性应激性抑郁症”（acute stress depression）会使人们的思维出现紊乱，因为它引起极端的悲观态度，

而且这种悲观态度往往会持续很长时间，导致人们身心俱疲，什么都不想做。幸运的是，正如大多数人所知道的，这种抑郁症是人类较容易治愈的疾病之一。甚至早在现代药物尚未出现的时候，许多抑郁症患者，比如塞缪尔·约翰逊和温斯顿·丘吉尔等人，就在生活中取得了非凡的成就。

大多数人对受到沉重压力影响的非抑郁性精神问题了解无多。但至少有个例子不在此列，那跟巴甫洛夫在七八十岁时所做的研究有关。巴甫洛夫很早就获得了诺贝尔奖，因为他利用狗成功地阐述了消化功能的生理机制。后来他由于让狗养成单纯联想唤起的反应而闻名于世，今天人们通常把各种由单纯联想唤起的反应，包括狗听到铃声就流口水，以及大多数现代广告引起的行为，称为“巴甫洛夫条件反射”。

巴甫洛夫后来所做的研究特别有趣。在20世纪20年代的列宁格勒大洪水期间，巴甫洛夫有很多狗被关在笼子里。在“巴甫洛夫条件反射”和标准的奖励反应的共同作用之下，这些狗在洪灾之前已经养成了一些特殊的、各不相同的行为模式。在洪水上涨和消退期间，这些狗差点被淹死，有一段时间它们的鼻子和笼子的顶部只有一点点空间可供呼吸。这导致它们感受到极大的压力。洪水退去后，巴甫洛夫立刻发现那些狗的行为变得跟过去不一样了。例如，有只狗原来喜欢它的训练师，现在不喜欢了。这个结果不由让人想起现代某些人的认知转变：有的人原本很孝顺，但突然皈依邪教之后，便会仇视他们的父母。巴甫洛夫的狗这种突兀的极端转变会让优秀的实验科学家产生极大的好奇心。那确实是巴甫洛夫的反应。但没有多少科学家会采取巴甫洛夫接下来的行动。

在随后漫长的余生中，巴甫洛夫给许多狗施加压力，让它们的精神崩溃，然后再来修复这些崩溃。所有这些他都保存了详细的实验记录。他发现：（1）他能够对这些狗进行分类，然后预测具体某只狗有多么容易崩溃；（2）那些最不容易崩溃的狗也最不容易恢复到崩溃前的状态；（3）所有狗都可以被弄崩溃；（4）除非重新施加压力，否则他无法让崩溃的狗恢复正常。

现在，几乎每个人都会抗议拿狗这种人类的朋友来做实验。

除此之外，巴甫洛夫是俄罗斯人，他晚年的研究工作是在共产党执政期间完成的。也许正是由于这些原因，现在绝大多数人才会对巴甫洛夫晚年的研究一无所知。许多年前，我曾经跟两个信奉弗洛伊德的精神

病学家讨论这个研究，但他们对此一无所知。实际上，几年前有个主流医学院的院长问我，巴甫洛夫的实验是否可以被其他研究人员的实验“重复”。很明显，巴甫洛夫是当今医学界被遗忘的英雄。

我最早看到描述巴甫洛夫最后研究成果的文字，是在一本平装版的通俗作品中，作者是某个得到洛克菲勒基金会资助的精神病学家。当时我正在试图弄清楚：（1）邪教是如何造成那些可怕的祸害的；（2）如果父母想让被邪教洗过脑、变成行尸走肉的子女重新做人，法律应该作出什么样的规定。当然，现在主流的法律法规反对父母把这些行尸走肉抓起来，给他们施加压力，以便消除邪教在威逼他们皈依时所施加的压力影响。

我从来没想过要介入目前关于这个问题的法律争议。但我确实认为，如果要以最理智的态度来处理这个争议，那么双方必须借鉴巴甫洛夫最后的研究成果：施加大量的压力可能是治疗最糟糕的疾病——丧失心智——的惟一方法。我在这里谈到巴甫洛夫是因为：（1）我对社会禁忌向来很反感；（2）我的讲稿涉及压力，这能让它更加合理、更加完整；（3）我希望有些听众能够继续我的研究，取得更大的成果。

十八 错误衡量易得性倾向

这种倾向和一句歌词相互呼应：“如果我爱的女孩不在身边，我就爱身边的女孩。”人类的大脑是有限和不完美的，它很容易满足于容易得到的东西。大脑无法使用它记不住或者认识不到的东西，因为它会受到一种或几种心理倾向的影响，比如说上述歌曲中那个家伙就受到身边女孩的影响。所以人类的大脑会高估容易得到的东西的重要性，因而展现出易得性——错误衡量倾向。

避免受易得性——错误衡量倾向影响的主要对策通常是按程序办事，包括使用几乎总是很有帮助的检查清单。

另外一种对策就是模仿达尔文那种特别重视反面证据的做法。应该特别关注的是那些不容易被轻易量化的因素，而不是几乎只考虑可以量化的因素。还有另外一种对策，那就是寻找并聘请一些知识渊博、富于

怀疑精神、能言善辩的人，请他们扮演现有观点的反方角色。

这种倾向的一个后果就是，那些极其鲜明的形象，由于便于被记住，因而更容易被认知，因此在实验中，应有意低估它们的重要性，而有意高估那些不那么形象的证据的重要性。

尽管如此，那些极其鲜明的形象在影响大脑方面的特殊威力可以被建设性地用于：（1）说服其他人得到正确的结论；或者（2）作为一种提高记忆的工具，把鲜明的形象一个接一个地和人们不想忘记的东西联系起来。实际上，古希腊和古罗马那些伟大的演说家正是使用鲜明的形象作为记忆辅助手段，才能够在不用笔记的情况下滔滔不绝而有条有理地发表演讲。

应付这种倾向时所需要记住的伟大原理很简单：别只是因为一样事实或者一种观念容易得到，就觉得它更为重要。

十九 不用就忘倾向

所有技能都会因为不用而退化。我曾经是个微积分天才，但到了20岁之后，这种才能很快就因为完全没有被使用而消失了。避免这种损失的正确对策是使用一些类似于飞行员训练中用到的飞行模拟器那样的东西。这种模拟器让飞行员能够持续地操练所有很少用到但必须保证万无一失的技能。

明智的人会终身操练他全部有用然而很少用得上的、大多数来自其他学科的技能，并把这当作是一种自我提高的责任。如果他减少了他操练的技能的种数，进而减少了他掌握的技能的种数，那么他自然会陷入“铁锤人倾向”引起的错误之中。他的学习能力也会下降，因为他需要用来理解新经验的理论框架已经出现了裂缝。对于一个善于思考的人而言，把他的技能编排成一张检查清单，并常常将这张清单派上用场，也是很重要的。其他操作模式将会让他错过许多重要的事物。

许多技能唯有天天练习，才能维持在非常高的水平。钢琴演奏家帕德雷夫斯基（注：Ignacy Jan Paderewski, 1860——1941，波兰钢琴家、作曲家、外交家和政治家，曾任波兰总理）基曾经说过，如果有

一天不练琴，他就会发现自己的演奏技巧下降，如果连续一个星期不练，那就连听众都能察觉了。

人们只要勤奋就能降低不用就忘倾向的影响。如果人们能够熟练地掌握一种技能，而不是草草学来应付考试，那么这种技能将会较难以丢失，而且一旦生疏之后，只要重新学习，很快就能够被重新掌握。这些优势可不算小，聪明人在学习重要技能的过程中，如果没有做到真正精通这种技能，他是不会停下来的。

二十

化学物质错误影响倾向

众所周知，这种倾向的破坏力极大，常常会给认知和生活带来悲剧性的结果，所以在这里不需要多说了，请参见前面“简单的、避免痛苦的心理否认”那一节里的相关内容。

二十一

衰老——错误影响倾向

年龄的增长自然会造成认知衰退，而每个人认知衰退的时间早晚和速度快慢不尽相同。基本上没有年纪非常大的人还善于学习复杂的新技能。但有些人即使到了晚年，也能够得心应手地运用原来就掌握的技能，这种情况在桥牌比赛中屡见不鲜。

像我这样的老年人无须刻意，也非常善于掩饰和年龄有关的衰退，因为诸如衣着打扮之类的社会习俗掩盖了大多数衰老的痕迹。

带着快乐不断地思考和学习在某种程度上能够延缓不可避免的衰退过程。

二十二

权威——错误影响倾向

和其所有祖先相同，人类也生活在等级分明的权力结构中，所以大多数人生下来就要跟随领袖，能够成为领袖的则只有少数人。因此，人类社会被正式组织成等级分明的权力结构，这些结构的文化则增强了人类天生就有的追随领袖的倾向。

但由于人类的反应大多数是自动的，追随领袖的倾向也并不例外，所以当领袖犯错的时候，或者当领袖的想法并没有得到很好的传达、被大众所误解的时候，追随领袖的人就难免会遭受极大的痛苦。所以我们看到的许多例子都表明，人类的权威——错误影响倾向会造成认知错误。

有些错误影响是很可笑的，就好像西奥迪尼讲过的一个故事。美国有个医生给护士留了手写的字条，吩咐她如何治疗病人的耳痛。纸条上写着“Two drops, twice a day, r.ear.”（“每天两滴，右耳。”）护士把r.ear（右耳）看成了rear（屁股），于是让病人翻过身，把滴耳液滴进了病人的肛门。

错误地理解权威人物的吩咐有时会造成悲剧性的后果。在第二次世界大战期间，部队给某位将军安排了新的飞行员。由于将军就坐在副机长的位子上，这个新的飞行员感到特别紧张，他很想取悦这位新老板，乃至把将军在座位上挪挪身体的细微动作误解为某种让他去干傻事的命令。于是飞机坠毁了，飞行员落得了半身不遂的下场。

当然，像巴菲特老板那样深谋远虑的人会注意到这类案例，他坐在飞行员旁边时总是表现得像一只过于安静的老鼠。

在飞行模拟训练中，人们也注意到这类情况。副机长在模拟训练中必须学会忽略机长某些真正愚蠢的命令，因为机长有时会犯严重的错误。然而，即使经过这种严格的训练，副机长在模拟飞行中仍然非常频繁地让模拟飞机由于机长某些极其明显的严重错误而坠毁。

飞黄腾达的陆军下士希特勒成为德国元首之后，带领大批虔诚的路德教徒和天主教徒倒行逆施，进行了惨无人道的种族大屠杀和其他大规模的破坏活动。后来有个聪明的心理学教授，也就是斯坦利·米尔格拉姆，决定做一个实验来弄清楚权威人物到底能够在多大程度上促使普通人去做罪大恶极的坏事。在这个实验中，有个人假扮成权威人物，一个主导这次正规实验的教授。这个人能够让许许多多普通人将他们完全信

以为真的假电刑用来折磨他们的无辜同胞。这个实验确实证明权威——错误影响倾向能够造成可怕的结果，但它也证明第二次世界大战刚结束时的心理学界是极其无知的。

只要拿着我的心理倾向清单，然后逐项对照，几乎每个聪明人都能明白，米尔格拉姆的实验涉及六种强大的心理倾向，它们共同发挥作用，造成了他那极端的实验结果。例如，那个按下米尔格拉姆的电击按钮的人肯定从在场无动于衷的旁观者那里得到许多社会认可，那些人的沉默意味着他的行为是没有问题的。然而，在我讨论米尔格拉姆之前，心理学界发表了上千篇相关论文，可是这些论文对米尔格拉姆实验的意义，至多理解了90%。而任何聪明人只要做到下面两点，就能立刻完全理解这个实验的意义：（1）按照我在这篇讲稿中谈到的方法合理地组织心理学知识；（2）使用核对检查清单的做法。这种情况说明那些早已谢世的心理学教授思考方法紊乱，对此需要一种更好的解释。下面我会不情愿地谈谈这个话题。

接下来我要讲的是一个有权威——错误影响倾向的垂钓者的故事。我们应该庆幸上一代的心理学家头脑没有错乱到这个垂钓者的地步。

我曾经去哥斯达黎加的科罗拉多河垂钓，当时我的向导在震惊中告诉了我一个垂钓者的故事。那垂钓者比我早到科罗拉多河，他之前从来没有钓过海鲑鱼，像我一样请了一位垂钓向导。那向导既负责开船，也提供许多垂钓建议。在这个背景下，向导竖立了绝对权威的身份。那个向导的母语是西班牙语，而垂钓者的母语则是英语。垂钓者钓上了一条很大的海鲑鱼，于是开始遵从这位被他当成权威人物的向导的各种指示：抬高点，放低点，收线等等。到最后，鱼上钩了，垂钓者需要把竿往上提才能把鱼钓起来。但是向导的英语并不好，把收竿说成了“给它杆，给它杆”。哇，垂钓者居然把他那根昂贵的钓竿扔给了鱼，最后那钓竿沿着科罗拉多河漂向大海去了。这个例子表明，跟随权威人物的心理倾向是很强大的，而且能够使人们变得非常糊涂。

我最后的例子来自商界。有个心理学博士当上某家大公司的总裁之后就发狂了，花很多钱在一个偏僻的地方盖了新的总部大楼，还修了很大的酒窖。后来，他的下属汇报说资金快用完了。“从折旧准备金账户提，”这位总裁说。那可不太容易，因为折旧准备金账户是负债账户。

对权威人物不应该的尊敬造成了这种情况：这位总裁和许多甚至比

他更糟糕的管理人员明明早就该被革除职务，却继续担任一些重要商业组织的领导人。内中蕴含的意义不言自明：选择将权力交给谁时要很谨慎，因为权威人物一旦上台，将会得到权威——错误影响倾向的帮助，那就很难被推翻。

二十三 废话倾向

作为一种拥有语言天赋的社会动物，人类天生就有本事啰里啰唆，说出一大堆会给正在专心做正经事的人造成许多麻烦的废话。有些人会制造大量的废话，有些人则废话很少。

曾经有个很好玩的实验向人们展示了蜜蜂说废话引起的麻烦。在正常的情况下，蜜蜂会飞出去找蜜源，然后飞回蜂巢，跳起一种舞蹈，以此来告诉其他蜜蜂蜜源的位置。然后其他蜜蜂就会飞出去，找到蜜源。某个科学家——他像B.F.斯金纳那么聪明——决定要看看蜜蜂遇到麻烦之后会怎么办。他把蜜源放得很高。非常高。大自然中并没有那么高的蜜源，可怜的蜜蜂缺乏一种足以传达这个信息的基因程序。你也许认为蜜蜂将会飞回蜂巢，然后缩到角落里，什么也不做。但情况不是这样的。蜜蜂回到蜂巢，开始跳起一种莫名其妙的舞来。我这辈子总是在跟那些很像这只蜜蜂的人打交道。聪明的行政机构应该采取一种非常重要的做法，就是让那些啰里啰唆、喜欢说废话的人远离严肃的工作。加州理工学院有个名副其实的著名工程学教授，他有深刻的见解，然而说话比较鲁莽。他曾经直言不讳地说：“学术管理机构的首要任务，就是让那些无关紧要的人不要去干预那些有关紧要的人的工作。”我引用这句话，部分原因在于，我跟这位教授一样直言不讳，经常得罪人。虽然做了大量的努力，我还是没能改掉说话鲁莽的积习，所以我引用这位教授的话，是希望至少和他比起来，我将会显得比较委婉。

二十四 重视理由倾向

人，尤其是生活在发达文化中的人，天生就热爱准确的认知，以及

获取准确认知过程中得到的快乐。正是由于这个原因，填字游戏、桥牌、象棋、其他智力游戏和所有需要思维技巧的游戏才会如此广受欢迎。

这种倾向给人们的启发不言而喻。如果老师在传授知识时讲明正确的原因，而非不给任何原因，只是高高在上地把知识罗列出来，那么学生往往会学得更好。因此，不仅在发布命令之前要想清楚原因，而且还应该把这些原因告诉命令的接受者，没有比这更明智的做法了。

说到对这个道理的了解，没有人比得上卡尔·布劳恩。他为人正直，以过人的技巧设计了许多炼油厂。他掌管的那家德式的大企业有一条非常简单的规矩：你必须讲清楚何人将在何时何地因何故做什么事。如果你给属下写纸条，吩咐他去做事情，却没有交待原因，布劳恩可能会解雇你，因为他非常清楚，人们只有一丝不苟地把某个想法的原因都摆出来，这个想法才最容易被接受。

总的来讲，如果人们毕生致力于将他们的直接和间接经验悬挂在一个解释“为什么”的理论框架之上，那么他们对知识的吸收和使用就会变得更加容易。实际上，“为什么”这个问题是一块竖在精神宝库门外的罗塞塔石碑（注：Rosetta Stone，古埃及石碑，因石碑上用希腊文字、古埃及文字和当时的通俗体文字等三种不同语言版本刻有埃及国王托勒密五世的诏书而成为今天人们研究古埃及史的重要历史文物）。

不幸的是，重视理由倾向是如此强大，乃至一个人给出的理由哪怕是毫无意义的或者是不准确的，也能使他的命令和要求更容易得到遵从。有个心理学实验证明了这一点。在这个实验中，实验人员成功地排队到排在复印机前面的长队前头，他给出的理由是：“我要复印几份东西。”重视理由倾向这种不幸的副作用其实是一种条件反射，会出现这样的条件反射，是因为大多数人都认为有理由的事情是很重要的。自然地，某些商业机构和邪教组织经常利用各种有噱头的理由来达到他们不可告人的目的。

二十五

**lollapalooza倾向——数种心理倾向共同作用造成
极端后果的倾向**

这种倾向在我翻阅过的那几本心理学教科书里是找不到的，至少没有得到系统的介绍，然而它在现实生活中却占据着重要的地位。它解释了米尔格拉姆的实验结果为什么会那么极端，也解释了某些邪教组织为什么能够极其成功地通过各种手段将许多心理倾向引起的压力施加在传教目标身上，从而迫使他们皈依。被邪教盯上的目标跟巴甫洛夫晚年研究的那些狗是相同的，他们的抵抗力因人而异，但有些被盯上的人在邪教的压力之下顿时变成了行尸走肉。实际上，有些邪教版这种皈依现象叫做“咔嚓”（snapping）。

从前的心理学教科书作者极其无知，对此我们应该如何解释呢？哪个曾经在高等学府上过物理学或者化学入门课的人，会不去考虑各种心理倾向如何结合并产生什么结果吗？为什么有些人对各种心理倾向之间相互影响的复杂关系毫无所知，却自以为他的心理学知识已经足够多了呢？那些心理学教授研究的是大脑使用过度简单的运算法则的倾向对认知产生的糟糕影响，而他们本身却使用一些过度简单的概念，还有什么比这更具讽刺意味呢？

我将会提出几个初步的解释。也许很多早已谢世的心理学教授想要通过一种狭隘的可重复的心理学实验来撑起整个心理学学科；这种实验必须能够在大学的校园中进行，而且每次只针对一种心理倾向。如果是这样的话，这些早期的心理学教授以这样拘束的方法来研究自己的学科就犯了巨大的错误，因为他们封死了许多走近心理学的道路。这就好像物理学忽略了（1）天体物理学，因为它的实验不可能在物理实验室中进行，（2）所有的复合效应。是哪些心理倾向导致早期的心理学教授采用一种非常狭隘的方法来研究他们自己的学科呢？其中一个候选的答案是偏好容易控制的资料引发的错误衡量易得性倾向。然后这些对研究方法的限制最终将会创造出一种极端的铁锤人倾向。另外一个候选的答案可能是艳羡/妒忌倾向：早期的心理学家误解了物理学，并对物理学怀有一种怪异的妒忌心态。这种可能性证明学院派心理学完全不研究妒忌绝对是一种错误的做法。

现在我想把所有这些历史谜团交给比我优秀的人去解决。

好啦，我对各种心理学倾向的简短描述就到这里为止。

现在，正如前面承诺过的，我将会自问自答几个普遍被问到的问题。

第一个是复合问题：和欧几里得的系统相比，这份心理倾向列表是不是显得有点重复？这些倾向之间是否有重叠之处？这个系统能用其他同样令人信服的方法排列出来吗？这三个问题的答案都是肯定的；但這些缺点并不算严重。进一步提炼这些倾向的做法虽然是可取的，但却会使它们的实用性受到限制，因为对于像心理学这样的软科学来讲，有许多含糊之处是没办法弄清楚的。

我的第二个问题是：你能否举出一个现实生活中的事例，而不是米尔格拉姆式的受到控制的心理学实验，然后用你的系统来令人信服地对各种心理倾向之间的相互作用进行分析？答案是肯定的。我最喜欢的事例是麦道公司的飞机乘客撤离测试。政府规定，新型飞机在销售之前，必须通过乘客撤离测试。测试要求满载的乘客在一段很短的时间内撤出机舱。政府的指示是，这种测试应该和现实的情况贴近。所以你撤离的乘客如果是一些只有20岁的运动员，那么肯定是通不过测试的。于是麦道安排在某个阴暗的停机库进行撤离测试，请了许多老年人来扮演乘客。飞机客舱离停机库的水泥地面大概有二十英尺高，而撤离的通道是一些不怎么结实的橡胶滑梯。第一次测试在早晨进行。有二十个人受了重伤，而且整个撤离过程耗时超过了测试规定的标准。那么麦道接下来怎么办呢？它在当天下午进行第二次测试，这次也失败了，多了二十名严重受伤的人，其中有一个还落得终身瘫痪。

哪些心理倾向对这个可怕的结果作出了贡献呢？把我的心理倾向列表作为一张检查清单，我将会作出如下的解释。奖励超级反应倾向驱使麦道迅速采取行动。它只有通过乘客撤离测试才能开始销售新飞机。同样驱动该公司的还有避免怀疑倾向，这种倾向促使它作出决定，并依照决定去行事。政府的指示是测试应该和现实的情况贴近，然而在权威——错误影响倾向的驱动之下，麦道过度遵守政府指示，采用了一种显然太过危险的测试方法。到这个时候，整个行动的过程已经被确定下来，于是避免不一致性倾向使得这种近乎无脑的计划得以继续进行。当麦道的员工看到那么多老人走进阴暗的停机库，看到飞机客舱是那么高，而停机库的水泥地面是那么硬，他们肯定觉得非常不安，但发现其他员工和上级对此并没有表示反对。因而，社会认可倾向消除了这种不安的感觉。这使得行动能够依照原定的计划进行；而计划能够得以延

续，也是受到权威——错误影响倾向。接着出现了灾难性的结果：当天早晨的测试失败了，还有许多人受了重伤。由于确认偏见，麦道忽略了第一次测试失败中强大的反面证据；而失败则激发了强烈的被剥夺超级反应倾向，促使麦道继续原初的计划。被剥夺超级反应倾向使麦道就像赌徒，在输掉一大笔钱之后急于扳平，狠狠地赌了最后一把。毕竟，如果不能按期通过测试，麦道将会蒙受许多损失。也许还能提出更多基于心理学的解释，但我的解释已经足够完整，足够证明我的系统在被当作检查清单来使用时是很有用的。

第三个也是复合问题：这份心理倾向列表中体现的思想系统在现实生活中有什么用呢？广义的进化（包括基因的进化和文化的进化）早已将这些心理倾向深深地植根在我们的大脑里，这些我们无法摆脱的心理倾向能带来什么实际的好处呢？我的答案是，这些心理倾向带来的好处可能比坏处多。不然的话，它们就不会存在于人类容量有限的大脑中，而且还对人类的处境产生了很大的作用。所以这些倾向不能，也不该，遭到自动地清除。尽管如此，上文描绘的那种心理思考系统，如果得到正确的理解和应用，将有助于智慧和端正行为的传播，并且有助于避免各种灾难。心理倾向是可以改变的，认识各种心理倾向和防范它们的对策通常能够防患于未然。下面列出的这些例子让我们明白一个道理：基本的心理学知识是非常有用的：

一、卡尔·布劳恩的交流方法。

二、飞行员训练中对模拟器的使用。

三、酒瘾戒除组织的制度。

四、医学院中的临床培训方法。

五、美国制宪大会的规则：绝对保密的会议；最终投票之前所有的投票都不记名；大会结束前选票随时可以重投；对整部宪法只投一次票。这些是非常聪明的、尊重心理学的规则。如果那些开国元勋当时使用的是另外一种表决程序，那么许多人将会受到各种心理倾向的影响，从而采用那些互不一致的、僵化的立场。那些英明的开国元勋让我们的宪法顺利通过表决，因为他们摸透了人们的心理。

六、使用祖母的激励机制（注：前文所述“祖母的规矩”），让人们约束自己，从而更好地完成自己的任务。

七、哈佛大学商学院对决策树的强调。在我年轻而愚蠢的时候，我经常嘲笑哈佛大学商学院。我说：“他们居然在教那些28岁的人如何在生活中应用高中的代数知识？”但后来我变得聪明了，终于明白他们的做法是很重要的，有助于预防某些心理倾向引起的糟糕后果。虽然明白得有点晚，但总比始终不明白好。

八、强生公司所用的类似于尸检的做法。在绝大多数公司，如果你进行了并购，而这次并购成为灾难的话，所有造成这次愚蠢并购的人、文件和演说都会很快被忘记。没有人愿意提起这次并购，因为害怕联想到其糟糕的结果。但是强生公司规定每个人都要审视已完成的并购，将预测和结果进行比较。这么做是非常聪明的。

九、查尔斯·达尔文在避免确认偏见方面作出的伟大榜样。美国药品管理局（FDA）效仿了达尔文的做法，很明智地要求在开发新药物的研究中必须采用反确认偏见的“双盲试验”（Double Blind）方法。

十、沃伦·巴菲特关于公开竞拍的原则：别去。

我的第四个问题是：在你的列表所展现的思维系统中隐藏着什么特殊的知识问题？

嗯，答案之一就是悖论。在社会心理学里面，人们对这个系统了解得越多，它的真实性就越低，而这恰恰使得这个系统在防止糟糕后果、推动良好结果方面具有很大的价值。这个结果是悖论式的，让人没办法把心理学和基础物理学联系起来，但这有什么关系呢？就连纯数学都无法摆脱所有的悖论，心理学里面有些悖论值得大惊小怪吗？

这种认知转变中还有一个悖论：被操控的人即使明知道自己正在被操控，也会心甘情愿地被对方牵着鼻子走。这在悖论中创造了悖论，但还是那句话，这有什么关系呢？我曾经非常享受这种情况。许多年前，我在晚宴上遇到某位漂亮的女士。我以前并不认识她。她先生是洛杉矶一位有头有脸的人物。她坐在我旁边，仰起那张美丽的脸庞，对我说：“查理，你能用一个词来说明你在生活中取得非凡成就的原因吗？”我明知道她肯定对许多人都这么说，但我还是觉得很高兴。我每次见到这位美女都会精神一振。顺便说一声，我跟她说的答案是我很理性。至于这个答案是不是对的，你就自己判断啦。我可能展现了某些我原来不想展现的心理倾向。

我的第五个问题是：我们需要将经济学和心理学更加紧密地结合起来吗？我的答案是肯定的，好像已经有人开始这么做了。我听说过一个这样的例子。加州理工学院的科林·卡米瑞尔（注：科林·卡米瑞尔，1959——，美国行为经济学家）研究的是“实验经济学”。他设计出一个有趣的实验，让一些智商很高的学生用真钱来模拟炒股票。结果有些学生为某只“股票”付出了A+B的价格，尽管他们明知道该“股票”当天的“收盘价”是A。这种愚蠢的行为会发生，是因为那些学生被允许在一个流动市场上自由买卖那只股票。有些学生付出A+B的价格，是因为他们希望能够在当天收盘之前以更高的价格卖给其他学生。现在我敢自信地预言，大多数经济学教授和公司理财教授将会无视卡米瑞尔的实验结果，继续坚定地信奉他们原来那种“严格的有效市场假设”。如果是这样的话，那么这种情况将再次证明聪明人在受到心理倾向影响之后会变得多么不理智。

我的第六个问题是：这些有关心理倾向的知识难道不会带来道德问题和审慎问题吗？我的答案是会的。例如，心理学知识能够用来提高说服力，而说服力和其他力量一样，既可以用来做好事，也可以用来做坏事。库克船长曾经用心理学花招耍了他的水手，让他们吃酸泡菜来防治坏血病。在我看来，尽管库克船长有故意操控那些水手之嫌，但在当时的情况下，这种做法是道德的，也是明智的。但更为常见的是，你会利用有关心理倾向的知识来操控别人，以便获取他们的信任，达到自己不可告人的目的，这样一来，你就犯了道德的错误和不够审慎的错误啦。道德错误很明显，不用多说。这么做之所以犯了不够审慎的错误，是因为许多聪明人在成为被操纵的目标之后，会发现你正在试图操纵他们，反过来憎恨你的行为。

我最后的问题是：这篇演讲稿存在事实上和思考上的错误吗？答案是肯定的，几乎是肯定的。这篇稿件是一个81岁的老人凭记忆花了大概50个小时改定的，而且这个老人从来没有上过一节心理学课，在过去将近15年的时间里，除了一本发展心理学的著作，没有看过任何心理学的书。即使如此，我认为我这篇演讲稿整体上是非常站得住脚的；我希望我的后代和朋友将会认真地考虑我所说的话。我甚至希望会有更多的心理学教授和我一起致力于（1）大量地采用逆向思维；（2）详尽地描绘心理学系统，让它能够像检查清单那样发挥更好的作用；（3）特别强调多种心理倾向共同发挥作用时产生的效应。

我的演讲到这里就结束啦。如果你在思考我所讲的内容的过程中得到的快乐，有我写下它的时候得到的快乐的十分之一那么多，那么你就是一名幸运的听众。



“彼得，你和沃伦骗我重写这篇东西，它占用了我太多时间啦。”（2005年2月）

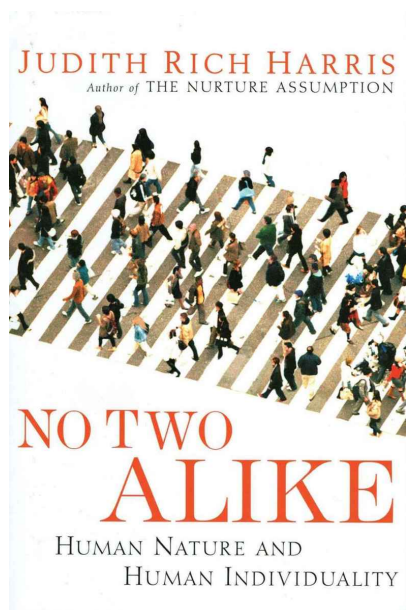
重读第十一讲

在2000年发表的这次演讲中，我称赞了朱迪丝·瑞奇·哈里斯那本非常畅销的《教养的迷思》（The Nuture Assumption）。你们应该记得，这本著作证明了同辈群体的压力对年轻人来讲是非常重要的，而以往普遍认为很重要的父母的教养反而没那么重要。这本具有极大实际意义的成功作品背后的故事很有趣：早在这本书出版之前，现年67岁的哈里斯女士在哈佛大学攻读心理学博士学位，但却被开除了，因为哈佛大学认为她缺乏从事心理学研究必备的理想素质。由于罹患了某种无法治愈的自身免疫性疾病，哈里斯女士成年之后大多数时间都待在家里。疾病缠身、默默无闻的她发表了一篇学术论文，《教养的迷思》就是根据这篇论文的基本观点写成的。这篇论文让她获得了某个声誉很高的大奖，这个奖项由美国心理学协会每年颁发给那些已发表的优秀论文，它恰恰是以那个将她开除出哈佛大学的人的名字命名的。

从她那本令人难忘的作品中得知这件荒唐的事情之后，我写信给哈佛大学——我的母校，敦促它授予我并不认识的哈里斯女士以名誉博士学位，或者授予她真正的博士学位，那就更好啦。我引用了牛津大学的例子。这所伟大的大学曾经开除了它最优秀的学生——塞缪尔·约翰逊，因为他穷得没办法继续缴纳学费。但牛津大学后来作出了体面的改正。在约翰逊战胜疾病，从穷困潦倒中逐渐成为著名人物之后，牛津大学授予了他博士学位。我试图说服哈佛在这方面效仿牛津的努力完全失败了。但哈佛大学后来确实从麻省理工学院挖来了当世最著名的心理学家史蒂芬·平克，而平克则十分景仰哈里斯女士。从这个举措中我们能明白哈佛人文社科学部的声誉为什么比其他大学的要高。该学部的底蕴极其深厚，能够部分地改正某些在别的地方放任自流的愚蠢错误。

2006年，在与不治之症作斗争中前行的哈里斯女士出版了第二部作品，《没有两个人是相同的》。这个书名很贴切，因为作者要解决的核心问题之一就是，同卵双胞胎最终在性格方面为什么会截然不同。带着好奇心周详地探讨这个问题的她让我想起了查尔斯·达尔文和歇洛克·福尔摩斯。她从心理学文献中收集和解释了许多资料，提出了一种非常可信的答案。她引用了一个有趣的案例，有一对同卵双胞胎，其中一个人在生活和事业上都取得了成功，而另外一个人则沦落到贫民窟。哈里斯女

士对这个核心问题作出了极具概括性的解答，在这里我不想透露她的答案，因为对《穷查理宝典》的读者来说，先猜测答案，然后再去阅读她的书会更好。如果哈里斯女士大致上是正确的——在我看来非常有可能如此——那么处境十分不利的她已经两次提出了在培养教育儿童和其他许多方面具有重大实际意义的学术理论。



朱迪丝·瑞奇·哈里斯

(Judith Rich Harris , 1938——)

朱迪丝·瑞奇·哈里斯是一名独立的研究人员和作家。她的重要学术成就包括一种视觉语言的数学模型、几本发展心理学教科书和许多具有影响力的专业论文。她最著名的作品是1998年出版的《教养的迷思》和2006年出版的《没有两个人是相同的》。哈里斯女士和她的丈夫生活在美国新泽西州。



写完这篇之后，我没有什么要补充的了。

2006年3月7日

Charles T. Munger

这种罕见而值得钦佩的结果是怎么出现的呢？用哈里斯女士自己的话来说，她“为人傲慢而多疑，甚至从小时候起就是这样”，这些性格特征加上耐心、决心和技巧，明显让她直到67岁还在探求真理的道路上走得很顺利。毫无疑问的是，热衷于摧毁自己的观念也是促使她成功的因素之一。我这么说，是因为她现在还在为以前撰写教科书时重复了某些错误的理论而道歉。

在这一讲中，我也展示了我的傲慢，因为我对自己所说的话非常有信心。这一讲无非就是宣称：（1）学院派心理学是非常重要的；（2）尽管如此，这门学科中那些拥有博士学位的学者的心理学理论和他们对心理学的表述往往是有毛病的；（3）和绝大多数教科书相比，我对心理学的表述方式在实用性方面往往拥有巨大的优势。自然，我相信这些

极度自负的宣言是正确的。毕竟我收集这一讲中所包含的材料是为了帮助我在实践思维方面取得成功，而不是为了通过公布一些貌似聪明的理论来获取好处。

如果我的看法是正确的，哪怕只有部分是正确的，未来这个世界理解心理学的方法，将会跟这一讲所用的办法差不多。如果是这样，我自信地预言，这种实践的改变将会普遍地提高人们的竞争力。

第五章 文章、报道与评论

在媒体眼中，查理·芒格从不是一个活跃的公众人物或常发议论的“权威”，甚而只是作为“巴菲特的副手”出现。但正如本书所强调的，查理的智慧深藏不露，绝非“副手”。本章即汇集了近30年来媒体对他的相关报道，以及他在报章杂志上所发表的重要文章。无论是石油的价格、微软反托拉斯案，还是安然溃败，查理皆从根源上指出了这些事件的错误所在，而非泛泛而谈。尤其是此次增订新收录的两篇文章，以特有的查理风格讽刺了美国金融衍生品的危害，揭露了全球金融危机的根本性源头。现在，就请开始与查理一起，用“芒格思维模式”重新看待这些重要事件吧。

如果说标准石油正在试图变得贪婪的话，那么它的表现可不够好

（向那些优秀的工程师致敬）

查理·芒格，《洛杉矶时报》，1978年10月1日。

（编者注：查理特别要求我们指出，他当时写这篇文章是“为了激怒我那些偏向左倾的子女”。）

巴菲特的副手……查理·芒格和伯克希尔的主席所见略同

罗伯特·多尔，《奥马哈世界导报》，1986年8月10日。

互助储蓄与贷款联盟的请辞信

查理·芒格，《西科金融公司股东大会年度报告》，1989年。

反托拉斯法的滥用

查理·芒格，《华盛顿邮报》，2000年9月1日。

芒格科学中心接近完工

《哈佛——西湖生活》，1995年春季号。

不那么沉默的合伙人

罗伯特·伦兹纳和戴维·冯狄勒尔，《福布斯》，1996年1月22日。

乐观主义在会计中没有容身之地

查理·芒格，《华盛顿邮报》，2002年4月4日。

贝西克兰兴衰记：关于一个国家如何陷入经济崩溃的寓言

查理·芒格，《石板》，2010年2月11日。

“贪无厌”“高财技”“黑心肠”和“脑残”国的悲剧

(查理·芒格戏说大萧条)

查理·芒格，《石板》，2011年7月6日。

如果说标准石油正在试图变得贪婪的话，那么它的表现可不够好

向那些优秀的工程师致敬

文/查理·芒格

当前有些人大肆抨击加州标准石油公司（以及其他“大石油”公司），这种现象让我越来越感到困惑。在吹毛求疵者的指责看来，这些公司贪得无厌，它们的行动是反社会的，而且还谋取巨额的利润。

我向来关注标准石油的发展，因为许多年前，我母亲送给我妻子300美元当作新婚礼物。我妻子用这笔钱投资了标准石油的股票。所以我经常阅读标准石油的年报，不过我的阅读从来没有促使我买进更多标准石油的股票。我的保留态度是有原因的。

如果说标准石油正在试图成为贪婪的垄断企业，那么它的表现当然是很糟糕的。自从1965年以来，该公司的平均股价上涨了22%。而在此期间，消费者价格指数上涨了大概102%。当然，该公司的红利是递增的，从1965年的每股1.03美元上涨到1978年的每股2.55美元。虽然每年的红利增长率超过通货膨胀率大约一个百分点，可是和同期平均工资增长率相比，它又低了很多。

查理·芒格是一名洛杉矶律师，也是蓝筹印花公司的董事会主席。

一个1965年底买入标准石油股票的股东，在缴纳历年获取红利的40%作为所得税之后，他的购买力实际上是下降的。通货膨胀和所得税共同对总体投资回报（即考虑资本价值，也考虑收入）产生了影响，使得实际回报率是负的。按照1965年的美元购买力来计算，这笔投资的年均损失超过了2%。

这本身就足够让人沮丧的了，但这些年来我不追加我妻子那笔小投资，是因为标准石油在美国的资产（我认为这是该公司惟一安全的资

产)的盈利能力太差。

在1968年到1972年这五年之间，在欧佩克成员国将石油的价格提高了超过400%之前，标准石油那些位于美国国内的净资产的年均回报率是非常低的。即使在1973年，该公司在美国的业务盈利大到1.84亿美元，但是当年的净资产回报率只有6%。虽然该公司美国资产的回报率低，但其海外资产的盈利很多。在1973年，标准石油在沙特阿拉伯和其他地方控制了大量石油，盈利高达5.29亿美元；按该公司在东半球的总投资16亿美元计算，年度回报率超过了30%。非常高的海外利润和非常低的美国利润加起来，使得在1968年到1972年间，该公司在全世界的净资产的年均回报率是大约10%——对于一家健康的公司而言，这样的总体回报率是偏低的。

但1972年之后，情况发生了有利于标准石油的变化，当时欧佩克决定大幅提高石油价格。结果，那些位于美国的油田所有者获得了更高的利润。与此同时，标准石油被迫将其海外资产的大部分以很低的价格卖给当地政府。1977年，标准石油的美国净资产回报率是10%，其海外盈利虽然大幅下降，但海外净资产回报率仍然达到了19%。该公司在世界各地的净资产的平均回报率是14%，和1968年到1972年间的10%相比，只增加了4%。

作为消费者，我应该为标准石油的利润比过去多了一点而生气吗？或者我应该为其美国净资产回报率从前只有6%现在上升到10%而生气吗？

我想是不应该的。标准石油公司在美国的盈利是低于正常标准的，但这种情况被其生产和销售大量便宜的阿拉伯石油而赚取的高额利润所掩盖，所以该公司经常被指责为牟取暴利的奸商。过去，该公司的海外投资确实获得了非常高的回报——但现在正逐步下降。标准石油冒着风险推行了许多石油钻探计划，最终在中东地区发现了大量石油。由于这种石油的生产成本很低，标准石油实现了高额的利润，其中绝大部分来自外国人。

我虽然不经常和标准石油打交道，但这家公司给我留下了良好的印象——至少跟我打过交道的其他大型企业相比起来是这样。标准石油的产品从来没有给我制造过麻烦。作为消费者，我每次去该公司全资拥有的加油站时都得到了迅捷和公平的服务。我在加州生活了30年，从来没

听说标准石油有过什么大丑闻。我年轻那会儿当律师时，曾代表其他利益方跟标准石油打过交道，当时我觉得这家公司很傲慢，而且有点官僚主义（可能为了实现内部控制和避免丑闻，它不得不这样），但它的作风是很正派的，方方面面都很理性。

这几十年来，我一直有观察标准石油的用人政策。我发现它向来任人唯才——根据能力来提拔工人，而且很少解雇他们，就算解雇了也有经济补偿。

我妻子定期收到标准石油公司的股东委托书——管理人员征求股东投票的书面文件。委托书表明该公司的董事会对股东、普通员工和消费者都很负责任。管理人员的薪水和补贴跟其他同等规模的企业相比也是相当低的。

就我观察到的情况来看，标准石油的高层管理人员都是工程师出身，而该公司在工程方面取得的成就是很出色的——作为一名公民，我希望把像油井、炼油厂、输油管和储油罐这样必需但复杂而危险的资产交给这样的公司来控制。

基于所有这些原因，我不会因为标准石油的美国资产回报率为10%而指责它。

石油行业向来需要大量的资金，尽管如此，它的资金需求很快将会极大地增长。考虑到我们未来的能源需求，再加上国内现有资源面临枯竭，我们需要更多的研究和开发计划。投资这些领域是聪明的选择。

如果不让石油的价格稍微提高一点，石油公司将会减少它们在能源开发方面的再投资，到头来消费者会承受更大的损失。我个人提倡把油价提得更高，让标准石油公司赚更多的钱，因为我相信这将会拉高再投资的资金，从而让消费者受益。当消费者的活力需要供应商的活力来支持时，适当地提高价格当然是对消费者有利的。而且正如我妻子的投资历史所证明的，消费者根本无需担心标准石油的股东会利用油价上涨的机会中饱私囊。

作为一个生意人，我亲身学到下面的道理（我有某些收获和损失可以用来证明它）：运转良好的东西，如果得到鼓励和支持，通常能够表现得更好；与之相反，运转糟糕的东西往往是无法被改正的，或者能够被改正，但其难度比你们可能想到的要难十倍。

有些政客居然提议分拆标准石油和其他大型的石油公司，或者将它们的许多功能收归政府。我的从商经验使我对这种提议感到震惊。我想我们应该治理的是那些明显处于腐败之中的机构。就一点，我对加州标准石油公司那些优秀的工程师的工作是十分满意的。

巴菲特的副手.....

查理·芒格和伯克希尔的主席所见略同

文/罗伯特·多尔

《奥马哈世界导报》专职作者

洛杉矶——沃伦·巴菲特最亲密的生意伙伴说他和巴菲特的想法十分相同，乃至在决定是否要作出某项大规模投资时，他们往往能够不谋而合。

涉及数百万美元的决定，有时候在几分钟之内就做出了，查理·芒格说。他是总部位于奥马哈的伯克希尔·哈撒韦公司的董事会副主席。

想法相同并不总是好事，芒格说：“如果有个错误被一个人忽略了，另外一个人可能也会忽略这个错误。”

采访是在芒格位于市中心的朴素的办公室进行的。作为巴菲特的副手，芒格谈起了他和那位领导伯克希尔·哈撒韦公司、被公认为全美国最杰出的投资者之一的奥马哈人的多年交往。



Munger

Buffett

芒格是在奥马哈长大的，他年轻时曾在安德伍德大道5015号的巴菲特父子商店为沃伦·巴菲特的祖父和叔叔打工。

但现年62岁的芒格当时并不认识巴菲特，他们两个人在都成年之后才相遇。那时候，芒格已经以优秀毕业生的身份从哈佛大学法学院毕

业，在洛杉矶开始了他的律师生涯。

1959年，芒格回到奥马哈省亲，在双方都认识的朋友的安排下，他和巴菲特相识了。当时巴菲特开设的合伙投资公司已经经营了三年，并一直运转到20世纪60年代末才关闭。

阳台

巴菲特和对投资有自己看法的芒格在约翰尼咖啡厅共进晚餐，谈论证券和投资过程。

芒格说他当时觉得很好笑，因为巴菲特说他请了一名兼职记账员帮忙，把他的投资公司“开在家里的阳台”。

巴菲特的思维方式给芒格留下了深刻的印象。芒格说：“我们一见如故。”

在奥马哈接受另外一次采访的时候，巴菲特说最早听到芒格的名字，是在1957年跟一对奥马哈夫妇交谈的过程中。那对夫妇便成了他的合伙公司的早期投资者。

这两位投资者是埃德温·戴维斯医生夫妇，现在都已谢世。巴菲特去戴维斯医生家，向他们解释他的投资理念。在巴菲特的阐述过程中，戴维斯医生只问了几个问题，但最后却同意投资10万美元。

巴菲特说他问戴维斯医生为什么这么快就愿意投资这么一大笔钱。“因为你让我想起了查理·芒格，”他回答说。

即使今天，巴菲特和芒格的说话声听起来都很像，尽管巴菲特比较年轻，今年55岁，但他们两个人的外表甚至也有点相似。

在巴菲特去戴维斯夫妇家陈述投资理念的两年后，戴维斯太太安排巴菲特和芒格相识。

投资专家

这两个人慢慢培养出亲密无间的工作关系。1965年，应巴菲特的要求，芒格放弃了他的律师生涯，全职从事投资工作。

芒格用他的亲人和原来在律师事务所的客户的钱，和巴菲特一起进行投资。

虽然他是一名律师，但他对伯克希尔·哈撒韦的贡献主要是在投资事务上，而不是在法律事务上，巴菲特说。

和巴菲特相同，在投资方面，芒格不是专才，而是一名通才。“查理能够比任何活着的人更快、更准确地分析任何种类的交易，”巴菲特说，“他能够在60秒之内找出令人信服的弱点。他是一个完美的合伙人。”

这两个合伙人认为他们没有必要居住在同一座城市。“沃伦很喜欢他所在的地方，我也喜欢我所在的地方，”芒格说。

他们平均每周通八次电话。在需要了结一桩交易的时候，他们就约在同一个地方见面。

如果两个人中有一个分不开身，另外一个人有权采取行动。巴菲特说：“我们对彼此的想法十分了解，就算另外一个人不在，也能独自处理得很漂亮。”

他们的生意关系并没有写进合同的条款。“那就像兄弟之间的行动，”巴菲特说。

表里如一

大多数投资的想法来自巴菲特，芒格说。

他说巴菲特私底下跟在公开场合一样——性格开朗、令人愉快，而且十分坦率。他毫不隐瞒自己，芒格说：“他是个表里如一的人。”

巴菲特的天性对他的事业“有很大的帮助”，芒格说。

“当你像他那样坦诚，人们会信任你。商学院应该教学生这个道理。”

芒格说，他认为商学院应该要求学生在学习专业课程之前，先阅读本杰明·富兰克林论及人类行为的著作。

基于相互仰慕的交易会带来良好的商业结果和更少的法律纠纷，他说，“你想想看啊，你要是能够做到这一点，那你的生活该多好。”

毫无疑问，巴菲特在工作过程中得到许多乐趣，芒格说。

“我在工作中也得到乐趣，但他比我更喜欢工作，”他说。巴菲特有个专门的词汇用来指代自己的办公室，芒格说，那就是“快乐的宫殿”。

这位律师说他想不起来巴菲特什么时候发过脾气。“甚至在我带他去明尼苏达钓鱼，把船弄翻了，我们不得不游泳到岸边的时候，他也没有朝我大呼小叫。”

芒格说他喜欢钓鱼，但是巴菲特不喜欢。他们共同的爱好是打桥牌。

根据今年伯克希尔·哈撒韦在年会上向股东披露的信息，芒格拥有该公司的股份是22710股。按照星期五的收盘价每股2810美元计算，这些股份的价值大约是6380万美元。

芒格在访谈中表示，他的财产大半是由伯克希尔·哈撒韦公司的股票构成的。

芒格有八个年龄从18岁到30岁不等的亲生子女和过继子女。他的姐姐罗伯特·埃斯塔布鲁克太太生活在奥马哈。

他是洛杉矶的私立哈佛中学的支持者，并长年担任洛杉矶计划生育组织的财务总监。

伯克希尔·哈撒韦去年取得了非凡的业绩，但今年的增长“肯定100%”会放慢，芒格说。巴菲特也持有相同的看法。

这家公司的业务很多元，涉足的领域包括电视、报纸、保险和家具零售。在1985年，该公司的盈利高达6亿1300万美元，净资产收益率达到了48.2%。

巴菲特说如果他突然去世，伯克希尔·哈撒韦在芒格的管理之下，将会在很长的时间内继续取得成功。

如果巴菲特现在去世，伯克希尔·哈撒韦和其部分拥有或全资拥有的

公司之间的关系将不会发生变化，芒格说。

“过去人们把他们的企业卖给我们，是希望能够在一种特定的文化下面经营，这种情况将会继续出现。”

Reproduced on this page is a copy of the May 30, 1989 letter of resignation of Mutual Savings and Loan Association from the United States League of Savings Institutions.

互助储蓄与贷款联盟的请辞信

May 30, 1989

United States League of Savings Institutions,
1709 New York Avenue N. W.,
Washington, D. C. 20006

各位先生：

这封信是互助储蓄和贷款联盟退出美国储蓄机构协会的正式辞呈。

互助储蓄是在美国证券交易所上市的西科金融公司和在纽约证券交易所上市的伯克希尔·哈撒韦公司的附属企业，它早就不愿意和贵协会有任何关系。

我们的储蓄和贷款行业如今创造了美国金融机构历史上最混乱的局面。虽然这种混乱局面有许多原因，我们在去年股东大会发布的年报上试图予以归纳，但下面三种因素使它变得更加糟糕：（1）多年以来，贵协会通过游说，不断成功地阻止政府规范少数由骗子和白痴管理的保险机构的业务；（2）许多保险机构做了假账，以便使它们的经营状况看起来比实际上更加健康；（3）保险机构的真实权益资本率太低，无法保障储蓄账户持有者的利益。

把国会现在面对的局势比喻为癌症、把贵协会比喻为致癌因素并不过分。如果国会缺乏智慧和勇气去处置那些引起当前麻烦的因素，那么这些麻烦将会像癌症那样复发。

此外，尽管我们的储蓄和贷款行业现在明显需要进行一场实实在在的改革，包括作出一些痛苦的调整，然而幅度最小的改革，也经常在贵协会的游说之下受到抵制。例如，贵协会（1）支持修改会计准则，允许“信誉”（在金融机构的背景中，这个词可以被翻译成“空气”）被记为资本；（2）只有拥有一定的真实权益资本的保险公司，才能够在全美国范围内开展所有保险业务，贵协会致力于将规定的真实权益资本数额最小化。

一场由贵协会协助引发的全国性灾难迫在眉睫，而贵协会冥顽不灵，坚决支持宽松的会计准则、不充足的资本，实际上还支持放松对许

多保险机构的管理。贵协会对当前储蓄和贷款行业的乱局的反应，无异于埃克森石油公司（Exxon）在瓦尔德兹号油轮（Valdez）发生原油泄露之后，继续允许油轮的船长随意饮用威士忌。

从前有一家制造商公开向国会道歉，这才是贵协会应该效仿的榜样。因为贵协会明显已经在很长的时间内误导了政府，给纳税人造成了极大的损失。贵协会应该做的是公开道歉，而非妄图通过加倍的努力来继续误导政府。

我们知道有些人认为不应该用高标准来要求行业协会，它们本应该采取贵协会目前正在采取的行动。依据这种观点，各行各业组织协会，不是为了在犯下大错之后提供真相、理由或者正常的人类礼仪，而只是为了在立法会上提出一些自私自利的废话和政见，以便和其他提出自私自利的废话和政见的行业协会分庭抗礼。但是现在我们面前的证据表明，这种协会行为如果在每个国会选区都得到有影响力的当选议员的公开支持，就好像贵协会的行为这样，将会对国家造成极大的伤害。因此，贵协会的公共责任当采用另外一种完全不同的做法，应该效仿在“黑袜”丑闻（注：Black Sox Scandal，发生在1919年世界棒球大赛中八名白袜队球员打假球的丑闻事件）之后进行改革的棒球大联盟。除此之外，贵协会过去的短视使得这种糟糕的局面持续恶化，从而使客户储蓄机构的经营每况愈下；同样地，贵协会当前的短视，也将会使客户机构蒙受损失。

请你们相信，沃伦·巴菲特先生和我不仅要让互助储蓄和贷款联盟退出美国储蓄机构协会，我们还将作出小小的抗议，把这封辞呈复制几份，分派给媒体，以便引起它们的关注。

Truly yours,

MUTUAL SAVINGS AND LOAN ASSOCIATION



Charles T. Munger
Chairman of the Board

September 1, 2000

The Washington Post

AN INDEPENDENT NEWSPAPER

反托拉斯法的滥用

文/查理·芒格

《华盛顿邮报》，2000年9月1日我从微软反托拉斯案得出的结论是，美国司法部认为，任何销售商只要满足如下三个条件：（1）它经常以一种价格销售包括所有配件的产品，（2）它在市场上处于优势地位，（3）它通过添加与其他人最先推向市场的产品功能相同的新配件来参与市场竞争，那么这家销售商就自动侵犯了反托拉斯法，哪怕它出售的是一种不断成熟的多配件产品，并持续地开发新的型号，增加一些新配件，以此来改善这种产品的功能。

如果上诉法庭愚蠢到认可审判法庭对微软案的裁决，那么美国几乎所有在市场上取得领先地位的高科技企业将会被迫放弃世界各国的企业在受到市场上其他公司推出的更优秀技术威胁时所采取的标准竞争行为。

没有别的国家会如此控制它最强大的企业。我们只要看看美国自己的历史就能够明白原因。就以福特汽车公司为例。1912年，福特公司是美国领先的汽车制造商；当年一家小公司——通用汽车的前身——发明了自动点火装置，让司机在车内就能发动轿车，不用跑到车外去用曲柄摇动引擎。福特作出的回应是自己研发了自动点火装置，安装到它的轿车（这是福特“一价全包”的产品）上去——从而巩固了其市场领先地位，限制了那家很小的竞争公司的入侵。我们真的想把这种行为定义为非法行为吗？

或者以波音为例。假如波音销售的客机占到美国市场的90%，而且每架客机只收一次钱，尽管它不停地为这些客机增加更好的配件。我们真的仅仅因为这些配件中有部分是由其他制造商最先推向市场的，就希望波音别再试图加强它的竞争优势吗？要知道的是，增加这些令人满意的新配件不但对旅客有帮助，还能提高客机的安全性能。

微软案提出的两个问题是：（1）哪些将独立的新产品“捆绑”到在市场上占优势地位的旧产品的做法是不被允许的和违法的？（2）哪些改善在市场上占优势地位的一价全包产品的做法是可以被允许的和合法

的？

有一种轻松的办法可以避免荒唐的结果和争议。我们需要一种支持提高产品性能的简单原则：如果经过可靠的论证，新配件确实能够在某些方面改善产品使用者的体验，那么它就应该被允许添加到产品中去。

现代社会的本质决定，最高水平的生活往往出现在有许多超级成功的公司的地方，而且这些公司狂热地致力于改善某些一价全包的产品的性能，以此来保持很高的市场份额。

起诉微软等于将
我们最优秀的
高科技企业置于
危险之地。

近几年来，外国制造商开发出更好、更便宜的产品，而美国的制造商仍然能够与它们竞争，是得力于一种微观经济潮流：我们的制造商学会了向少数最值得信赖的供应商采购数量更多的、包含各种配件的一价全包产品。这种重要的现代潮流现在受到司法部的威胁。

微软的企业文化也许有些特征是许多人所不喜欢的，但优秀的软件在这种企业文化中得到最好的开发。微软否认它曾留意它的行动给竞争对手带来的影响，这种做法也许是不明智的。但遇到这样的案子，法律顾问通常会建议这么做；再说微软内部每个人的想法是各不相同的。正确的反托拉斯政策不应该因为被告要求政府拿出证据而对它们进行物质的惩罚。如果司法部现任的管理者放任这种处理诉讼的做法左右反托拉斯法的发展，完全不顾这种做法将会在上面提及的案子之外造成恶劣后果，那么他们就不适合承担引导反托拉斯政策的重任。

虽然我从来没买过微软的股票，但长年以来我一直观察着该公司软件的发展，这跟我个人拥有的两个职位有关。首先，我是伯克希尔·哈撒韦公司的管理人员和股东，而伯克希尔是世界图书公司百科全书（World Book Encyclopedia）的出版人。我特别喜欢该公司的百科全书产品，因为我知道它的编撰过程很艰难，也因为我从小就看这套丛书，它在这漫长的人生中给我许多帮助。

但尽管世界图书公司的管理人员作出了许多努力，当微软在其软件包里添加一整套近乎免费的百科全书时，这家公司的百科全书业务还是受到了极大的永久性伤害。除此之外，我认为微软这么做，是为了进一步把其强大的业务做大，也知道这种举措会伤害我们的公司。

即使如此，即使世界图书公司蒙受惨重的损失，我仍然认为微软有权利改善它的软件；我也仍然认为当强大的企业能够通过改善它们的产品而维持其强大的地位时，我们的社会得到了许多好处——尽管有些公司会蒙受损失。

其次，我是每日快讯集团（Daily Journal Corp）的董事会主席和股东。每日快讯出版许多备受律师和法官欢迎的小报。许多年前，这家集团受制于IBM，因为IBM有许多好用的电脑程序。后来它受制于DEC（数码设备集团），因为它的电脑程序更加好用。现在每日快讯集团的个人电脑上使用的百分之百是那些便宜得惊人的微软软件，微软的电脑程序更加好用，包括能够接入互联网的IE浏览器。

考虑到每日快讯集团原来那些供应商曾经在市场上占据优势地位而后销声匿迹的历史，微软的行业地位在我看来也是岌岌可危的。然而，至少在短期之内，微软产品在我们的企业和其他地方无孔不入地渗透对我们——包括那些使用我们的出版物的法院——有巨大的帮助。

但假如微软一直以来没有通过添加诸如IE浏览器之类的配件来改善它的软件，那么该公司的软件对我们和法院来说将会是一种糟糕的产品。微软给视窗操作系统增加程序，是迫于竞争的压力，因为如果它不想后退而想前进，就不得不那么做。

司法部现在发布的命令极其有害，它很难再发布比这更有害的命令了。如果司法部获胜，我们国家那些表现最好的高科技企业将会陷入困境。而司法部这么做，竟然是为了得到一些没有人能够理性地预测的公共利益。

英特尔公司最近已经被迫离开其原本处于领先地位的电脑芯片行业。该公司的安迪·格鲁夫说过一句被广为引用的话，他说在他的企业里面，“只有偏执狂才能生存”。如果这种情况是真的，看起来很有可能是真的，那么微软应该得到的是一枚奖章，而不是一次反托拉斯诉讼，因为它如此害怕落后，如此热衷于改善它的产品。

HARVARD-WESTLAKE

SPRING 1995

LIFE

芒格

科学

中心

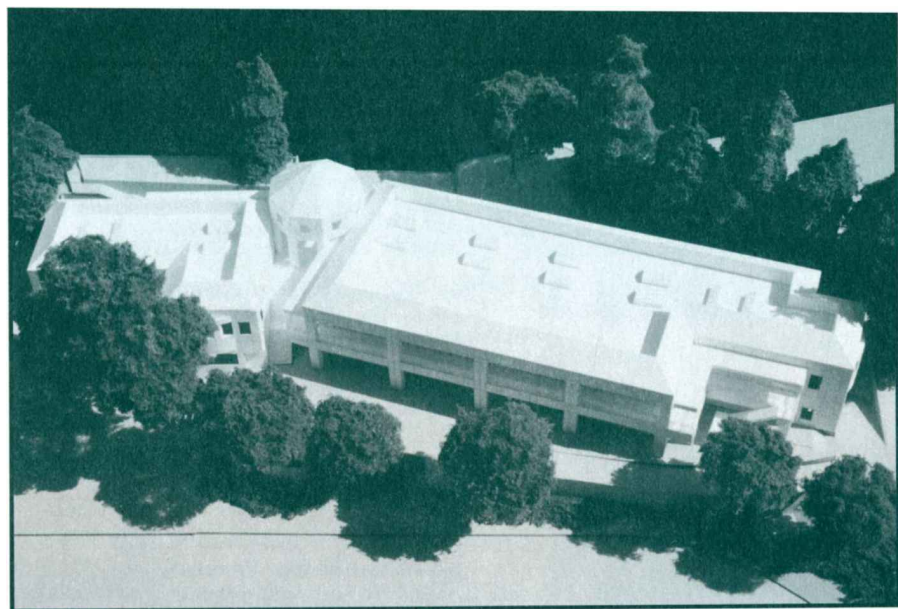
接近

完工

芒格科学中心计划在1995-1996学年开学时启用，它将在未来大约100年里为哈佛——西湖中学北校区的科学课服务。

这座设备先进的大楼坐落在半山坡，其上方是希弗楼，俯视寒水峡谷。它包括12间定做的实验教室、一间会议室、一个剧院风格的礼堂，礼堂的110个座位均有网线，可以连接手提电脑。所有房间都将拥有最先进的视听设备，整栋大楼都将铺设计算机网络。

“大多数建筑物的问题是，它们一旦建成，便没有多少可以改造的余地。我们想让这个中心在未来100年里都能发挥作用，发挥很好的作用，我认为它将来没有理由被废弃。”校董查理·芒格说。到目前为止，芒格和他的妻子南希捐赠了750万美元来建设这座新楼。



哈佛礼堂原有的科学教室并没有被弃用，校方每隔几年就会对它们进行翻修，改变它们的布局，但是这些教室显得太拥挤，早在10年前就应该被取代。

“在合并之前，我们就已经缺乏足够的科学设施，合并后高年级的学生人数翻了一番，我们亟需一座新的科学中心。人们不用动脑筋也能明白，”芒格说，“如果不改善科学设施，那么学校就是在误人子弟。”

芒格从一开始就插手这个计划的方方面面，但他和南希最早并没有

想到要这么慷慨，可是随着修建计划变得越来越宏伟，所需的钱也越来越多。

“这次我们是陷进去了。”他笑着说，靠着办公室的椅背。他的办公室在市区的芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所之内。不过他早已不当律师，而是在那里监管许多业务和投资项目。

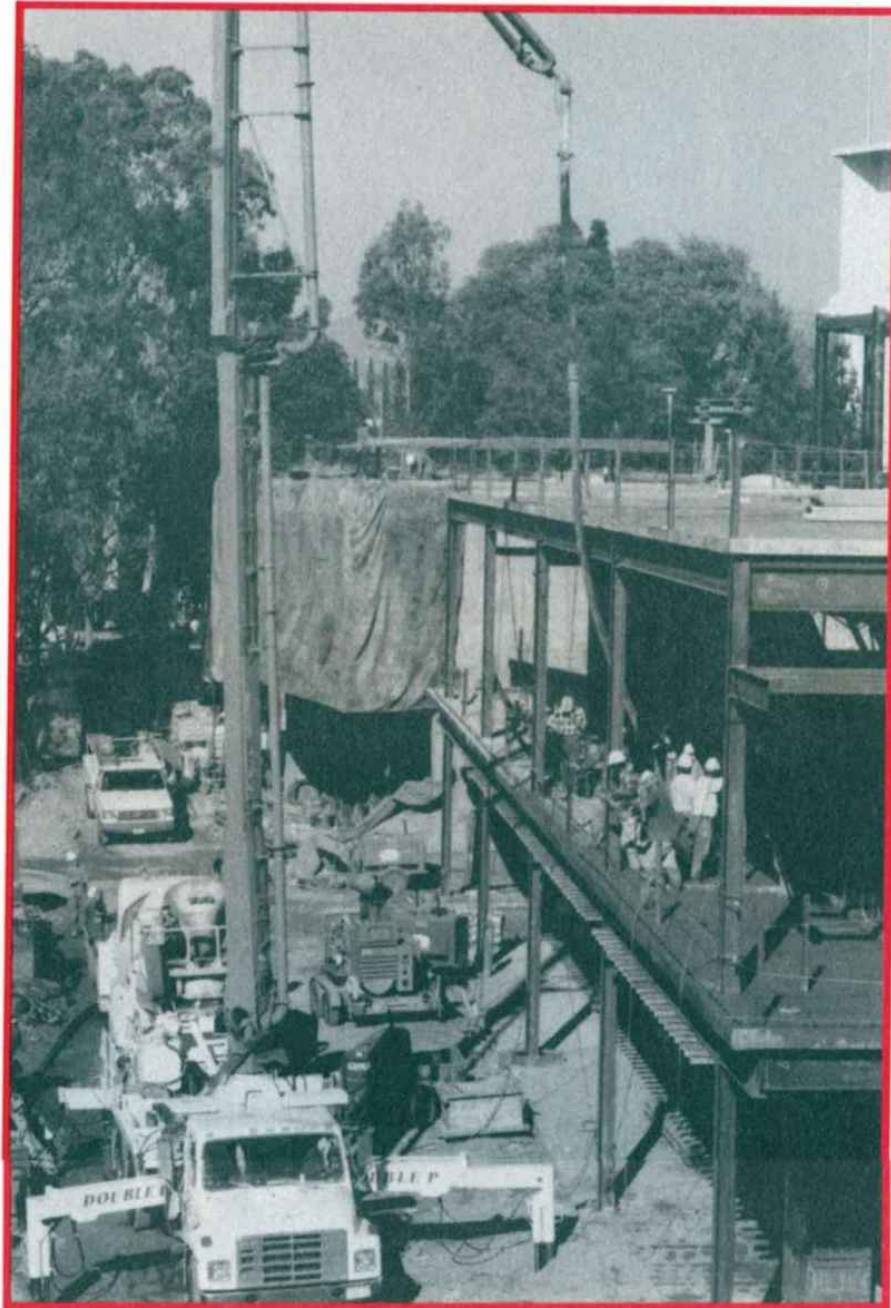
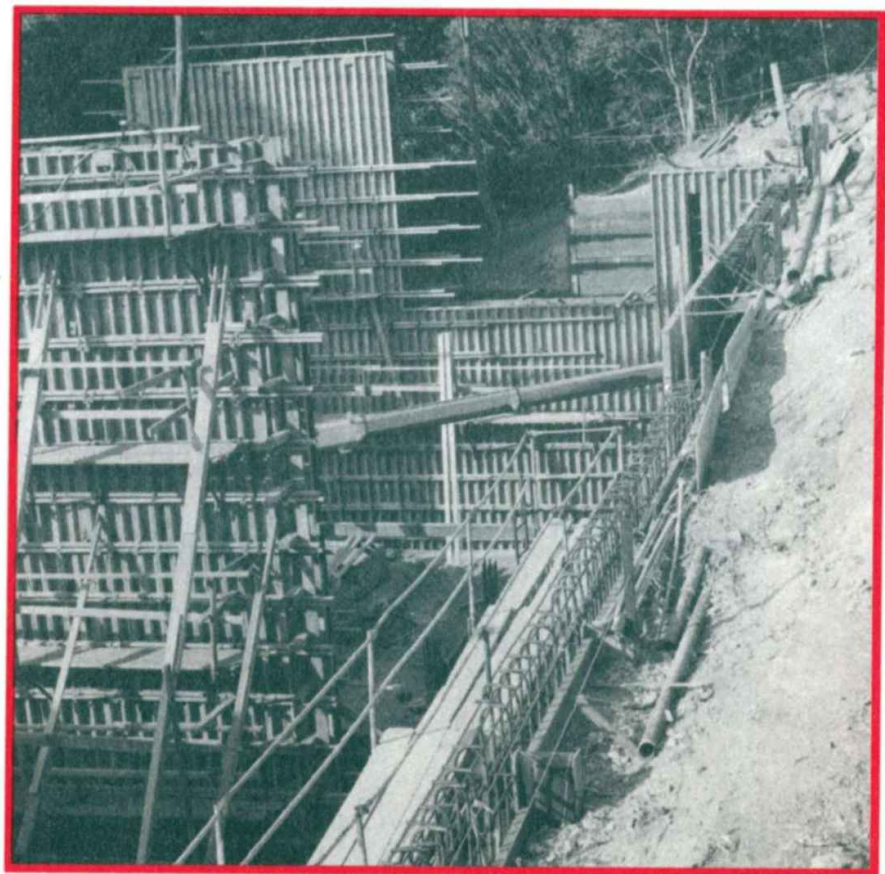
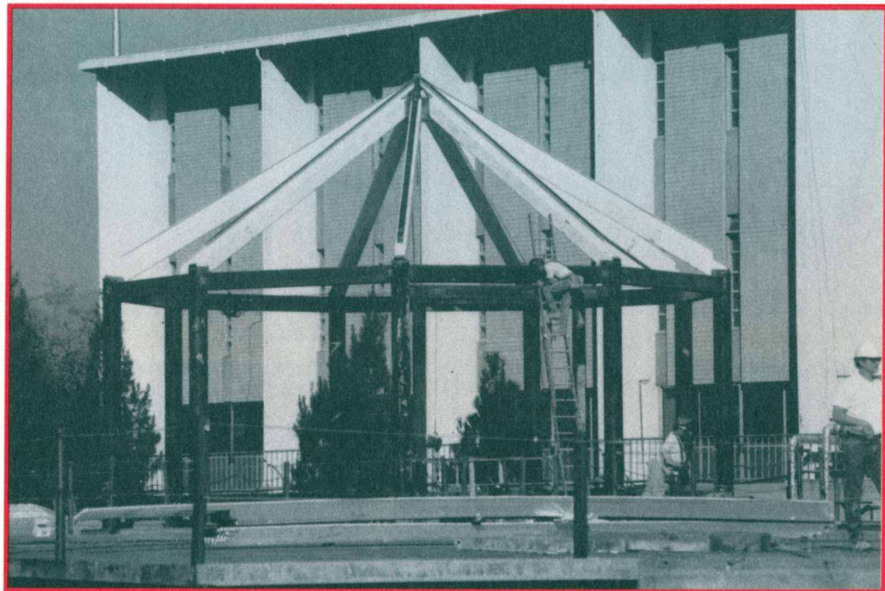


图1：需要使用加长的混凝土泵才能将混凝土输送到大楼的第二层。图2：围墙和剪力墙的夹板已经铺到30英尺的高度，并已浇灌好混凝土。图3：钢构件形成的九角亭。九角亭下方是一部电梯，正处在大楼南部和北部的交界处。将来人们可以坐电梯从底楼上到屋顶，南面的屋顶有一座天桥和希弗楼相连。图4：芒格科学中心东部的地基清理。支撑系统使得工人能够在现有建筑物旁边垂直开挖。



“这是我和南希最大的一次捐款。”

芒格尤其感到自豪的是，学校的科学教师参与了设计。

“这座大楼没有哪个地方不被详细地讨论，”他说，“我认为其他中学不会像我们这样，让那些要在这里教书的人参与进来。他们密切地参与了整个规划过程。”

芒格认为，只有伟大的建筑师和聪明的业主通力合作，才能建起最好的楼房。他说校长托马斯·胡德纳特、财务总监罗伯·勒文和项目经理弗兰克·赫德奇站在学校的立场上，表现非常好，堪称“出色的业主”。

“我们也很幸运，建筑设计师朴基瑞和营造商库特·弗兰森都是学生家长，”他指出。

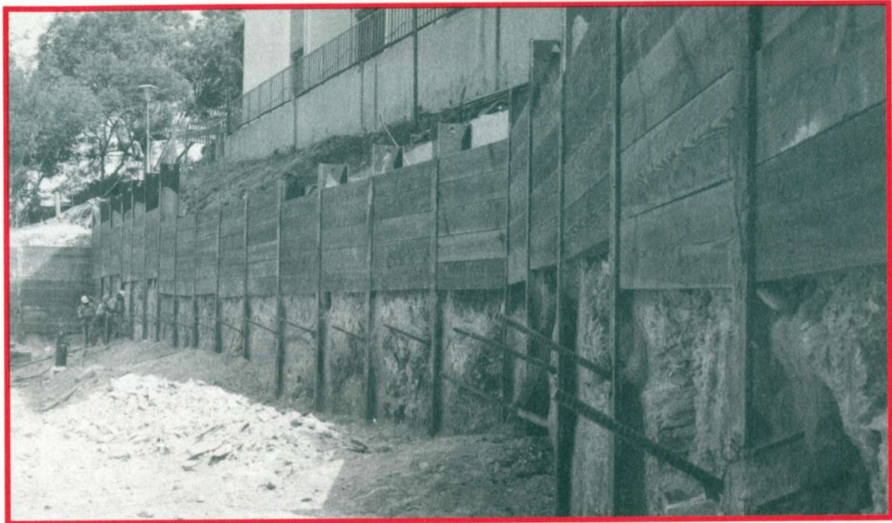
在工程筹备阶段，北校区的科学部主任约翰·福尔纳被派往全国各地考察许多公立中学、私立中学和大学的科学设施。他和勒文以及赫德奇访问的学校遍布全国，西到华盛顿州，东到新泽西州；但福尔纳说看到的景象大多令他们很失望。

“我们看到大量的重复，于是决定别再考察了，我们自己来设计，”福尔纳说，“在访问期间，我们看到的大多是别人犯下的错误，没什么值得我们借鉴的。哈佛——西湖中学向来开风气之先，所以我们决定参考我们看到的最好的设施，吸取一些经验，然后再利用我们学校教职员工的聪明才智。”

选址确定之后，建筑师提出了各种想法，并因地制宜确定了建筑方案。

“这栋楼很难建，因为它的选址在坚硬的山坡上，而且我们必须在学年中间开工，”芒格指出，“我们不得不在建筑的过程中作出一些改变，通往工地的道路必须改变。”

在这座新大楼里面，福尔纳说：“可供我们使用的面积将会是现在的三倍。实验教室区，不算准备区，将会有1700平方英尺。许多人的房子都没这么大。准备区的长度跟整栋大楼相同，所有化学实验室都通往同一个准备区。其他学科的实验室的情况也一样。”



新大楼将会有12间实验教室，比哈佛礼堂多四间，其中四间专供生物学实验之用，四间供化学实验之用，两间供物理实验之用，另外两间是多学科实验室。

福尔纳指出，哈佛礼堂只有一个通风柜。而芒格科学中心每个化学实验室都有两个双倍大的通风柜。

“有的学校一个都没有。”他说。

学生工作区得到了扩大，其方便性和安全性都令人满意；所有教室都将会拥有全套的视听和计算机系统。

教师的讲台专门定做成L型，让教师能够同时和两名学生一起操作。在装备完善的计算机资源中心，那里将会有29台电脑，而哈佛礼堂现在只有12台。有一个实验室将会安装加强横梁，以便悬挂重达1000磅的机械展示装置，福尔纳说那“真的很酷”。

许多细节都征求了教师的意见，比如电源插座该放到哪里，他们想要什么桌子之类的。生物学、化学和物理学实验室中的凳子都是不同的。

“我们努力给未来改建留下余地，我不知道该怎样称赞库尔特·弗兰森才好。我们想要什么，他就给我们什么，而且我们每个人之间的合作都非常愉快。”福尔纳说。

“他们基本上任由我们自己去安排，不像其他学校，我看到其他学校的老师对他们需要什么根本就没有发言权。这里没有限制和约束。我们的需求总是得到满足。我们科学部的同事感到非常激动。”

“有这样一位希望做到尽善尽美的捐款人，我们都很激动，”福尔纳说，“他总是督促我们把事情做好。”

他说芒格把科学设施的规划留给教师，但强烈要求通风和取暖设备必须是第一流的，而且大楼必须远远超过现行的抗震标准。

“我们是一所建立在地震区的学校，”芒格说，“要这么做才对。”

芒格本人是内布拉斯加州奥马哈市公立学校的毕业生，他1924年1月1日出生在该市。从奥马哈中央高中毕业之后，他就读密歇根大学，但一年半后退学，在1943年1月份加入了空军部队。服役期间，他先后入读新墨西哥大学和加州理工学院，并在1944年1月以空军少尉和气象学家的身份毕业。退伍之后，他以优异成绩从哈佛大学法学院获得了一个法学学位。

他在洛杉矶的穆西克、毕勒&加雷特律师事务所工作，并成为该所的合伙人。1962年，他离开这家事务所，创办了芒格、托尔斯、西尔斯&瑞克斯豪瑟律师事务所，现改成芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所。

1965年，他放弃了律师生涯，把更多的时间用于经商。他是伯克希尔·哈撒韦公司的董事会副主席，该公司的董事会主席是他的多年老友沃伦·巴菲特。他担任过蓝筹印花公司董事会主席、新美国基金董事、《洛杉矶每日快报》董事会主席，也是《布法罗晚报》的大股东。

他还担任了许多社会职务，包括洛杉矶计划生育协会理事和财务总监、洛杉矶撒玛利亚医院理事，以及阿尔弗雷德·芒格基金会的创办人和会长。

他和南希均热衷于教育事业，南希是万宝路中学和斯坦福大学的校董，芒格夫妇为基督教青年会的维托尔营地捐建了一个40英尺×80英尺的游泳池和相关的淋浴更衣设施。多年以来，芒格太太一直是基督教青年会的理事。



查理·芒格和南希·芒格最早是以父母的身分开始和哈佛——西湖中学打交道的。他们结婚前各自有两个孩子，婚后又生了四个。五个儿子（哈尔·博斯韦克，1966级；戴维·博斯韦克，1970级；小查理·芒格，1974级；巴里·芒格、菲利普·芒格，1986级）全部毕业于哈佛——西湖中学。他们三个女儿就读的是帕萨迪纳的万宝路中学和威斯特里奇中学。

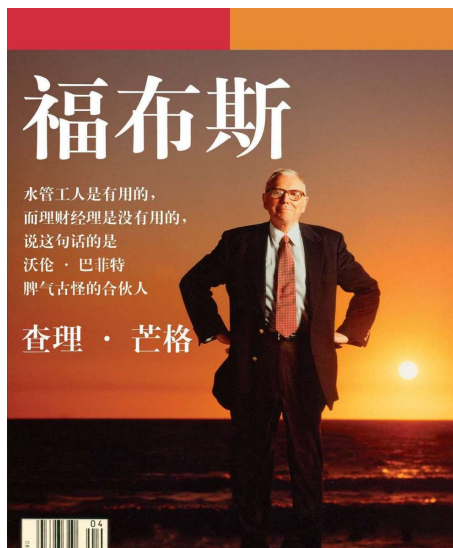
“我喜欢这个地方，我认为我们取得了很大的进步。”芒格说。他把自己对哈佛——西湖中学的感情和丹尼尔·韦伯斯特对达特茅斯学院的感情相比。丹尼尔·韦伯斯特说过：“它（达特茅斯学院）是一所小学校，但有些人就是热爱它。”

芒格在1969年成为校董，并在1974年到1979年间担任校董会主席。他担任哈佛-西湖中学校董的时间超过25年，是任期最长的校董。但这对芒格本人来讲并不算异常，他担任洛杉矶计划生育协会理事的时间也很长。

“这所学校的方方面面都让我感到骄傲。它的教育质量和道德水准都很出色。这些年来它不断地进步，教员的水平也稳定地提高，它从来没有犯过错误。我认为它是全世界同类机构中最优秀的。

“许多学生没有上过别的学校，所以他们身在福中不知福，但我们这些校董为它而惊叹。”

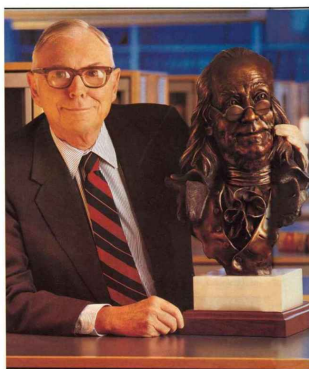
芒格说他认为“要想得到你要的东西，最好的办法是让你自己配得起那样东西，而哈佛——西湖中学配得起这座大楼”。



不那么沉默的 合 伙 人

拜会查理·芒格，这位洛杉矶律师将沃伦·巴菲特从老派的格拉汉姆价值投资者转变为购买并持有的极端价值策略者。

文/罗伯特·伦敦纳、戴维·冯秋勒尔



伯克希尔·哈撒韦的董事会副主席查理·芒格和沃伦·巴菲特。芒格说：“钱会生钱，钱会生更多的钱。”——富兰克林·罗斯福。

78

Fortune ■ January 22, 1996

可能是美国当代历史上最伟大投资者的沃伦·巴菲特并非单打独斗。他从来没说过如此伟绩是他独立完成的，但他的公众形象太过高大，乃至30多年来，人们忘了巴菲特拥有一位不那么沉默的合伙人，这位合伙人不但是伯克希尔·哈撒韦投资哲学的共同缔造者，而且他本人也是一位大师级人物。

查理·芒格现年72岁，这位脾气古怪的律师和投资者生活在洛杉矶，和巴菲特的总部所在地内布拉斯加州奥马哈市相隔1300英里和两个时

区。芒格和巴菲特两人相得益彰。芒格显得更为傲慢和博学，巴菲特显得谦虚和友好。但这都只是表面现象。实际上，这两人的思想是异乎寻常地相似。

“我跟其他任何华尔街的人谈话的次数，可能还没有我跟查理谈过的1%那么多，”巴菲特说。查理·芒格是典型的现实主义者，巴菲特用他来考验自己的想法。“查理是世界上最优秀的快速思考者。他能够一下子从A想到Z。甚至在你话没说完之前，他就已经看到一切的本质。”1978年，芒格被任命为伯克希尔·哈撒韦的董事会副主席；1983年，他担任西科金融集团的董事会主席，西科是一家由伯克希尔控股80%的理财公司。芒格还是所罗门公司的董事。

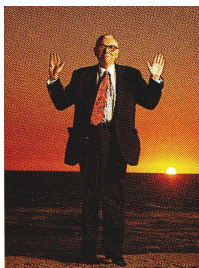
要理解芒格对巴菲特的影响，你必须了解后者投资哲学的逐步演化。奥马哈现象最初纯粹是格拉汉姆式的——以白菜价购买便宜的股票，然后当它们不再便宜时便抛售。通过对上市公司的资产负债表进行详细的分析来确定它们的股票是不是便宜。巴菲特仍然遵循格拉汉姆谨慎分析的投资规则，但是巴菲特大胆地买进许多股票，按照格拉汉姆的标准，和其资产、利润或现金流比起来，这些股票的价格很低廉。他没有依照典型的格拉汉姆做法，在股价上涨的时候抛售。

许多年后，尤其是在20世纪80年代和90年代，巴菲特更为接近一锤定音的股票投资理念——买进一些优秀企业的股票，并永久地持有，或者至少在这些企业的根基腐朽之前持有。

伯克希尔·哈撒韦在1988年购买可口可乐的股票时，按照传统的标准，这只股票并不便宜。当时华尔街认为这只股票很优秀，但是价格已经到顶了。自从1988年以来，可口可乐的股价已经上涨了600%，年均复合增长率达到了25%，但伯克希尔并没有从利润中取走一分钱，一股都没有抛售过。

在20世纪60年代，美国也有些人持一锤定音的股票投资理念，他们追捧当时市场上被称为“漂亮50”的50只优秀股票，但是在1974年遭遇了大溃败。巴菲特和芒格与这些人的不同之处在于，巴菲特和芒格真正按照本杰明·格拉汉姆的方式做了他们的作业。伯克希尔·哈撒韦一锤定音选定的股票——可口可乐、华盛顿邮报公司、政府职员保险公司、吉列、富国银行、布法罗晚报和德克斯特鞋业——都是在经过对资产负债表、社会和经济潮流进行了详尽的分析之后才挑选出来的。有些股票被大多

数分析家认为只是很优秀，而且价格到顶了，但巴菲特会把它们当做无价之宝：这些股票不受通货膨胀影响，能够持续增长——总而言之，它们是复利机器。在20年前，像雅芳、施乐之类先声夺人然后持续走低的股票并没有进入该公司购买并永久持有的名单。

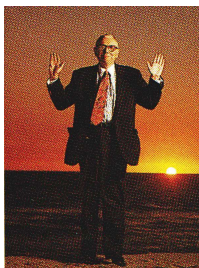


伯克希尔·哈撒韦应该全部要迪士尼的股票吗？或者选择一半股票一半现金？也许等到道指5000点的时候，它会套现所有迪士尼的股票。

在逐渐糅合格拉汉姆理论和一锤定音理论的过程中，查理·芒格扮演了创造性的角色。巴菲特说：“本杰明·格拉汉姆曾经教我只买便宜的股票，查理让我改变了这种做法。这是查理对我真正的影响。要让我从格拉汉姆的局限理论中走出来，需要一股强大的力量。查理的思想就是那股力量。他扩大了我的视野。”

仿佛是在补充巴菲特的想法——不过是在另外一次采访中——芒格进一步解释说：“我们发现，有的股票虽然价格是其账面价值的两三倍，但仍然是非常便宜的，因为该公司有可能正处于增长的通道上，它的某个管理人员可能非常优秀，或者整个管理体系非常出色等等。”

可口可乐符合这个标准。喜诗糖果和华盛顿邮报公司也是。芒格说：“我们打算永远持有可口可乐公司的股票。”永远？在本杰明·格拉汉姆的投资词典中可找不到这个词。



“沃伦和我对用保证金购买股票的事情向来很谨慎。当你把自己的证券抵押给别人，总是

会有发生大灾难的细微可能性存在。”

传统的智慧认为套利并不会造成损失。芒格可不这么认为。“对于个人来讲，作出几项大的投资，然后稳坐不动，这样能够带来许多好处。你付给交易员的费用更少，听到的废话也更少。”

最棒的是，芒格说，你不必每年都缴税。“如果这种方法生效，税务系统每年会给你1%到3%的额外回报。”芒格指的是一个大多数投资者理论上都知道但在实践中忽略的道理：所谓的资本利得税根本就不是资本利得税。它是一种交易税。没有交易就不用缴税。由于套利涉及交易，它会把美国税务局变成你的合伙人。如果你没有套现利润，理论上存在一笔应缴税款，但这笔钱仍然归你所用。

OPM（别人的钱）因素

你可能从来没想过这种方法，但伯克希尔·哈撒韦购买股票的方法，就是用保证金交易的方式买进沃伦·巴菲特和他的多年老友查理·芒格挑选出来的投资组合。用保证金？是的，伯克希尔·哈撒韦采用这种交易方式，既能得到杠杆的好处，又没有续缴保证金的风险。最棒的是，伯克希尔的借贷成本差不多等于零，所以通过保证金交易获得的利润几乎全部归股东所有。因此杠杆投资给伯克希尔·哈撒韦的股东带来的只有好处，而没有风险。该公司的股票目前以超过资产价值35%的溢价出售，表面上看价格明显太高。但考虑到投资杠杆的因素，其溢价其实比这个数字低得多。巴菲特说：“这只股票的实际溢价比账面溢价少很多。”

芒格解释说：“沃伦和我对用保证金购买股票的事情向来很谨慎。当你把自己的证券抵押给别人，总是会有发生大灾难的细微可能性存在。最理想的做法是以一种短期内不会给你造成影响的办法去借贷。”

这正是伯克希尔·哈撒韦采取的做法：它用来投资的资金不仅包括股东的财产，还包括134亿美元——每股11700美元——近乎零利息的借款。

所以巴菲特才会说该公司股票的实际溢价比账面溢价少很多。根据公布的数字，这只价值32050美元的股票平均每股的账面价值是23780美元。粗略地说，每拥有1000美元的伯克希尔资产，股东就能支配另外500美元OPM（别人的钱）。把OPM（参见下表）

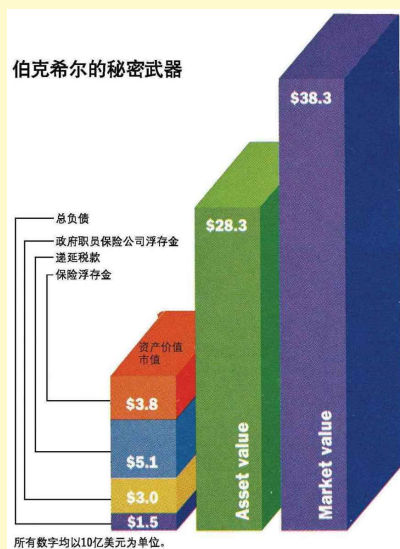
——对股东而言，这笔钱发挥的作用跟资产是完全相同的——考虑进去，该公司的股票溢价就降低了很多。

有些OPM来自巴菲特和芒格的买进并很少卖出的策略：累积了巨额的资本利得税，但缴纳的税款很少。截至1995年10月，伯克希尔应当缴纳的递延税款高达51亿美元，但只向美国税务局支付了1亿5500万美元。

芒格说：“目标是购买股票，但不派红利，如果这只股票在30年里每年的复合回报率是15%，并在最后支付一笔35%的利得税；那么在缴税之后，平均每年的回报率是13.4%。”

接下来是保险公司的“浮存金”。浮存金是一个专门术语，它指的是赔款准备金和投保人预先缴纳的保费。这笔钱当然由延后赔付的保险公司所持有并使用。

对于保险公司来说，这笔钱其实是免费的资金，不过有时候它必须提出来支付赔款。伯克希尔·哈撒韦现有的保险“浮存金”是38亿美元，很快就会上涨到68亿美元，因为该公司即将兼并汽车保险巨头政府职员保险公司。



别人的钱的总部

伯克希尔·哈撒韦在1967年花了850万美元收购了它的保险业务。现在该公司的保险业务价值190亿美元。但其总部从来没有变

过。

最后是伯克希尔·哈撒韦公司15亿美元的债务，该公司的OPM中只有这部分需要支付利息。而且利率还很低：只有6.5%。

“我们把我们的浮存金视为非常重要的资产，”巴菲特说，“我们的保费收入中有很大部分是浮存金，这笔浮存金可能跟某些财产保险公司的全部资产相等——我们是有意这么做的。”



如果伯克希尔·哈撒韦不得不以当前公认的利率借钱，每年的利息是将近8亿美元。

所有保险公司都有浮存金。伯克希尔·哈撒韦的浮存金与众不同。

不同之处在于，伯克希尔的浮存金有部分是通过所谓的超级灾难保单（Super-Cat）而得来的，这得从1967年说起。当年伯克希尔·哈撒韦花850万美元收购了两家奥马哈的小型保险公司——国民保险公司和国民火灾水难保险公司。这两家小型的保险公司拥有1730万美元的所谓浮存金——大概是伯克希尔收购它们的成本的两倍。

完成这次小规模收购之后，伯克希尔开发了一项很大的业务，就是对自然灾害进行保险——这是一种对再保险进行再保险的业务。它的原理是这样的：比如说，一个承保南加州的家庭财产险的保险公司面临的的风险是很大的。要是一场大地震把整个地区都毁了怎么办？这家保险公司会把部分风险转嫁给伯克希尔·哈撒韦或者其他公司，后者同意部分地承担这家保险公司的赔付额——这就是再保险。有时候再保险商希望转嫁它的部分风险。所以它会购买超级灾难保险。伯克希尔·哈撒韦也把超级灾难保险卖给它们。

这种业务非常讲技巧，但是利润极其丰厚。如果伯克希尔·哈撒韦签发一张超级灾难保单，它收取的保费是保单面额的比如说15%，并把这笔保费作为第一年的准备金。等到当年结束时，如果恐怖的地震或者风暴没有发生，“我们就能赚到这笔钱”，芒格说。伯克希尔·哈撒韦随后就能将全部保费在账本上记为收入。

你可以把这整个业务当作一种复杂的赌博：一场飓风就能够扫荡佛罗里达南部的大部分地区。伯克希尔实际上是赌这种情况不会出现，通过收取保单面额的15%作为保费，它让赔率有利于自身。

如果当年天没有塌下来，伯克希尔就赢得所有的赌注。如果天塌下来了呢？在巴菲特看来，洛杉矶盆地每年发生大地震的概率是20：1。一场造成300亿美元损失的大地震将会使伯克希尔付出10亿美元的代价；分散到20年，那就是每年5000万美元。诺斯里奇大地震使保险商付出了大约120亿美元的代价，但伯克希尔几乎毫无损失。

芒格说，在最早的情况下，超级灾难保单每年给伯克希尔造成的税后最大损失是6亿美元。这将会使整年的保费收入化为乌有，但也就仅此而已。伯克希尔开出的最大一份保单是4亿美元，投保人是二十世纪保险公司。这家公司由于诺斯里奇大地震毁坏了许多房屋而损失了全部的资本金。不过伯克希尔·哈撒韦通常会将风险分散到石油钻井平台爆炸、风暴、地震和其他自然灾害等领域。它用多元化的账本来广泛地分散风险。

伯克希尔的保险业务如此成功，是因为它从来不紧跟石棉和环境伤害有关的保单，许多保险公司就因为接了这些保单而破产。该公司有史以来最大的赔付损失是1亿2000万美元，发生在1991年。

底线：过去三年来，伯克希尔的保险业务是盈利的。所以它的资金成本低于零，这意味着浮存金的回报是纯粹的利润。

用浮存金投资的巴菲特和芒格能够有23%的复合回报率。现在你能明白《福布斯》杂志为何将伯克希尔称为了不起的复利机器了。

与此同时，浮存金的增长是几何级数的。从1990年的16亿美元到1995年的38亿美元，增长了两倍有余。伯克希尔曾经微不足道的保险业务部门现在已经变成资本额美国排名第二的保险公司。它的信用评级是A++，保户盈余多达190亿美元——仅次于国家农场

（State Farm）保险公司的240亿美元，两倍于好事达（Allstate）保险公司或美国国际集团（AIG）保险公司的规模。

但别费力在国民保险公司的办公室寻找豪华轿车或者古董。它的总部依然位于奥马哈市一座不起眼的写字楼里，职员人数也并不多。

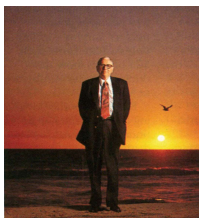
——罗伯特·伦兹纳、戴维·冯狄勒尔



伯克希尔·哈撒韦的董事会主席沃伦·巴菲特和查理·芒格

“你听说过‘个性相反的人容易相互吸引’那句老话吧？”芒格问。

“嗯，性格相反的人其实并不相互吸引。”



“我跟其他任何华尔街的人谈话的次数，可能还没有我跟查理谈过的1%那么多。”

再说，如果你把伟大公司的股票卖掉，你到哪里找能与之相提并论

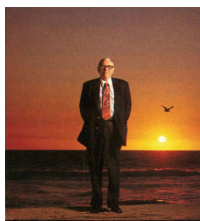
的投资项目呢？正如诗人奥马尔·迦亚谟所说的“：酿酒商买的东西常常让我感到奇怪，那还没有他卖的东西一半珍贵呀。”

巴菲特和芒格都十分重视复利那种令人敬畏的神秘力量。查理·芒格喜欢引用他的偶像本杰明·富兰克林关于复利的话。富兰克林写道：“.....这块石头（复利）能把你所有的铅块都变成金块.....别忘了金钱拥有强大的繁殖能力，钱能生钱子，而钱子能生更多的钱孙。”

芒格很少有不随身携带复利终值系数表的时候。为了说明复利的魔力，他举了个例子：投资1美元，每年税后回报率是13.4%，经过30年之后，这1美元将会变成43.5美元。在芒格看来，依靠复利比依靠市场时机好多了。

很少人意识到巴菲特和芒格通过使用杠杆，从复利原则得到了更多的助力。就以一美元连续30年复合增长13.4%为例。假如你在最初以8%的利率借了50美分，并把这50美分也用于投资。那么净效益将会把你的回报率从13.4%抬高到18.8%。重复每年的过程，经过30年，你的1美元将会变成176美元。

“理解复合回报的力量和获取它的困难是理解许多事情的核心和灵魂，”芒格用其惯用的华丽词汇说。（要了解伯克希尔·哈撒韦如何利用别人的钱来来撬动其资本，请参见第517页的柱形图。）



“理解复合回报的力量和获取它的困难是理解许多事情的核心和灵魂。”

芒格在1972年说服巴菲特用2500万美元现金收购喜诗糖果百分之百的股权。这并不是本杰明·格拉汉姆式的股票。但结果证明它是一台复利机器。去年喜诗糖果的税前利润是5000万美元，而该公司的资产高达5亿美元。也就是说，过去24年来，该公司每年的复合增长率达到13.3%。再加上这段时期所赚的税前利润——这些钱都被用于再投资——你得到的税前年均回报率超过23%。

这24年里的任何时间，伯克希尔·哈撒韦都可以通过公开发行的股票的方式将喜诗糖果的全部或者部分资产变现。为何不这么做呢？芒格回答说：“在美国，能够产生23%的税前利润的并购很少。”还是让钱在一个相对稳妥的公司里增长比较好。

在罗杰·罗温斯坦那本充满睿见的、极具可读性的传记《巴菲特：一个美国资本家的形成》中，芒格本人所占的篇幅相对来说较少。然而巴菲特将会第一个承认，如果没有查理·芒格，他很可能不会成为全世界屈指可数的大富豪。

罗温斯坦并没有忽略芒格的角色，但可能是因为它没有巴菲特的角色那么富于戏剧色彩，所以罗温斯坦并没有多加着墨。每年在伯克希尔·哈撒韦年会召开当天，沃伦和芒格会坐在奥马哈一个礼堂的主席台上。他们经常在纽约和加州见面，最近刚刚去西雅图找巴菲特的密友、微软的比尔·盖茨过周末。但每年绝大多数时间他们只通过电话进行联系。

在这些电话交谈中，巴菲特是股票挑选者，芒格是质疑者，是怀疑论者，巴菲特通过他来测试自己的想法。一个简单的道理是，如果你没有考虑所有的负面因素，你就无法判断一个想法是否行得通。芒格也不是整天板着脸的人。他们在电话里经常讲笑话。虽然表面上有很多差异，这两个人的想法是相同的。“每个从事复杂工作的人都需要同事，”芒格解释说，“和别人共事的要求是你必须把自己的想法清楚地说出来，光是这个规矩就能让你受益匪浅。”

“你听说过‘个性相反的人容易相互吸引’那句老话吧？”芒格问。“嗯，性格相反的人其实并不相互吸引。心理实验证明，只有相似的人才会相互吸引。我们的头脑的工作方式也差不多。”

他们两人的头脑在什么地方、以什么方式共同工作呢？“就在电话里啊。”芒格回答说。没问题，这是一家好公司。但它的股价足够低吗？它的管理层是由芒格和巴菲特满意的人组成的吗？如果股价低到可以购买的水平，那么它这么便宜正常吗？用芒格的话来说就是：“这背后有什么蹊跷？是否存在我现在没看见的隐患？”

目前这两位正在考虑如何处理伯克希尔·哈撒韦持有的2000万股美国广播公司的股票，这些股票价值25亿美元，占到该公司总股本的13%。等到今年春天，当股东表决同意美国广播公司被迪士尼收购的时候，芒

格和巴菲特将不得不确定伯克希尔是否想要成为全国最大的娱乐企业中两个最大的股东之一。

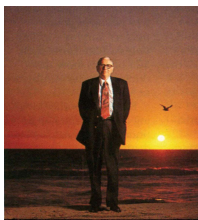
伯克希尔·哈撒韦应该全部要迪士尼的股票吗？或者选择一半股票一半现金？也许等到道指5000点的时候，它会套现所有迪士尼的股票。

如果巴菲特和芒格选择大部分现金，请别感到意外。“我们很敬佩迪士尼所取得的成就。但是它的股价非常高，而且当前股市已经接近历史最高水平，”芒格告诉《福布斯》杂志。迪士尼目前的市盈率是22，而市净率则是5。它确实是好企业，但是有这么好吗？芒格和巴菲特经常在电话里长时间地讨论这个问题。

当两个人意见相持不下的时候，芒格说，巴菲特会取胜。如果双方各执己见，他愿意让决定权交给巴菲特。“像我这种人主见很强，哪怕是在巴菲特面前，也不会表现得很顺从，尽管他比我更能干，也比我更专注。”

最后这句话在很大程度上解释了他们两个人之间的关系。芒格十分顽固。然而他愿意屈居巴菲特之后。驯服强大的主见和倔强的性格需要高度的自律和客观态度。在这里，客观态度是很重要的。它意味着做决定的时候能够不受情感、希望、恐惧、焦躁、自欺等所有纯粹主观因素的影响。很少人能做到这一点，但芒格可以。有时候让步给巴菲特需要——用芒格的话来说——“客观地看待你到底算老几”。

客观也意味着“冷静”。当持有的股票不断上涨时，我们大多数普通人会感到眩晕。这时候会出现恐高症。我们害怕失去我们的账面利润。所以我们抛售，然而有时候会后悔莫及。另外一种极端情况是，我们喜欢某项投资，但却不敢去做，因为大家都说我们是错误的。芒格和巴菲特就努力摆脱情感的影响。同样地，当事情开始变得糟糕的时候，我们大多数人会不停地希望它们快点好起来。巴菲特和芒格并不抱希望，他们试图冷静地分析各种可能性。他们最近共同作出的决定就展现了这种冷静的客观态度：向陷入麻烦的所罗门公司赎回价值1亿4000万美元的优先股，而不是把它们换成普通股。从感情上来讲，巴菲特和芒格跟所罗门公司有千丝万缕的关系。从客观的角度出发，他们可以把资金投到更好的地方。他们不得不放弃所罗门。



“查理是世界上最优秀的快速思考者。他能够一下子从A想到Z。甚至在你话没说完之前，他已经看到一切的本质。”

芒格支持巴菲特在所罗门作出一个非常冷静的决定：前董事会主席约翰·古特福伦德声称所罗门公司欠他一大笔薪酬，但巴菲特拒绝了他的请求，一分钱都没给他。而时代华纳公司最近被辞退的高层管理人员都得到了优厚的补偿。在芒格看来，古特福伦德导致公司崩溃，根本就没有资格得到巨额的分手费。

古特福伦德非常讨厌芒格。绝大多数高层管理人员会为了息事宁人而用钱堵住古特福伦德的嘴。但在芒格看来，那不是客观的决定。

芒格和巴菲特产生意见分歧的时候毕竟很少，他们更多的是拥有相同的看法。1989年，他们仅用三个小时就决定让伯克希尔·哈撒韦逐步持有联邦家庭贷款抵押集团4%的股份。伯克希尔当年为得到这些股份付出了7200万美元，现在它们价值超过5亿美元。

那是一件不用动脑筋的事情，芒格说。“只有储蓄公司和贷款公司才能成为它的股东。没人能够持有超过4%的股份。这是一个完全无效的市场。你把钱投进去肯定能赚几亿美元的。这太明显了。”

对巴菲特和芒格来说也许确实如此，但对其他人来说则未必。

巴菲特的财富比芒格多出很多。先进入伯克希尔·哈撒韦的巴菲特和他的妻子拥有该公司43.8%的股份，价值170亿美元。芒格那1.6%的股份目前价值为6亿1000万美元。巴菲特说他不记得什么时候抛售过伯克希尔·哈撒韦的股票，而芒格则曾经送出几百股作为慈善捐款。他捐给洛杉矶的撒玛利亚医院大笔善款。对计划生育协会和斯坦福大学他都曾慷慨解囊，他还是洛杉矶私立哈佛——西湖中学一座新的科学中心的主要捐款人。

这不是一个相对贪婪的问题：巴菲特并没有过着一种特别奢华的生活，他打算把几乎所有财产都留给他的妻子苏珊，而苏珊则承诺到时会

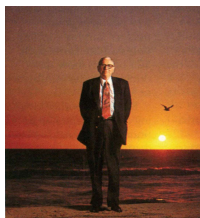
把这笔财产留给世界上得到最多捐款的基金会。就这方面而言，这两个人似乎出现了时间差：芒格想要得到亲眼看着他的钱做善事的满足感；巴菲特则认为自己的责任是累积更多的钱财，留给他的后人去做善事。

巴菲特显然明白，他发挥复利魔法的时间越长，他的后人就会有更多的钱可以用来做善事。虽然许多人批评巴菲特不够慷慨，芒格却坚定地为他的朋友辩护：“对巴菲特来说，把钱累积起来比把钱给出去更有用。”提出强制性捐赠计划的也是芒格，而不是巴菲特：这个计划规定伯克希尔·哈撒韦的股东每年按每股13美元的标准把钱捐出去做他们想做的善事。

巴菲特和芒格还有一件事不能取得一致意见，那就是政治。和第二任妻子南希养育了八名子女的芒格是一名注册过的共和党人。巴菲特则是民主党人，他和克林顿夫妇都有交往。“我较为保守，但我不是那种极端保守的人。”芒格说。

虽然对民权没有巴菲特那么热衷，但芒格确实同意巴菲特在人口控制和堕胎权利方面的主张。在20世纪60年代，芒格资助一些加州妇女的旅费，帮助她们前往墨西哥堕胎。后来，在他的极力推动之下，加州高等法院终于在全美率先决定根据宪法推翻一部禁止堕胎的法律。巴菲特回忆说：“查理接下了案子。他请求各大领先的医学院和法学院的院长联署专家意见陈情表。查理没日没夜地做这件事情，甚至撰写了那份陈情表的部分内容。”

这肯定跟奥马哈的风土人情有关。虽然这两个人迟至20世纪50年代末期才相识，但芒格小时候住的房子离巴菲特现在住的房子只有200码。芒格年轻时曾在巴菲特爷爷的杂货店里干过活。芒格曾先后就读于密歇根大学和加州理工学院，但是没有获得学位；二战期间，他在空军部队担任气象官。没拿到本科学位的他后来被哈佛大学法学院录取，并在1948年毕业。



“我曾经蹩脚地试图模仿本杰明·富兰克林的生活。富兰克林在42岁那年放弃经商，专注于

成为作家、政治家、慈善家、投资者和科学家。所以我也将我的兴趣从生意场上移开。”

他进入哈佛大学那年才22岁，但就算按照那所骄傲的学府的标准，芒格还是被当成一个聪明然而桀骜不驯的家伙。有一天，没做好准备就去上课的他泰然自若地对教授说：“你给我事实，我就会给你法律。”

和巴菲特不同，芒格从来没有把所有时间奉献给投资。毕业后，他离开了家乡，前往洛杉矶寻找更光明的前途。在洛杉矶，他加入了穆西克、毕勒&加雷特律师事务所；当地许多富裕的实业家，包括保罗·盖蒂在内，是该事务所的客户。

后来芒格开创了自己的律师事务所：芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所。这家事务所现在仍把他的名字放在最前面。该所是加州最优秀的律师事务所之一，南加州爱迪生公司、加州联合石油公司和伯克希尔·哈撒韦都是该所的客户。1965年，他从该所退出，不再担任该所的合伙人，但该所保留了他的办公室，他也仍然教给该所的合伙人一些重要的道理，比如说要选择能够做朋友的客户、不要唯利是图等等。

芒格的投资生涯最初和巴菲特无关。从1962年到1975年，他管理着惠勒芒格公司。这是一家投资顾问公司，坐落在太平洋海岸股票交易所大楼一间寒酸的办公室里。在那些年，芒格的投资业绩跟巴菲特没法比，但是也相当可观，每年扣除管理成本之后，提取投资费用之前的复合回报率达到了19.8%。

芒格原本并不是伯克希尔·哈撒韦的大股东，直到20世纪70年代末期，他的两家控股公司——多元零售公司和蓝筹印花公司——并入伯克希尔·哈撒韦之后，这种情况才被改变。自那之后，巴菲特和芒格彼此之间有了更深的了解——巴菲特进入了 he 最有收获的时期。

这两个人过着非常不同的生活。晚年的巴菲特开始喜欢出席公众场合，然而并没有忽略他的投资。芒格则一如既往地参加各种各样的活动。“我曾经蹩脚地试图模仿本杰明·富兰克林的生活。富兰克林在42岁那年放弃经商，专注于成为作家、政治家、慈善家、投资者和科学家。所以我也将我的兴趣从生意场上移开。”

不寻常的是，不管是芒格，还是巴菲特，他们对华尔街的评价都不高，尽管华尔街让他们发财。“整个投资管理业并没有给所有股票组合的

所有者们增加任何价值，”芒格说，“管道维修业的情况不是这样的，医疗行业的情况也不是这样的。沃伦百分之百赞同我的观点。我们看到聪明人准备进入投资管理业就会摇头。那是对天赋的浪费。”

芒格喜欢把股市和马会相比。大家都知道赌马很难赢钱，因为马会收取所有赌注的17%作为管理费用。算上交易费、管理费、承保利润，整个金融界向投资人收取的费用虽然没有马会的17%那么高，但是也已经不少了。

“在支付大笔成本和费用之后，想要跑赢大盘是很难的；然而有少数人能够做到，特别是那些把股市看成疯子玩的游戏并偶尔有一些定错价格的良机的人。”芒格说。

他补充说：“我个人认为，如果美国的证券交易下跌80%，那么整个文明社会的运转会更好。如果我是上帝，我将会改变税收制度，把现在的税收标准降低80%——实际上，远远不止80%。”芒格曾经提议对那些买入卖出之间相隔不到一年的证券交易所产生的利润征收百分之百的税。

巴菲特和芒格本身是杰出的投资者，可是他们又贬低投资行业，这两者之间矛盾吗？你可以从芒格的回答中看出来，他对这个问题进行过深思熟虑。

“约翰·梅纳德·凯恩斯认为投资管理是一个下等行业，我赞同他的看法，”芒格说，“大多数投资管理人员只会在流通股市场上进行争夺。那只是一个零和游戏。你将会发现我的子女没有一个是干投资管理的。沃伦和我有点不同，因为我们确实管理许多企业，并将资本配置给它们。”

“凯恩斯通过为他的大学赚钱和为国家服务来赎回他的‘罪’。我的赎罪方式是参加许多和投资无关的社会活动，沃伦的赎罪方式则是用他的投资成功来充当一名伟大的导师。我们热爱为那些早就信任我们、当我们年轻而贫穷时就信任我们的人赚钱。”

在《福布斯》杂志看来，芒格所表达的社会良知是其投资成功中不可或缺的一部分，巴菲特的情况也是这样。这两位复杂的、迟暮的天才就是这样小心翼翼地照顾他们共同用非凡的人格创造出来的复利机器。其他人也许会试图复制伯克希尔·哈撒韦，但他们永远无法复制这两位非凡的人物。



乐观主义在会计中没有容身之地

文/查理·芒格

《华盛顿邮报》星期四，2002年4月4日，A17版

安然的大溃败有两个原因：（1）变态的、将失败描绘为进步的“金融工程”；（2）在实践中被用于制造幻象和假账的公认会计准则。

公众已经注意到那些为非作歹者的错误，并呼吁对他们施以更严厉的刑事处罚。但公认会计准则的错误更为重要，因为改变这些会计准则，以及它们被采用的方式，能够有效地防止未来再出现安然这样的大灾难。

白痴和骗子，比如说安然那些，将会永远伴随我们左右，而且他们要是看到有大钱可赚，比如说通过在年报中披露更高的利润，就会特别活跃。

因此，会计准则必须让白痴和骗子很难伪造利润和净资产。每个零售商都知道，只有设置一个使“小偷”难以侥幸逃脱的防盗系统，他的商店因失窃而造成的“损耗率”才会下降。同样地，合理的会计准则必须使那些将失败伪造为成功的公司难以侥幸逃脱。

而一个让滥用数字轻易得逞的规则制定系统就像一个没有收款机的零售系统。在这两种系统中，不管刑罚有多么重，麻烦事肯定会发生，因为这两个系统都没有像工程学那样设定安全边际，用来防止不可避免的人性弱点所造成的损失。例如，面对外科手术中许多本可避免的死亡，工程学作出的反应是，创造一些阻止操作者将氧气输送量降到零的麻醉机器。聪明的会计准则必须表现出同样的精明，防止出现令人讨厌的账目。

从会计准则中得到最大安全的办法是，强制人们在做账的时候采用悲观谨慎的态度。长远来看，悲观谨慎的会计将会给公众带来巨大的利益，而几乎不会对公众造成任何危险；而乐观主义的会计是对公众的一种威胁。

很少有案例能够比安然更好地证明这个道理。安然对其衍生品交易采用乐观的会计，对太多可疑的、尚未收回的收入进行“提前处理”，在账本上把它们记为利润。在这个骗局刚开始的时候，公认会计准则允许“按市价入账”的价值评估，这种价值评估所依据的市场价格信息是不完善的，而且没有足够地考虑双边贸易的风险。后来，多达数百页的会计准则文件被用于为那种以“按模型价格入账”为基础来确定盈利的做法辩护，可是那些“模型”价格恰恰是由受审计的交易员计算的，而年报中披露的利润越高，这些交易员得到的奖金就越多。

公认会计准则的系统是有缺陷的，这是因那些会计师事务所的欲望和它们的客户的希望使然。除此之外，因为这个系统的很大一部分已经彻底烂掉，所以遇到麻烦的将不仅仅是那些从事衍生品交易或者聘请安达信会计师事务所的公司。巨大的既得利益集团热爱误导的会计。而证券交易委员会，即使它的领导是阿瑟·列维特这样的改革者，也无法带来许多革新措施，因为它受制于那些服务于既得利益集团的政客。

这样陈述这个问题等于提出了解决方法：把对会计的控制权交给那些不受会计师事务所、企业和政客影响的机构。

因此，我们的会计管理模型应该是这样的：首先，设立某种类似于联邦储蓄系统、但比它更为独立的管理机构；其次，证券交易委员会必须被要求强制落实新规则制订者设立的标准。

这些规则制订者应该是一些专家，他们至少应该像保罗·沃克尔在驯服通货膨胀时表现出来的那种坚决和正直。他们也应该比这位美联储主席更加坚定。那些从蠢事中获益的人往往会对蠢事大加称赞，而消除蠢事会让某些人感到痛苦。

有些人认为，要纠正会计，我们只需要某个新的委员会或者增加证券交易委员会的权力。但这种观点已经被反复证明是错误的，因为那种做法无异于用小孩玩的射豆枪去影响大象。我们需要一种更强大的补救方法。

（作者是伯克希尔·哈撒韦的董事会副主席。）

贝西克兰兴衰记

关于一个国家如何陷入经济崩溃的寓言

文/查理·芒格

《石板》，2010年2月11日

18世纪初，欧洲人在太平洋上发现了一个面积颇大、但荒无人烟的孤岛。岛上气候温和，资源丰富，惟一的不足是缺少煤、油、天然气。因岛上拥有这些基本条件，却还没有人类文明，欧洲人便将其命名为“贝西克兰”（“贝西克兰”英文原意为基础、基本或原始——译者注）。

很快，欧洲人开始入住贝西克兰，并创建了一个新的国家。他们设立了一套与早期美国相似的政府体系，并鼓励贸易，没有国内关税或其他贸易障碍。同时，政府高度尊重与捍卫私有财产权。银行系统的制度简单，根据这个国家的民族精神而制定，亦即努力向信用良好的企业提供健全的通货、高效的贸易以及充裕的贷款，而强烈反对向不具竞争力的企业或对日常消费提供贷款。

另外，国中几乎不存在负债购买或持有股票或进行其他投资的情况——包括房地产和有形个人财产。惟一的一种例外情况是，到处都有为勤奋努力又量入而出的民众们购买合理住房及其他房地产、汽车和家电所提供的有担保、高首付、本息定额偿还的固定利率贷款。在贝西克兰的证券及商品市场上，投机行为总是被严厉禁止，因此规模很小。除了一种在严格限制财务杠杆作用的法律下产生的通过可靠的交易所而签订的“普通”商品交易合同外，没有任何证券期权或衍生品的交易行为。



在国家创立的前150年里，贝西克兰政府仅需使用国内生产总值中不到7%的部分来为国民提供必要的服务，如消防、供水、污水和垃圾处理、教育、国防、法庭，以及移民控制等。而强大的以家庭为中心、强调对亲属负责的伦理文化以及颇具规模的私人慈善行为，则是岛上社会安全网的惟一保障。

此外，税制也是非常简单的。早年，贝西克兰的政府收入几乎全部来自进口税，税收已能完全满足政府支出。政府的未偿还债务中基本没有以政府债券形式出现的债务。

正如亚当·斯密曾经预言的那样，贝西克兰的人均GDP持续增长。的确，在近代数十年以来，它事实上一直保持着3%的年增长率，最后终于领先于全世界。然而，也正在这个时候，销售税、收入税、财产税，以及工资税等税务办法也陆续出现在贝西克兰上。最后，与政府总支出相匹配的税务总额占到了GDP的35%。逐渐增长的税务收入被用于更多的公共教育以及公共社会安全网——比如医疗保健和退休金上。

这种基于税收的政府支出之正常增长被看作一种促进国民平等收入的道德原则。它由一套不可被小人投机作弊的系统所束缚，并牢牢控制在全国人均GDP的增长率以下。同时，贝西克兰也通过政策的拟定来保持进出口平衡——每项各约占GDP的25%——以努力避免出现危机。起先还有些国民心存不安，因为60%的进口品都是煤和石油等必需品，但是随着国家年复一年的正常发展，这种疑虑也就被渐渐打消了。

贝西克兰政府信誉卓著，从不允许明显的赤字，加上基于人均GDP每年3%的稳定增长，以及限制作出未备资金承诺的规定，用如今庞大的“账外”资金承诺提供未来医疗保健和退休福利的规划应该不成问题。贝西克兰似乎总有一套方法来保证其国运昌隆，同时也引导别的国家追随其成功之道——真可谓造福全人类。

然而，即便一个如贝西克兰般谨慎、可靠、慷慨的国家，如果它没有处理好可能由极普通的小事故所引起的危险，那么它也免不了陷入破产的深渊。

这种危险在2012年时显得尤其重大。那一年，贝西克兰的繁荣导致了一个奇特的后果：随着国民的休闲富余时间渐多，他们开始沉湎于赌场赌博，以消磨时光。而大部分赌博的收入，则来源于特定系统下对证

券价格下的赌注，这一系统是1920年美国曾使用过的，名为“投机商号系统”。

赌博业的赢资所产生的收入总量最终占到了贝西克兰GDP的25%，而岛上全部雇员收入的22%都支付给了赌博业的雇员——这些人多数是别的行业所需要的工程师。贝西克兰公民在赌博上消耗着大量时间，平均达到每人每天5小时，而这一统计的人口基数中还包括了新生儿和年迈的老人。许多赌徒都是高智商的工程技术人员，他们一方面是被赌博本身的乐趣所吸引，但更重要的，是被投机商号系统中所能获得的赌资所吸引，这种赌资现在被称为“金融衍生品”。

许多人，尤其是用积蓄来投资的海外投资者，都认为这一现象非常可耻。毕竟，他们强调，对于领导者来说，要避免沉迷于赌博这是一大常识。因而，几乎所有海外的投资者都尽量不持有贝西克兰的货币或债券。他们害怕一旦赌博上瘾的贝西克兰国民面临困境，这将给他们带来巨大的麻烦。

果然，一次双重打击不期而至。首先，石油和煤等碳氢燃料的价格攀至新高。随后，在贝西克兰的出口市场上，来自发展中国家的低价竞争与日俱增。于是，很明显，同样的出口品总量，其总额原先占到贝西克兰GDP的25%，如今却只有10%。然而，碳氢燃料的进口额却增加到GDP的30%，而从前一直只有15%。几乎是一夜之间，贝西克兰不得不每年拨出GDP的30%，以外汇形式支付给债权人。

贝西克兰要如何应对这全新的残酷现实呢？岛上的政客们对此头痛不已。他们就此咨询了一位被公认仁厚而智慧的长者，本富兰克林·李光耀·沃克尔，人称“长老”。这种咨询在平日中很少见，政客们通常不把长老放在眼里，因为他从不给竞选活动出资捐款。

长老所给出的建议如下：

第一，贝西克兰需修订法律，一方面通过全面禁止金融衍生品交易而阻止赌博业的蔓延，另一方面鼓励原赌博业雇员——那些靠赌场谋生的人们——从事生产或销售外国人愿意购买的产品。

第二，鉴于此项改变必定会引起极大的不适，他建议贝西克兰的国民要抱有乐天知命的心态面对这一改变。毕竟，他说道，一个被诊断为肺癌的人一定要愿意戒烟和接受手术治疗，因为只有这样才能延长其

寿命。

长老的观点引来一些赞同声，这种赞同大部分来自那些尊崇罗马人在布匿战争中所遵循的财政道德的人。但其他人，包括贝西克兰许多著名的经济学家，则强烈反对。这些经济学家有一个强烈的理念，他们认为在一个自由市场中产生的任何结果——哪怕是赌博业的大肆扩张——都是积极的。事实上，这些经济学家如此忠于他们的这个基本理念，以至于他们期盼着贝西克兰的真实证券交易规模相对于已发行证券规模之比例有一天能扩增一百倍，从而达到美国2008年经济大萧条冲击之前所呈现出的投机水平。

这些贝西克兰的经济学家们对在证券和金融衍生品上过度投机之好处的迷信源于他们对于熟知过度投机之弊端的已逝经济学家，伟大的约翰·梅纳德·凯恩斯的学说的绝对抗拒。凯恩斯的名言是：“如果一个国家的资本发展是产生于赌博业的副产品，那么它想必已病入膏肓了。”但这些经济学家们轻而易举地就能反驳这一论断，因为长久以来，人们已经把证券看作值得尊敬的财富来源，而金融衍生品似乎同证券如此相似。



贝西克兰的投资银行家与商业银行家们也对长老提出的改变心怀敌意。就像持反对票的经济学家们一样，银行家所希望的改变与长老之言恰恰相反。这些银行家过去一直为贝西克兰提供建设性的服务，但他们获得的却仅仅是中等水平的收入待遇，这是他们所不能容忍的，因为贝西克兰的赌博业通过投机商号系统所获得的巨额收益远远高于银行业的“中等收入”，虽然他们还不能像银行业那样能提供有建设性的服务。而更重要的是，海外投资银行家们在建立他们自己的投机商号系统后，也获得了极高的收益。他们将此事实掩盖于一堆细心编造的废话——比如声称已设置了合理的风险管理系统，并由最好的管理者监管。满怀野心的贝西克兰银行家们自然也渴望与海外银行家获得同样的“成功”。于是他们相信，长老对于银行家们通过创造更多投机商号所试图达成的人类进步的重要且永久的目标缺乏任何认识。

当然，对这项改变最有力的政治反对派还是来自那些赌场。这一点都不奇怪，因为在每一个选区都有至少一家赌场。赌博业对于自己被比作癌症非常之恼火，他们将自己视为一个历史悠久的行业，并自认为能在为顾客提供无害乐趣的同时提升他们的思维技巧。

因此，诸多反对的结果就是，政客们再一次无视了长老，贝西克兰的银行被允许开办投机商号，为真实证券的购买和持有者提供负债率极高的借贷资金。几起相应的经济混乱接踵而来，各方都试图将困难转嫁给他方而避免自己陷入困境。政府采取了许多效果相反的措施，而国家信誉跌至毫无信誉可言。如今，贝西克兰已在一种全新的管理系统下，使用全新的政府模式。而它也已经多了一个新的别名：悲愁岛。

“贪无厌”“高财技”“黑心肠”和“脑残”国的悲剧

查理·芒格戏说大萧条

文/查理·芒格

《石板》，2011年7月6日

“脑残”国有个人叫做“贪无厌”，他靠发行房贷为生。“贪无厌”的经营很保守。他所有的房贷利率都在百分之六以下，要求所有借款人支付高比例的首期，并提供文件证明其有足够的收入和无懈可击的信用记录。“贪无厌”把他所有的贷款卖给人寿保险公司，这些保险公司在完成交易之前，仔细地核对了风险——然后持有这些贷款，直到贷款期结束。

“贪无厌”越来越有钱，终于引起了“高财技”的注意，后者是个非常大胆和精明的投资银行家。很少有“高财技”这样的投资银行家，哪怕是在美国。

“高财技”还是大学生的时候，有一次他在访问一群建在某个沙漠中并附设有赌场的酒店时想到了一个洞见，这个洞见使他成为“脑残”国最富有的人。

“高财技”发现，虽然周边是无尽的沙子，但这些酒店每天都能收入巨额的现金，而且完全没有套压在库存、应收账款或生产设备上的资本。他立刻意识到，如果能够不用投入任何资本或是能够消除酒店房间、餐馆、停车场和各种娱乐设施等所有开支的话，这正是全世界最棒的商业模式。

“高财技”也想到如何做才能为他自己创造出一个具有其理想商业模式之全部特征的生意。他所做的无非是给投资银行业增添许多类似于赌场赌博的活动，让银行坐拥“主场之利”。“高财技”预见，只要给这些赌场式的活动冠以各种听上去令人尊敬的名字，其规模可以很容易发展到让普通赌场的全部赌博活动加在一起都相形见绌的程度。

在下定尽快创造和拥有这门理想生意的决心之后，“高财技”从大学退学，进入了投资银行业。不到12年，“高财技”就变成了“脑残”国最重要的投资银行家。“高财技”能够爬得这么快，是因为他成功地游说监管部门和立法机构放宽了管制。

其实等到“高财技”给“贪无厌”打电话时，“脑残”国诸投资银行已经能随心所欲地发明和交易任何赌注，它们将这些赌注美其名曰“衍生品”，其结果是自动让参赌的各方从心理上对他们所承受的全部金融风险感觉更好一些。而且，投资银行在投资或者交易衍生品时，它所采用的金融杠杆率是没有任何限制的。“高财技”还获得了采用“按模型定价”（Mark-to-Model）会计准则的许可，这使得每个银行在财报上都可以对它从衍生品获得的利润想报多少就报多少。结果呢，几乎所有的投资银行都宣称它们的利润不断增长，并且它们拥有的总资产竟超过其不断膨胀的账面净资产至少30倍。尽管交易清算的风险急剧增高，但到目前为止尚未出现不可收拾的局面。

“高财技”为自己取得的成就而高兴，但并不感到满足。现在他打算给“脑残”国的房贷业带来一场革命，如果获得成功，“高财技”将会成为国民英雄。

在第一份交给“贪无厌”的商业计划中，“高财技”并没有表现出太多的精明。他的提议是，“贪无厌”今后把所有的房贷用比人寿保险公司更高的价格卖给他。“高财技”说他打算把所有的贷款注入一些没有其他资产的信托公司。每家信托公司将会按照不同的贷款质量被分为五个“券次”。其中四个券次将会利用它们获得的还款份额来支付一些复杂的新债务工具，这些叫做担保债券凭证的债务工具载有固定的利息，也可以自由交易。第五个券次在所有贷款按期归还后可分得很少的剩余部分。这些担保债券凭证由“高财技”销售；在很高的销售提成的激励之下，“高财技”手下的销售员想方设法诱使许多人来买这些凭证，甚至连资金杠杆率很高的投机分子和北极圈附近的北欧居民也上当了。

“贪无厌”起初觉得“高财技”的计划完全不可行。那就像肉贩买下1000磅普通牛肉，把它切开，然后把其中950磅做成高级牛排进行销售，剩下的则当作狗粮卖掉。

但“贪无厌”的疑虑很快消失了，因为“高财技”给的价钱很高。按照“高财技”提供的条件，“贪无厌”可以获得双倍的收入。“高财技”支付

这样的价钱也很轻松，因为他自己得到的收入将会三倍于“贪无厌”。“贪无厌”接受“高财技”的计划之后，一切都不出“高财技”所料，因为总体来说，担保债券凭证的买家付出的价钱要比先前的人寿保险公司高得多。

“贪无厌”虽然得到翻倍的收入，但在了解“高财技”的兴旺发达之后，他很快就不满意了。看到“贪无厌”的胃口被吊起来，“高财技”这才把他的精明全部展现出来。

“高财技”接下来向“贪无厌”提出的是，在他的产品线上增加一个新类别，叫“次级，想付多少就付多少”的房屋贷款。所有次级贷款的利率是7.5%或以上，借款人除了可以说他们想用钱之外什么都不许说。借款人无需支付首期款，也不用提供任何信用记录。此外，头三年的还款条款很友善，借款人可以只还少量的钱，而所有尚未支付的利息将会被加到本金里。三年过后，借款人的还款压力会非常沉重，因为他需要在五年内偿还大大增加的本金，再加上所有的利息。

如果“高财技”在第一次给“贪无厌”打电话就提出这个计划的话，“贪无厌”肯定会觉得这简直荒唐透顶。但这时“贪无厌”已经因为听从“高财技”的建议而获得了双倍的收入。所以“贪无厌”的疑虑很快消失了，他接受了这种新的贷款产品——“高财技”预计它将会让“贪无厌”已经翻倍的收入再增长三倍。

“贪无厌”为什么会变成这种新贷款产品的“死忠”倒不难理解。但已经超级有钱、拥有崇高声望的“高财技”为什么认为他这个修改过的骗局能够安全地运转并给他带来好处呢？

嗯，答案我们是知道的。正如“高财技”在他那本骄傲的自传里面披露的，他的思维过程是这样的：

1. 起初三年不会有大麻烦。在很长一段时间内，依照会计准则，“脑残”国的会计在为新贷款做账的时候，不会为尚未偿还的本金和利息计提贷款损失准备金。而担保贷款凭证在传统市场上的估值会很高，因为涉及的贷款会被记以高得离谱的价值。尽管买房者根本没付首期，在任何时候都没有个人责任，而且在头三年只支付利息的很小一部分，但这没有关系。尽管稍加调查便能发现大多数借款人将来完全没有偿还能力，但这也没有关系。

2. “脑残”国的房价不会像从前那样一点点上涨。由于越来越多的人

发现，不管他们的信用记录有多差，他们都可以不用自己的钱而得到房子，所以房价上涨的速度会比以前快得多。

3. 所有购买这种新的担保贷款凭证的人将会拥有一种近乎完美的投资体验。不断上涨的房价会促使借款人如期归还所有的抵押贷款。担保贷款凭证的市场将会一再扩张，因为只要这个骗局能够以击鼓传花式的失控反馈模式持续下去，投资者就能以更快的速度赚更多的钱。

4. 诚然，头三年过去之后，那些不自量力的贷款买房者被取消赎回权之后，肯定会被迫卖掉他们的房子。这通常会让他们失去信用，以及他们的孩子、朋友和雇主对他们的尊重。但麻烦也就仅此而已，除了那些被迫卖掉房子的人，“高财技”和其他所有人都会觉得这是可以忍受的。

5. 促使房价上涨的击鼓传花模式在几十年内不会造成大的麻烦，日本的情况便是例证。在日本，房价上涨了好几十年，直到东京皇居区的地皮总价超过整个加利福尼亚州之后才崩盘。

6. 各种经济学原理将会为这个骗局推波助澜，并让其大受欢迎。“高财技”原来学过基本的经济学，他从加尔布雷思的理论了解到，大量未败露的捞灰金行为会强烈地刺激消费，因为不轨者变得更加有钱，而受害者的开支又一如往常，因为他尚未感觉到自己变穷了。“高财技”创造的这种商业模式，其实就等于长期不败露、变本加厉的捞灰金。在这种模式中，不轨者会消费更多，就像常规的捞灰金现象那样。但不仅如此，那些购买担保贷款凭证的受害者也会消费更多，因为他们以为他们变得越来越有钱，毕竟他们投资回报率远远高于正常的利率，账面的财富变得越来越多。

7. 要知道的是，这个骗局有点像连锁信骗局，而这些骗局的声誉往往是很臭的，既因为这些骗局是违法的，也因为这些骗局总是很快败露，很快就带来刑事上的麻烦。“高财技”的骗局则与此相反，“高财技”把它设计得既合法又体面，大家也都这么看，因为它作为公共商品，将会刺激宏观经济的发展。

8. 就算这个骗局在几十年后崩盘，就像日本的房地产泡沫那样，谁又能责怪“高财技”呢？花无百日红嘛。再说了，就像许多不负责任的国家和地区的情况那样，这个骗局的崩盘会被其他许多行业的崩溃所掩

盖。

在很长一段时间里，“高财技”这个改进过的骗局运转得非常好。自然，小的纰漏是难免的，但“高财技”将每个纰漏变成赚大钱的良机。例如，大量混蛋销售员受高额提成的吸引，蜂拥到“贪无厌”的公司去，争先恐后的替他销售那些容易买的“想付多少就付多少”的“次级”房屋贷款，这让“贪无厌”感到很不安。这时“高财技”出手买下了“贪无厌”的企业，然后让“黑心肠”顶替“贪无厌”出任总裁。“黑心肠”是个为了赚钱无所不用其极的人，他很快让次级贷款的规模翻了四番。他的成功促使“高财技”又买下了五家贷款公司，并用类似“黑心肠”的人取代它们原有的总裁，促使利润不断攀升。甚至连“高财技”也无法找到其他为非作歹的赚钱能力可以和这几个“黑心肠”相提并论的人。

“高财技”的骗局展开之后，要取得持续的成功，那必须要让“脑残”国的会计们继续把任何有理性的人都会觉得很离谱的大量重要还款承诺都视为可靠的。然而，完全没有必要担心会计们不按“高财技”的心意做账。“脑残”国的会计不被允许有理性。他们必须使用“规则导向”的会计标准。这些标准是由“脑残”国的会计标准制定委员会的主席“计错数”制定的。“计错数”规定，所有新贷款的损失准备金必须按照“贪无厌”遇到“高财技”之前的标准计提——而那时的记录几乎是零损失。只要“计错数”仍在掌权，没有人会将打击鼓传花式的失控反馈模式的理解用到会计工作中去，他们只会用“计错数”的规则。

当然，如果“黑心肠”或者“高财技”开始遭遇贷款损失，他们将不得不开始对新贷款计提贷款损失准备金。但在非常长一段时间内，没有人遇到实质性的贷款损失。

“计错数”的思维非常僵化，他从来不认为他的认知是反社会的。他总是追求会计过程的简洁，为此不惜牺牲“原则导向”的努力，而且总是认为这样会更有利他的国家。这种信念让他过上了好日子，现在他很为他制定的标准而骄傲，尽管“高财技”的骗局最终肯定会引发一场大灾难，而“计错数”的标准正在为这场灾难的到来做出重要的贡献。

不出“高财技”所料，“脑残”国的经济有了很大的发展。经济繁荣促使“脑残”国的监管者们对他们自己感到飘飘然，于是放任“高财技”和“黑心肠”的勾当越搞越大。

有个叫做“没脑筋”的著名监管者特别赞赏“高财技”和“黑心肠”。他早年受古典经济学的影响太深，所以非常热爱一切新的衍生品，甚至连那些由复杂的担保贷款凭证重组而成的二级担保贷款凭证他也热爱。他并不认为政府应该管制投资银行家，除非那些银行家的行为比“高财技”恶劣得多。

“高财技”促成的大繁荣只持续了三年。他低估了大繁荣的力度和人们理解这件大蠢事的能力。这些因素缩短了大繁荣的延续。此外，“脑残”国像日本那样，也没有拿出太多的办法。

经济泡沫破裂来临时的情况很独特。在“高财技”对房贷产生兴趣之前，几乎每家投资银行都被他的发明搞得弱不禁风了。现在经济形势急转直下，绝大多数大型的金融机构肯定要消失，这将会引起彻底的混乱和另一次“大萧条”，除非政府愿意通过印发钞票来进行大规模的干预。

幸运的是，在获得两个政党支持的领袖的主导之下，“脑残”国真的这么干预了。进行这场大规模干预之后，“脑残”国的失业率翻了一番，如果这次大繁荣和大衰退从来没有发生过，那么它的情况要好得多。而且它应付未来的麻烦的选择也大大减少了，因为大量超发纸币使得它的货币和信用遭遇了信任危机。

“脑残”国的衰退现在被称为“大萧条”。然而，即使如此，“脑残”国的精英也没吸取太多的教训。在那些为这个混乱局面作出重大贡献的政治领袖和袖手旁观的官员之间，只有一个人表达了懊悔。“没脑筋”承认他错得很离谱，这点还是应该给他肯定的。

会计业依然不明白它为这场大灾难作出了很大的贡献。它也没有发现“计错数”制定的标准有缺陷。人们依然觉得这些标准有很多优点，可以降低会计人员遭遇诉讼的风险，也不用惹那些付大价钱的客户不高兴。

经济学界的专业人士向来不肯承认相对保守的会计法在宏观和微观经济领域的重要性。甚至直到现在，许多经济学教授也没有发现“高财技”轻易发现的道理：尚未败露的捞灰金现象能够被放大，而且会造成重大的宏观经济后果，因为只要捞灰金的现象持续很长一段时间，受害者和不轨者都会认为他们变得富裕了。

“脑残”国的立法者有什么反应呢？嗯，他们大多数无法理解他们最

有权势的朋友遭遇的下场，也完全没有从加拿迪亚的情况吸取教训。加拿迪亚这个国家和“脑残”国的北边接壤，它没有“大萧条”，因为它那些简单的法律和政令约束之下，该国的房贷操作跟“贪无厌”拥抱“高财技”提出的现代金融方法之前的情况差不多。

那么监管者呢？嗯，“脑残”国身居高位的监管者和前任监管者有很多，但只有少数几个认为应该对投资银行业实施严厉的约束。其中有一个叫做“明眼人”，他是早已退休的前任财政部长。“明眼人”认为“高财技”对投资银行业的所有贡献都应该被废除和禁止，因为现在有两个道理大家看得很清楚：（1）在投资银行引入赌场式的活动并不是好事；（2）如果法律禁止投资银行利用过高的金融杠杆，规定它们只能从事少数传统的活动，那么它们就不太可能给公众带来巨大的伤害。

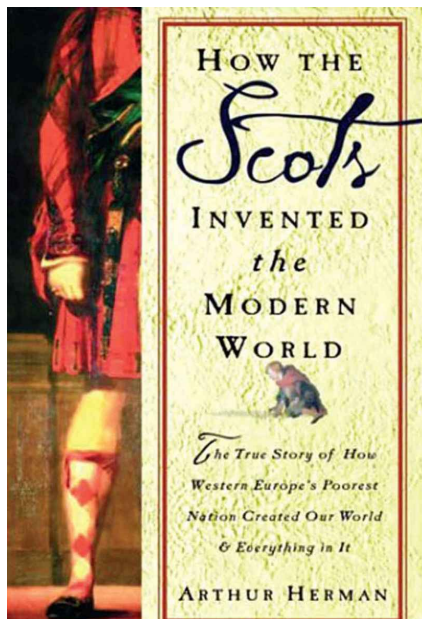
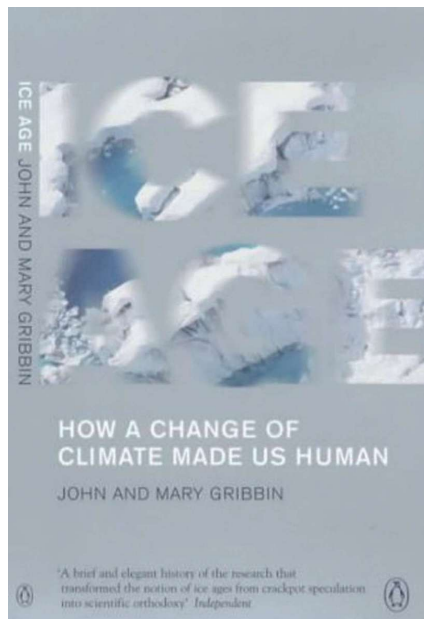
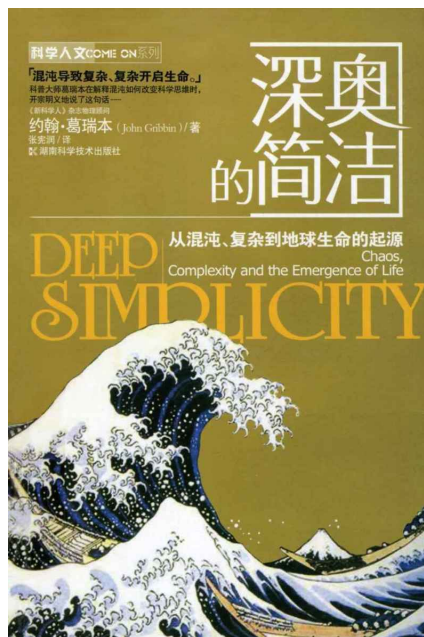
现在当权的监管者似乎并不把会计制度当作一种有效的补救措施。其实“脑残”国的会计监管体系要是更倾向于“原则导向”，由另外一群不墨守成规的人来设立一套没有那么多空子可钻的会计标准，那么“高财技”引起的灾难是不可能发生的。

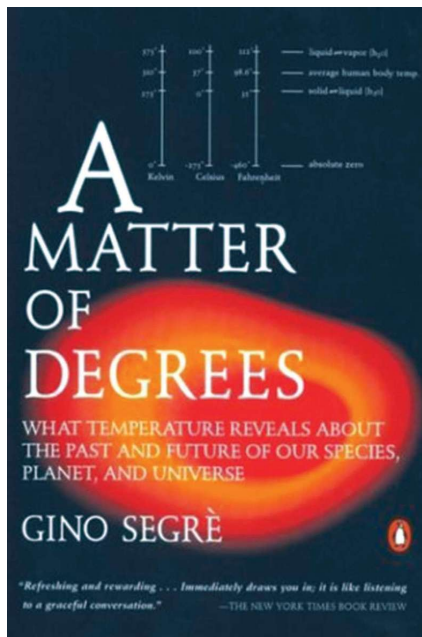
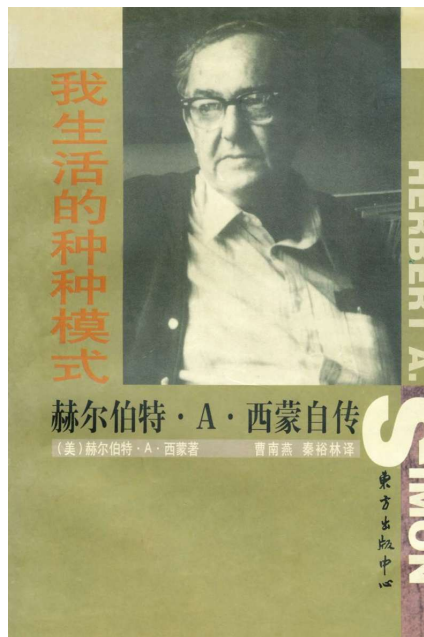
在大萧条之后，有个前监管者和终身教授显得特别明智，就是英格兰的约翰·梅纳德·凯恩斯，他早已在半个世纪前去世。凯恩斯曾经正确地预言道：“当一个国家的资本发展成为赌场式操作的副产品时，结果可能会很糟糕。”

后记：本文的宗旨并不是想用公正的方式来阐述谁该为美国的“大萧条”负责。本文大概地指出某些人物和行业——例如“高财技”和投资银行业——是这场混乱的罪魁祸首，其他的帮凶则略过不提。作者的用意是以这种极端的叙事方式来让读者记住各个人物和故事的发展，从而发现会计业、学院经济学和过度发展的金融业中存在的各种问题。



查理·芒格的推荐书目





“我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。沃伦读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。我的孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。”

■Deep Simplicity: Bring Order to Chaos and Complexity, John Gribbin, Random House, 2005.

[英]约翰·葛瑞本：《深奥的简洁：从混沌、复杂到地球生命的起源》，张宪润译，长沙：湖南科学技术出版社，2008年。

■F.I.A.S.C.O.: The Inside Story of a Wallstreet Trade, Frank Partnoy, Penguin Books, 1999.

[美]弗兰克·帕特诺伊：《诚信的背后：华尔街圈钱游戏的真相》（又名《泥鸽靶》），邵琰译，北京：当代中国出版社，2008年。

■Ice Age, John & Mary Gribbin, Barnes & Noble, 2002.

■How the Scots Invented the Modern World: The True Story of How Western Europe's Poorest Nation Created Our World & Everything in It, Arthur Herman, Three Rivers Press, 2002.

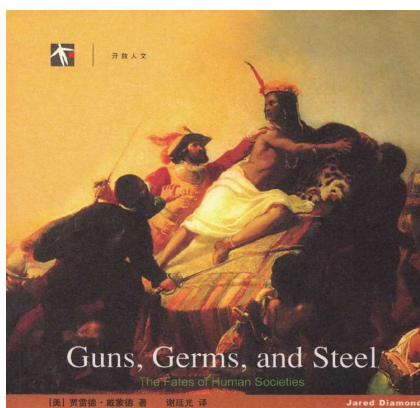
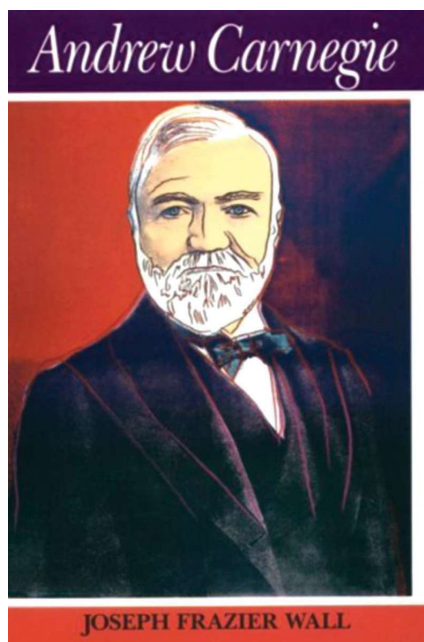
[美]亚瑟·赫曼：《苏格兰人如何发明现代世界：西欧最穷的国家如何改变世界的真实故事和详尽内幕》，韩文正译，台北：时报文化出版企业有限公司，2003年。

■Models of My Life, Herbert A. Simon, The MIT Press, 1996.

[美]赫尔伯特·A.西蒙：《我生活的种种模式：赫尔伯特·A.西蒙自传》，曹南燕、秦裕林译，上海：东方出版中心，1998年。

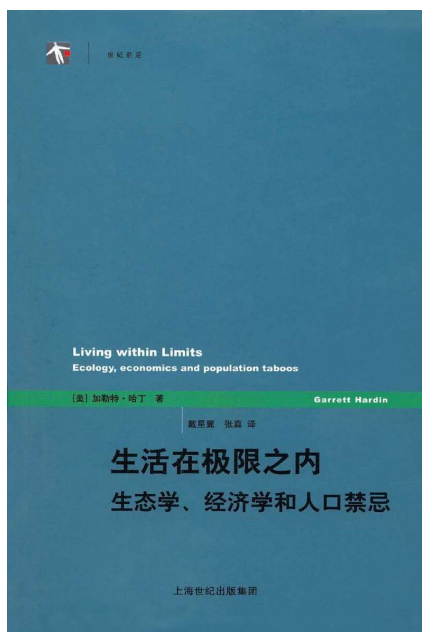
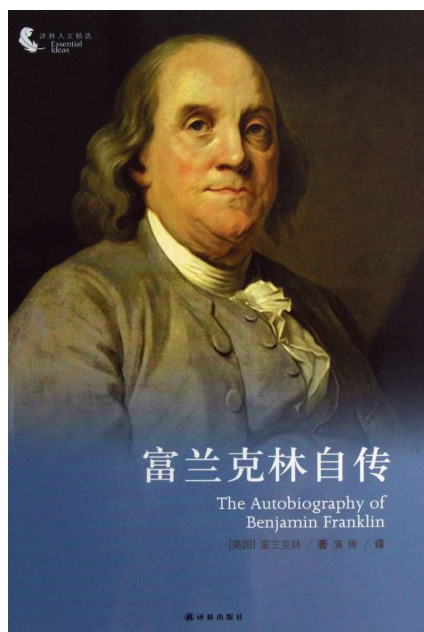
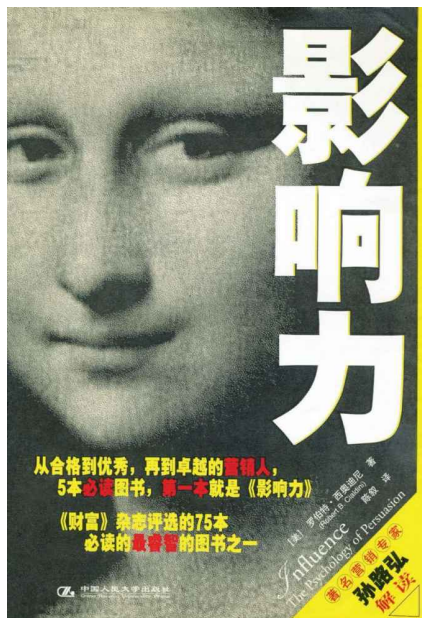
■A Matter of Degree: What Temperature Reveals about the Past and Future of Our Species, Planet, and Universe, Gino Segre, Viking Books, 2002.

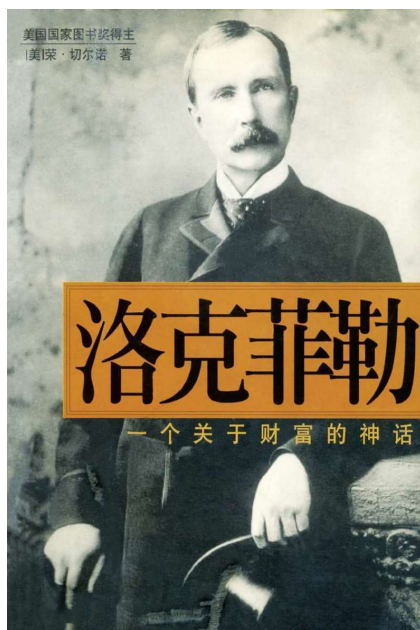
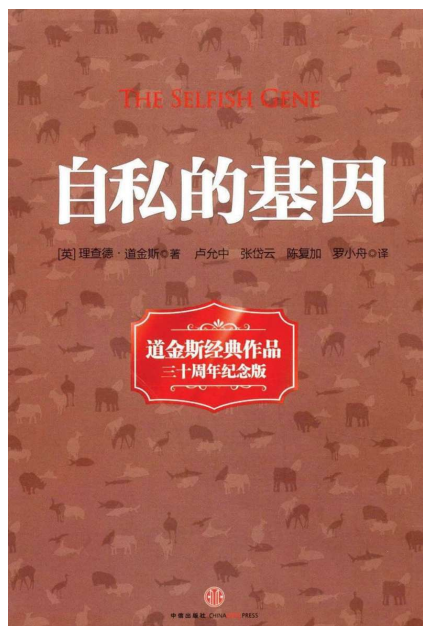
[美]吉诺·沙格瑞：《温度，决定一切》，田静如译，台北：天下文化，2005年。



枪炮、病菌与钢铁 人类社会的命运

上海世纪出版集团







THE WEALTH AND POVERTY OF NATIONS: WHY SOME ARE SO RICH AND SOME SO POOR

国富国穷

[美] 戴维·S·兰德斯 著
DAVID S. LANDES



新 华 出 版 社

■Andrew Carnegie, Joseph Frazier Wall, Oxford University Press, 1970.

■Guns, Germs, and Steel: The Fates of Human Societies, Jared M.

Diamond, W. W. Norton & Company, 1999.

[美]贾雷德·戴蒙德：《枪炮、病菌与钢铁：人类社会的命运》，谢延光译，上海：上海译文出版社，2006年。

■The Third Chimpanzee: The Evolution and Future of the Human Animal, Jared M. Diamond, Perennial, 1992.

[美]杰拉德·戴蒙德：《第三种猩猩：人类的身世与未来》，王道还译，海口：海南出版社&三环出版社，2004年。

■Influence: The Psychology of Persuasion, Robert B. Cialdini, Perennial, 1998.

[美]罗伯特·西奥迪尼：《影响力》，陈叙译，北京：中国人民大学出版社，2006年。

■The Autobiography of Benjamin Franklin, Benjamin Franklin, Yale Nota Bene, 2003.

[美]富兰克林：《富兰克林自传》，蒲隆译，南京：译林出版社，2009年。

■Living Within Limits: Ecology, Economics, and Population Taboos, Garrett Hardin, Oxford University Press, 1995.

[美]加勒特·哈丁：《生活在极限之内：生态学、经济学和人口禁忌》，张真等译，上海：上海译文出版社，2006年。

■The Selfish Gene, Richard Dawkins, Oxford University Press, 1990.

[英]里查德·道金斯：《自私的基因》，卢允中、张岱云、陈复加、罗小舟译，北京：中信出版社，2012年。

■Titan: The Life of John D. Rockefeller, Sr., Ron Chernow, Vintage, 2004.

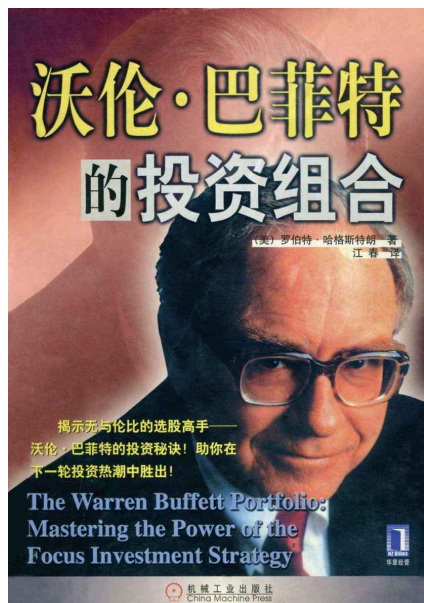
[美]荣·切尔诺：《洛克菲勒：一个关于财富的神话》，王恩冕等译，海口：海南出版社，2002年。

■The Wealth and Poverty of Nations: Why Some Are So Rich and Some Are so Poor, David S. Landes, W. W. Norton & Company, 1998.

[美]戴维·兰德斯：《国富国穷》，门洪华译，北京：新华出版社，2010年。

■The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy, Robert G. Hagstrom, Wiley, 2000.

[美]罗伯特·哈格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合：掌握集中投资战略的秘诀》，江春译，北京：机械工业出版社，2000年。



25年来全球最为经典的谈判书籍！
哈佛大学关于谈判的最权威指南！

[美] 罗杰·费希尔、威廉·尤里·布魯斯·巴特 著 王燕 罗斯 译
约翰·加尔布雷思 塞魯斯·万斯 安·兰德斯
三藩市总编辑 前美国商务 著名专栏作家

联合力荐！



只有偏执狂 才能生存

特种经理人培训手册

[美] 安德·格鲁夫 著
张方伟 译



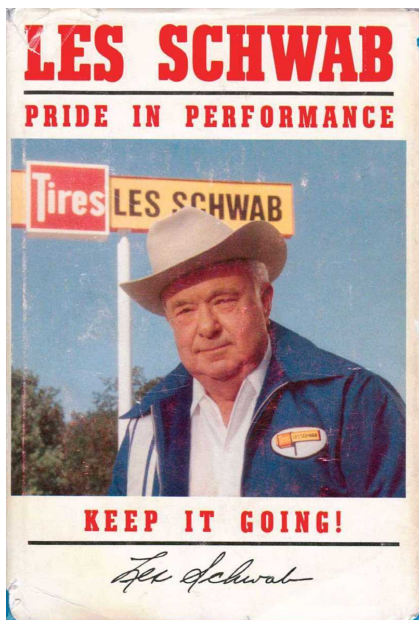
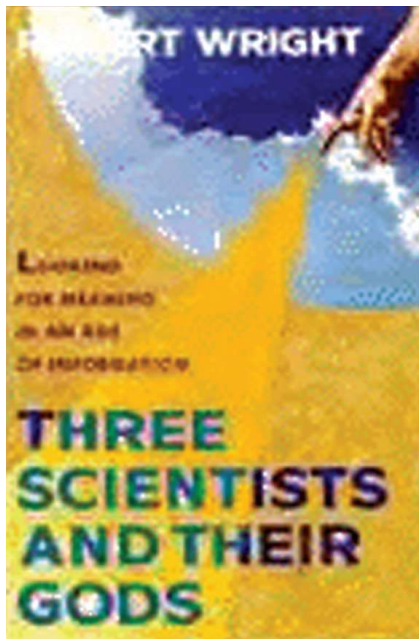
Only the Paranoid Survive

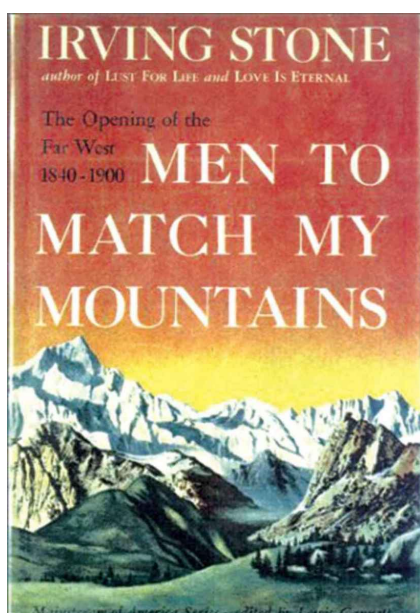
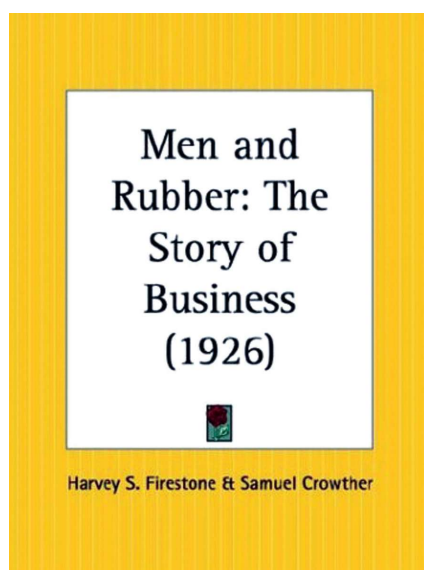
How to Exploit the Crisis Points That Challenge Every Company

(纪念版)



中国出版集团·CHINA CITIC PRESS





■Genome: The Autobiography of a Species in 23 Chapter, Matt Ridley, Harper Collins Publishers, 2000.

[美]马特·里德利：《基因组：人种自传23章》，刘菁译，长沙：湖南科学技术出版社，2014年。

■Getting to Yes: Negotiating Agreement without Giving In, Roger Fisher, William Ury, Bruce Patton, Penguin Books, 1991.

[美]罗杰·费希尔、威廉·尤里、布鲁斯·巴顿：《谈判力》，北京：中信出版社，2012年。

■Three Scientists and Their Gods: Looking for Meaning in an Age of Information, Robert Wright, Harper Collins Publishers, 1989.

■Only the Paranoid Survive, Andy Grove, Currency, 1996.

[美]安迪·格鲁夫：《只有偏执狂才能生存》，安然、张万伟译，北京：中信出版社，2013年。

编辑推荐的几本书.....

■Les Schwab: Pride in Performance, Les Schwab, Pacific Northwest Books, 1986.

[美]勒斯·施瓦伯：《勒斯·施瓦伯：因业绩而骄傲》，西北太平洋图书公司，1986年。

■Men and Rubber: The Story of Business, Harvey S.

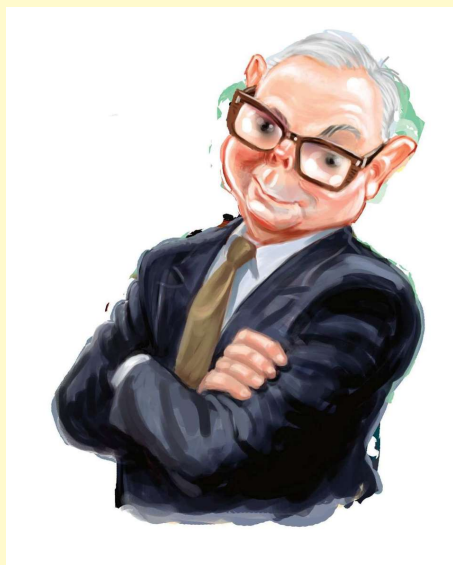
Firestone, Kessinger Publishing, 2003.

[美]哈维·费尔斯通：《凡人与大亨：经商的故事》，克辛格出版公司，2003年。

■Men to Match My Mountain: The Opening of the Far West, Irving Stone, BookSales, 2001.

[美]欧文·斯通：《筚路蓝缕的先行者：1840年至1900年的西部大开发》，图书销售公司，2001年。

“我没有什么要补充的”最后一篇



我们用最后一个问题来结束全书：

问：你在哈佛的演讲“人类误判心理学”中提到一个陌生的例子，你说有个拉丁美洲的改革者使用心理学，而不是经济的补救措施，修好了一个极其腐败的市场系统。你能告诉我们那个国家的名字，并提供更多细节吗？

哦，是的——我看到这个有趣的故事，不是在经济学著作中，而是在一篇心理学论文里面。我可以从我的文件中把这篇论文找给你，但那

样太费事了，所以我不想找。

（编者注：有时候我们仍处在黑暗中……）

查理·芒格年谱

1924

是年1月1日，查尔斯·托马斯·芒格出生在内布拉斯加州奥马哈市，其父为阿尔·芒格，其母为图蒂·芒格。

1941——1942

查理就读于密歇根大学，专业为数学。辍学。

1943

查理加入美国陆军空军兵团，服役期间为天文士官。

1946

查理和南希·哈金斯结婚。

1948

查理以优秀毕业生身份从哈佛大学法学院毕业。开始在洛杉矶的赖特&加雷特律师事务所工作，该所后来更名为穆西克、毕勒&加雷特律师事务所。

1949

查理考取加利福尼亚州律师执业执照。

1950

查理结识埃德·霍斯金斯，最终和他共同创业，开办了变形者工程公司。

1951

查理和南希·哈金斯离婚。

1955

查理的儿子泰迪死于白血病。

1956

查理和南希·巴里·博斯韦克结婚。

1959

沃伦·巴菲特和查理在奥马哈由他们共同的朋友埃德温·戴维医生的子女做东的晚宴上相识。

1960

查理拆毁了他家位于洛杉矶汉考克公园地区的两座房子。他把其中一块地卖掉，用得到的钱在另外一块地上盖了新房，全家搬进去住。

1961

查理和合伙人埃德·霍斯金斯卖掉变形者工程公司。奥蒂斯·布思和查理开始他们的第一个房地产开发项目。

1962

是年2月1日，查理和杰克·惠勒合伙，在洛杉矶设立了一家有限责任公司：惠勒芒格公司。芒格、托尔斯的律师事务所开业，该所共有七名律师，包括罗伊·托尔斯、罗德里克·希尔斯（他后来成为美国证券交易委员会的主席）和他的妻子卡尔拉·安德森·希尔斯（她后来也当了高官，成为美国的贸易代表）。沃伦开始买进伯克希尔·哈撒韦的股票，后来控制了这家处在困境中的、位于马萨诸塞州新贝德福德市的纺织品制造商。

1965

查理终止他的律师生涯，不再充当芒格、托尔斯&奥尔森律师事务所的执业成员。查理、沃伦和瑞克·格伦开始买进蓝筹印花公司的股票。沃伦买进了足够的伯克希尔股份，取得了这家公司的控股权。

1967

查理和沃伦到纽约收购联合棉花商店。沃伦早前以860万美元收购了国民保险公司和国民火灾水难保险公司。

1968

沃伦组织一批朋友和投资者（包括查理），前往加州科隆纳多市，拜会本杰明·格拉汉姆，并讨论当时衰疲无力的股市。沃伦开始清算伯克希尔的资产，将其重新打造成一家控股公司。

1969

查理和沃伦提供资金和法律援助，支持贝洛斯医生向加利福尼亚州高等法院上诉。贝洛斯医生此前因介绍病人去某个堕胎诊所而被判有罪。查理成为洛杉矶哈佛中学的校董，该中学后来和西湖中学合并。共有100名成员的巴菲特合伙公司在当年年底关闭。投资者有许多选择——把股份折换成现金，或者折换成伯克希尔的股份，或者所以沃伦的建议，投资红杉基金。在此之前，伯克希尔已经收购了伊利诺斯国民银行。

1972

沃伦和查理通过蓝筹印花公司以2500万美元的代价收购了喜诗糖果。瑞克·格伦和查理取得新美国基金的控股权。

1973

伯克希尔旗下的报纸《太阳报》在斯坦·李普塞的领导之下，以揭露儿童乐园（Boys Town）黑幕的深度报道获得普利策奖。

伯克希尔开始投资华盛顿邮报公司，并成为凯瑟琳·格拉汉姆家族之外最大的股东。

1974

查理成为哈佛——西湖学校校董会主席，并担任该职务到1979年。沃伦和查理收购了西科金融公司——帕萨迪纳一家储蓄和贷款联盟的母公司。

1975

查理辞去惠勒芒格公司的领导职务，该合伙公司在1976年被清算。在1962年到1975年，该公司的年均复合回报率是19.8%，而同期道指的年均复合增长只有5%。

1976

美国证券交易委员会完成了对蓝筹印花公司、西科金融公司和伯克希尔公司的关系的调查，蓝筹印花公司的纠纷得以解决。沃伦和查理既没有宣称无辜，也没有承认犯罪，向那些可能因为他们的商业行为而蒙受损失的西科股东赔付了11.5万美元，解决了这桩纠纷。查理成为蓝筹印花公司的主席。

1977

通过蓝筹印花公司，沃伦和查理以3200万美元的价格收购了《布法罗晚报》。截至当年年底，伯克希尔投资在蓝筹印花公司的资产增值了36.5%。伯克希尔向大都会传媒公司投资了1090万美元。

1978

查理成为伯克希尔的董事会副主席。伯克希尔持有的蓝筹印花公司股份增加到58%，从而能够将该公司的营收归集到伯克希尔的财务报表中。查理的视力开始出现问题。

1979

西科金融公司收购了精密钢铁公司。

1980

查理白内障手术失败，导致左眼失明，并引发了极其痛苦的并发症。他的右眼视力逐渐恶化，但通过手术解决了问题，后来佩戴厚厚的白内障眼镜。

1983

蓝筹印花公司成为伯克希尔的全资子公司。收购内布拉斯加家具城。

1984

查理成为西科金融公司的董事会主席和总裁。

1985

西科金融保险公司成立，总部设在奥马哈。伯克希尔永久关闭了旗下所有的纺织厂。收购赫兹伯格钻石商店。

1986

查理和瑞克·格伦关闭了获得巨额利润的新美国基金，并将资产分派给该基金的投资者。洛杉矶每日快讯集团发行股票，成为公开交易的上市公司，查理担任该公司的董事会主席。沃伦和查理以3.15亿美元的价格收购了世界图书百科全书公司、科尔比吸尘器公司和其他公司的母公司斯科特&菲特泽公司。收购菲克海默兄弟公司。

1987

伯克希尔投资7亿美元买进所罗门兄弟公司20%的股份。沃伦和查理当选为该公司董事。

1989

查理退出美国储蓄机构协会，以此抗议该协会不顾迫在眉睫的危机，拒绝支持合理的储蓄和贷款业改革。伯克希尔将13亿美元投给了三家公司：吉列、美国航空和冠军国际。查理负责向吉列注资的谈判。7月，伯克希尔购买了6亿美元的吉列优先股，这些股份后来换成了普通股，占到吉列总股本的11%。伯克希尔收购了奥马哈的博斯海姆珠宝公司。查理的姐姐玛丽死于帕金森综合征。

1991

所罗门兄弟公司一位债券交易员违反了联邦条例，导致该公司接近破产。沃伦、查理和芒格、托尔斯&奥尔森努力挽救该公司。沃伦接管了所罗门，担任该公司首席执行官九个月。收购H.H.布朗鞋业集团。

1992

互助储蓄和贷款联盟放弃其储蓄贷款营业资格。收购罗威尔鞋业公司和美国中部保险公司。

1993

查理第一次跻身《福布斯》杂志的美国400富豪榜。伯克希尔出售互助储蓄和贷款联盟。查理和沃伦临危受命，成为美国航空的董事。伯克希尔以价值4.2亿美元的股票收购了德克斯特鞋业公司。

1994

将大都会/美国广播公司出售给沃尔特·迪士尼公司，获利20亿美元。

1995

伯克希尔以23亿美元收购其尚未拥有的政府职员保险公司49%的股份。查理和沃伦退出美国航空董事会。收购R.C.威利家具公司。

1996

西科金融保险公司收购堪萨斯银行家担保公司，这家公司专注于为银行，特别是美国中西部的银行，提供保险业务。以16亿美元收购飞行安全国际公司。

1997

查理加入好市多董事会。好市多是一家以华盛顿州伊萨夸市为基地的零售连锁企业。以90亿美元的价格将所罗门兄弟卖给旅行者集团。伯克希尔在该桩交易中的收益大约是17亿美元。

收购明星家具公司。

1998

伯克希尔以7.25亿美元收购商务飞机租赁公司。

旅行者集团并入花旗集团，组建世界最大的金融服务公司。伯克希尔用5.85亿美元收购了牛奶皇后国际公司，以220亿美元收购了通用再保险公司。

1999

伯克希尔收购乔丹家具公司。当年伯克希尔的账面价值仅增长了0.5%，是35年来的最差表现。

2000

伯克希尔收购美国债务（保险）、本布里奇珠宝、贾斯廷工业（生产皮靴和砖块）和本杰明摩尔（油漆）。西科以3.86亿美元收购CORT商业服务公司。伯克希尔收购中美能源公司76%的股份。

2001

伯克希尔收购Mitek（屋顶支架组装商）、XYRA（拖车出租商），并和柳卡迪亚投资集团成立合资公司，以向陷入财务困境的费诺瓦公司提供60亿美元的贷款。收购约翰斯·曼维尔公司（建筑材料），收购邵氏工业87.3%的股份。邵氏是一家地毯制造商，年销售额达40亿美元。年报披露37.7亿美元的亏损（其中25亿是由与“9·11”事件相关的支出造成的）。

2002

伯克希尔收购CTB（为家禽、猪肉、鸡蛋加工业和种植业提供设备）、Garan（备受儿童欢迎的动物玩具制造商）、Pampered Chef（厨具直售），以及科恩河天然气运输公司和北方天然气运输公司。伯克希尔收购Larson-Juhl（相框批发）和Fruit of the Loom（内衣）。销售4亿美元名为SQUARZ的新型债券——有史以来第一只负利率债券。

2003

伯克希尔收购克莱顿家居公司（家居用品制造商）和麦兰公司（原本是沃尔玛的子公司，负责配送日用百货和非食物商品到各个商场）。唐纳德·柯欧孚、托马斯·墨菲、戴维·戈特斯曼和夏洛特·盖依曼加入伯克希尔董事会，使该公司的董事增加至11名。

2004

查理·芒格庆祝80岁生日。巴菲特在2003年的致股东信（2004年3月发表）中披露，他“这辈子第一次”投资外汇市场，持有价值120亿美元、涉及五种外国货币的外汇交换协议。微软的首席执行官比尔·盖茨加入伯克希尔董事会。

2005

伯克希尔收购医疗保护集团，一家为医生和牙医提供医疗事故保险的优质公司。收购业内领先的休闲汽车制造商森林河公司。伯克希尔以其持有的约10%的吉列股份交换宝洁公司的流通股。

2006

南希·芒格和查理·芒格金婚。伯克希尔收购如下几家公司：商业资讯，世界领先的新闻稿、图片、多媒体内容和其他信息发布机构；应用承保公司85%的股份，该公司是整合工人赔偿方案行业的领导者；太平洋集团，为美国西部六个州提供服务的电力公司，伯克希尔付出了大约51亿美元的现金（到目前为止伯克希尔最大的现金收购）；伊斯卡金属切割集团80%的股份，伯克希尔付出了40亿美元（该集团是金属切割工具行业的领导者，总部位于以色列）；拉萨尔集团，一家领先的名牌运动服和运动用品的供应商。

2007

查理超越鲁本·芒格，成为芒格家族最长寿的人。伯克希尔收购如下几家公司：创科集团（TTI），世界领先的电动工具、户外园艺工具、地板护理产品、电子度量仪等的供应商；VF集团的内衣业务部门；两家珠宝供应商，合并成一家叫作瑞奇莱恩集团的新公司。伯克希尔宣布和马尔门控股集团达成协议，以45亿美元收购该集团60%的股份，并将在未来五到六年的时间里逐步收购剩下40%的股份（马尔门控股集团旗下有超过125家制造业和服务业公司）。伯克希尔同意向Equitas提供再保险；Equitas总部位于伦敦，这家公司为伦敦的劳埃德公司1992年以前的保单提供再保险和管理服务。

2008

伯克希尔开设新的市政债券保险公司。它还向三家最大的市政债券保险公司开出报价，为它们持有的总值大约8000亿美元的免税债券提供再保险。

伯克希尔收购了箭牌、高盛与通用电气总计145亿美元的优先股。2008年4月28日，伯克希尔与玛氏糖果联合收购了箭牌公司，交易数额为230亿美元。这笔交易也让伯克希尔持有了玛氏的股份，具体份额未

透露。伯克希尔对高盛优先股的投资数额为35亿美元。

2009

在西科金融公司2009年年会上，查理·芒格强调了商业伦理的重要性。2009年11月3日，伯克希尔·哈撒韦宣布将以价值260亿美元的现金与股权，收购BNSF铁路公司的母公司伯林顿北方圣达菲铁路公司剩下的77.4%的股份。这是伯克希尔史上最大的一笔投资。查理·芒格执掌的每日快讯集团，在处于金融危机股市谷底的2009年，用2000万美元现金量购进了富国银行、美国银行等银行业的股票，这些投资日后为每日快讯集团带来了丰厚回报。伯克希尔对富国银行的投资自2009年也出现了大幅增长。

2010

在哈佛西湖学校的一次访谈与问答环节中，查理·芒格谈到了2007——2008年的金融危机，其中他引用了美国哲学家查尔斯·弗兰克尔关于责任的哲学观点。

2011

查理·芒格不再担任西科金融公司的首席执行官和董事会主席。2011年6月，伯克希尔·哈撒韦收购了西科金融公司剩下的约20%的股份。2011年3月14日，伯克希尔·哈撒韦宣布将以90亿美元的现金收购路博润公司，这是伯克希尔·哈撒韦公司史上最大的收购交易之一。2011年3月25日，伯克希尔·哈撒韦凭借其子公司BerkshireInsurance.com进军印度保险业。2011年8月26日，伯克希尔·哈撒韦购进了美国银行50亿美元的优先股。

2013

2013年2月14日，伯克希尔·哈撒韦与3G资本宣布将以每股72.5美元的价格收购亨氏公司的计划，总交易额将达到280亿美元（含负债）。

2014

查理·芒格庆祝90岁生日。

2015

2015年6月18日，伯克希尔·哈撒韦收购了亨氏公司4620万股普通股，以其持有的52.5%的股份成为亨氏公司的大股东。2015年8月10日，伯克希尔·哈撒韦公司与精密机件公司的董事会达成协议，伯克希尔将以每股235美元的价格收购精密机件公司的全部流通股。伯克希尔对富国银行的投资自2009年的3亿股增持到了2015年末的5亿股，以272亿美元（成本基价为127亿美元）的规模成为伯克希尔最大的一笔持股。富国银行给伯克希尔带来的145亿美元的收益几乎与可口可乐159亿美元的收益相当。

图书在版编目（CIP）数据

穷查理宝典：查理·芒格智慧箴言录/（美）考夫曼编；李继宏译.——增订本.
——北京：中信出版社，2016.7

ISBN 978-7-5086-6332-6

I. ① 穷... II. ① 考... ② 李... III. ① 人生哲学 - 通俗读物 IV. ① B821 - 49

中国版本图书馆CIP数据核字（2016）第127740号

穷查理宝典：查理·芒格智慧箴言录

编者：[美]彼得·考夫曼

译者：李继宏

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

（CITIC Publishing Group）

时间的玫瑰

但斌投资札记

／ 全新升级版

但斌
／
著

Roses of Time

伟大的投资家
也会随岁月消逝，
但某些投资的原则
却亘古不变。

中信出版集团

目录

序一 价值投资的完美践行者

序二 每个人都可以成为时间的玫瑰

序三 投资比拼的是穿越重重迷雾看到未来的能力

再版序 致所有读者

自序 用心灵歌唱

第一篇 时间的玫瑰

中国私人财富管理

时间的玫瑰

穿越时间的河流与伟大企业共成长

第二篇 投资札记

投资札记之一：偶然的投资人生

投资札记之二：选股没有秘密

投资札记之三：投资最难的是什么

投资札记之四：给新股民的建议

投资札记之五：股市知与行

投资札记之六：资本的重担

第三篇 投资可以看得久远

投资可以看得久远

坚持是价值投资的核心

价值投资的内在逻辑

价值投资的本质是什么？

第四篇 找寻巴菲特的足迹——带一双眼睛去美国

纽约上空自由飞翔的鸽子

伟大国家的象征——华盛顿

英灵的长眠地——阿灵顿国家公墓

寻找巴菲特的家

巴菲特常去的牛排店

奥巴马今夜星光灿烂

璀璨的洛杉矶

第五篇 绽放我们的生命

新的人生篇章

所有的星星都将离我们远去

我为是河南人而骄傲

蔚蓝美丽的星球为什么会有战争？

绽放我们的生命

残酷是生活的一部分

持续努力奋斗，希望就会永存

就这么孤独地想下去

您希望这张礼券上写的是什麼？

在太行山上歌唱

舷窗下的中国

但斌诗五首

延续一个民族的骄傲和传统

致天予

太太写给女儿17岁生日的信

查尔斯河畔



2007年6月，但斌在东方港湾，公司门前有一句话“与伟大企业共成长”，东方港湾的工作围绕着这八个字展开



2014年5月3日，第二次参加伯克希尔-哈撒韦公司股东大会时，在巴菲特家门口留念



2014年1月1日在洛杉矶李录先生为芒格先生举行的90岁生日宴会上，和家人一起与芒格合影留念



2017年2月19日在茅台调研时，与为茅台做出巨大贡献的贵州茅台酒厂名誉董事长季克良合影，并请季老在鸡年茅台酒上签字留念。



2018年1月5日，获得了2017年度两项金长江奖；但斌获得优秀私募基金经理奖；东方港湾获得行业典范私募基金公司奖。



2018年3月11日，赴“中欧之约”华南欢聚会，和同学们交流、分享投资。



2018年4月16日，但斌在东方港湾办公室。保持良好状态与伟大企业共成长！



2018年4月16日，和东方港湾的部分同事一起合影留念



2007年4月29日下午，在华尔街象征金融市场蓬勃发展的铜牛像前留影。



2009年9月11日，在云南普洱市澜沧县富邦乡，同一师一校的老师 and 学生们一起。



2014年5月4日，在奥马哈参加“投资你自己”5公里迷你马拉松赛。



2015年4月24日，在中国证券投资基金业协会，参加私募证券投资基金专业委员会2015年第二次工作会议。中国证券投资基金业协会党委书记、会长洪磊先生和证监会私募部副主任刘健钧先生为我颁发私募证券投资基金专业委员会委员聘书！



生命影响生命，消除贫困，关爱地球。河北围场满族和蒙古族自治县御道口的这位老农养了30多头牛和10匹马！这些牲畜价值大概50多万元，这个村子每家情况略有不同，但靠着政府、小母牛基金项目和自己的努力，都走上了脱贫致富的道路。能感受到老农脸上洋溢着的幸福。2015年8月21日，与小母牛顾问委员会副主席、全国政协委员、清华大学公益慈善研究院院长王名教授一起给老农带去小母牛基金的问候。



2016年12月18日，参加深圳国际马拉松赛，全程用时5小时17分18秒，完赛后留念。深圳是我生活最久的地方，热爱这个充满创新精神和梦想的城市。



2017年10月3日，和东方港湾的同事及家属们，在莎士比亚故居前合影留念。



理想、行动、坚持、超越！2018年5月5日，参加112公里玄奘之路商学院（戈十三）戈壁挑战赛，在最后一天22公里的途中留影！

但斌投资经典语录

最伟大的投资家也会随岁月消逝，但某些投资的原则却亘古不变。

投资不需要高等数学，只需要常识和智慧。

杰出的企业寥若晨星，我们希望所投资的企业像是皇冠上的明珠。

一个人在市场里的输赢结果，实际上是对他人性优劣的奖惩。

投资像孤独的乌龟在与时间竞赛。

有的人从来没有真正坚定过，因为他们从来没有真正思考过。

投资，最难的事是什么？我的阅历告诉我，就是在最艰难的时刻、在正确的方向上坚持！

我们只需要做正确的事情，余下的交由上帝来完成！

时间是最有价值的资产，我们今天所买入的股票不仅仅属于我们自己，它还属于整个家族，我们应该为子孙后代担负起此刻的责任。

如果你懂得用钱而且也愿意肩负重担，金钱就是你改变社会、影响他人、保持心灵自由的工具。

在我自己的国家里，40年的艰辛岁月告诉我——如果你真的有才华，有广阔的胸襟，愿意努力奋斗，不忌妒他人的财富，不无所事事，不整天抱怨自己的生活，不找理由逃避责任，就有可能改变自己的命运与现状。

巴菲特之所以伟大，不在于他在75岁的时候拥有了450亿美元的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守。

关键时刻决定一个人未来的是品格！是一个人内心的力量！

序一 价值投资的完美践行者

陈守红 格隆汇首席执行官

证券市场颇类似巍峨的珠峰，风光无限，但高处不胜寒，越往上攀爬，难度越大。无数人来了又去，鲜有人能长期驻足。至于珠峰顶，则更是绝大多数人的生命禁区，只有极少数人能够享受登顶的荣耀，且还依然活着。

但斌先生无疑是极少数人之一。他身上有很多的标签，诸如理想主义、爱国、价值投资、中国巴菲特等等。在我看来，他能跻身这个少数人圈子，无他，只是因为他是一个堪称完美的价值投资践行者。

价值投资并不难，至少看起来没那么难。所以自从巴菲特的投资理念被引入国内之后，声称自己是价值投资者的人非常、非常、非常多。然而不幸的是，在这些自称价值投资者的人中，赚钱的非常、非常、非常少。关键原因在于，他们并不具有对价值的信仰，他们会在短短一周或者至多一个月内改变对价值股或者行业的看法，他们绝大多数时候只是在打着价值投资的名义做投机而已。

对价值近乎虔诚的信仰，是一个价值投资者最核心的基础要件。

所谓对价值的信仰，简而言之，是无论风雨，都首先坚信价值的存在。

坚信整个人类进步的力量与财富创造力，坚信国家和民族的未来。这种信仰必须深入骨髓。做投资，我们绝大多数时候是在对一个国家、一个民族下注，赚的是一个大趋势的钱。没有美国两百多年不断上升的国运，断没有巴菲特的投资奇迹。正如巴菲特某年一月份在“选择美国”投资峰会（SelectUSA Investment Summit）上的讲话：“尽管我们也经常在海外投资，但美国才是最大的淘金乐土。我知道，我们能成功，很大一部分原因是我们是在美国经营生意。实际上，在美国238年的历史中，那些看空的人谁最终受益了？……获取利润从来不会是一件一帆风顺的事情。有时候我们会对我们的政府有所抱怨，但几乎可以肯定的是，美国的未来会更加光明。”

所以，但斌一再强调“我们更应该对自己的国家有信心”，他会旗帜

鲜明地鼓励长期做多中国：“如果你不敢在中国长期投资，到了美国你更不敢……巴菲特所经历的沧桑岁月里面有什么？当然有人类的巨大进步，但也有战争、世界的动荡。至少四次经济危机、两次石油危机，数不胜数的社会动荡。我们看今天的中国，除了一些波折以外，20年来其经济是一路上去的，如果在今天的中国你都不敢长期投资，你到当年巴菲特时代的美国怎么可能敢？”

换言之，任何一块土地上的价值投资者，首先必须骨子里是一个爱国者，他必须对这块土地爱得深沉，不离不弃。仅此一点，实际就已经过滤掉了90%以上自我“标榜”为价值投资者的人。

我对但斌先生的一句话记忆犹新：在我自己的国家里，40年的艰辛岁月告诉我——如果你真的有才华，有广阔的胸襟，愿意努力奋斗，不忌妒他人的财富，不无所事事，不整天抱怨自己的生活，不找理由逃避责任，就有可能改变自己的命运与现状。

这是一句令人热泪盈眶的谏言，其中饱含的是对家国未来的信心以及对自身的期许。这或许就是但斌在中国做价值投资的路上，虽然也历经曲折，但大方向从未偏差，业绩也始终螺旋攀升的核心原因。

虽然，个人的沉浮在时代的潮流中显得微不足道，经历其间，无法彻底做到举重若轻，但却能够让人明白，生如夏花般绚烂，走如秋叶般淡然，需要的不是聪明或者狡黠，而是近乎笨拙的信仰。是信仰，让我们接受，却从不妥协于现实的重量。

但仅有价值信仰是不够的，成败在细节。令人钦佩的是，但斌先生在价值投资的细节把握上也处理得足够好。

从1896年开始，陆续有1584名登山运动者相继登珠峰，结果有395名遇难，其中有些还是运动员，死亡率高达25%左右。

为何死亡率如此高？

两个原因：

1. 攀登珠峰，看似简单，珠峰永远都在那里，无论昼夜晨昏。在珠峰大本营宿营的时候，你会发现珠峰几乎触手可及。

2. 攀登珠峰的路上有无数的“坑”：可能是一块松动的岩石，可能是一道窄窄的冰裂缝，可能是一场意外的雪崩，也可能是同伴一次微小的失误引致的滑坠……这些都可能让你丢掉性命。

这与价值投资非常相似，因为价值投资的逻辑堪称完美，貌似执行起来也非常简单。

价值投资有且只有4个核心理念，这4个核心理念堪称简单、完美：

1. 股票是对公司的部分所有权。

2. 市场只会告诉你价格是什么，而不会告诉你价值是什么。

3. 投资本质上是对未来进行预测，预测结果不可能100%正确，因此要有安全边际，安全边际主要源自买得便宜和低预期。

4. 通过长时间的努力可以形成自己的能力圈，能力圈的边界比大小重要。

理念如此简单完美，那为什么这么多人赚不了钱呢？

攀登珠峰，无论从南坡还是北坡上，路线都是固定的。这类似于价

值投资的路径，看似简单一致，但攀登路上坑洼无数，哪怕最微小的失误或者陷阱，都可能让你丢掉性命。

所以，完美践行价值投资，除了要有价值信仰，还需要两个非常重要的细节特质：不从众和耐心。

不从众和耐心，这特征基本就直接排除掉了95%的“价值”投资者。而在我见过的投资人里，但斌在这两个细节特质上是践行得最彻底的人之一。

不从众非常容易理解。选择价值投资就意味着你要常常站在大众的对立面，你要坚信你是对的，同时在发现自己错的时候快速认错。人在感受到焦虑或者危险的时候，本能做的第一件事就是去靠近另一个人。不从众是反人性的要求，也注定了大多数人无法从事价值投资。

但斌最成功的投资之一是重仓对茅台的长期坚守。2012年末开始，茅台股价因为塑化剂事件出现大幅下跌，但斌承受了来自投资人及市场的巨大压力，在终于熬过那段风雨后，但斌如是总结：有的人从来没有真正坚定过，因为他们从来没有真正思考过。投资，最难的事是什么？我的阅历告诉我，就是在最艰难的时刻、在正确的方向上坚持！我们只需要做正确的事情，余下的交由上帝来完成！

在最艰难的时刻、在正确的方向上坚持——这几乎代表了价值投资的核心精髓。

人生就得有所坚守。你不能总是流浪。

至于另一个特质——耐心，能跋涉到此处的，基本就已经把这个市场上99%的“价值”投资者过滤掉了。

投资圈事关金钱，所以从来都是一个欲望泛滥之地。绝大多数人追求的是要么一把搞定，要么早死早超生，愿意“像孤独的乌龟在与时间竞赛”，愿意过“从前的日色变得慢/车，马，邮件都慢/一生只够爱一个人”生活的，凤毛麟角。

问题在于，价值恰恰是时间的玫瑰，而不是催熟的草莓。

在2000年的一个早上，杰夫·贝佐斯给巴菲特打电话，问巴菲特：“你的投资体系这么简单，为什么你是全世界第二富有的人，别人却

不和你做一样的事情？”

巴菲特回答说：“因为没人愿意慢慢地变富。”

很欣赏一句话：投资是一场修行。

价值投资本身是一种生命方式。生命诚然让人敬畏，生命的方式更需要维护和坚守。

这个市场，无数人一夜暴富，或一贫如洗。繁华落尽后，剩下的只是故事和江湖传说。十年牛熊梦，夏蝉冬雪，不过轮回一瞥。

坚守住那些你的生命中不应该丢弃和流失的东西，比如对家国的热爱、对时间的尊重、对市场的敬畏、对亲友的忠诚、良知、原则、人格……这些都是时间的玫瑰，会随着岁月的流逝而更加灿烂。

这个世界，看似周遭复杂，各色人等，泥沙俱下，本质上，还是你一个人的世界。你若澄澈，世界就干净。你若简单，世界就不会复杂。你不去苟且，世界就没有暧昧。你没有半推半就，世界就不会为你半黑半白。有些底线是必须坚守的，你失守得越多，人生就沦陷得越多。

真正的坚守，是没有人给予你任何承诺的，就如同价值投资，它极可能是一种苍凉中的无望守候，维系意志的只有一往无前的心。

与但斌兄及所有在价值投资之路上的耕耘者共勉。

序二

每个人都可以成为时间的玫瑰

林利军 汇添富基金、正心谷创新资本创始人

很有意思，但斌先生《时间的玫瑰》这本书本身就是一朵时间的玫瑰！2007年初版问世时，在当时的投资界引起轰动，并且深深地影响了一代投资人。

当时我作为汇添富基金的创始人，经常和汇添富的同事们讨论如何在复杂多变的中国资本市场找到可以复制的成功投资方法。讨论中时时援引《时间的玫瑰》中的文字，我们也是但斌所推崇的当时那几颗中国经济“皇冠上的明珠”——茅台、招商银行、万科等企业的长期投资人，获得了很高的长期收益。作为专业投资人，我们非常感恩《时间的玫瑰》一书对于团队理念的有效帮助。在我们确立自己的长期价值投资理念和投资框架并坚持执行之后，十余年来，汇添富长期投资业绩在中国大型专业投资机构中始终保持前列。

后来，经朋友介绍，与但斌相识、交往并且相知。离开汇添富基金，创立正心谷创新资本，从事超长期战略投资和企业运营之后，我每年在复旦大学兼职讲一门研究生课程《投资大师与投资哲学》。课上讨论投资大师格雷厄姆、巴菲特、费雪等人的投资哲学和方法，并请但斌作为校外专家，每年来给同学们分享他在中国践行价值投资的心路历程，每次都让同学们受益匪浅。这门课成为最受欢迎的选修课之一，但斌也成为最受期待的演讲人之一。

和但斌交往的过程，正是一个逐渐感受到“时间的玫瑰”之美的过程。投资是一个特别有趣的专业，一旦你真正确定了一种投资理念并坚持实践之后，这个理念就开始主导你的生活，它会慢慢渗进你的血液，渐渐塑造你的性格，缓缓融入你的灵魂。但斌就是这样一位被价值投资理念“改造”到极致的人！在他身上，有三种力量让我深深折服：

第一，专注力。面对各种诱惑和挑战，但斌始终专注于深度研究具有强大竞争优势的企业。例如对于茅台、腾讯、好未来等企业，他对它

们战略、产品和业务细节的理解把握远远深于一般专业投资人，甚至深于这些企业的高管。正是由于他形成了强大的投资“能力圈”，能够心无旁顾，真正长期坚守拓深自己的“能力圈”，才使他获得了远超一般投资人的强大竞争优势。

在巴菲特的办公室里，挂着一幅美国史上最优秀的棒球手泰德·威廉姆斯（Ted Williams）的照片，照片上写着泰德的一句名言：“上帝把球带到击打区，接下来就得靠你自己了。”但斌也说过类似的话，“我们只需要做正确的事情，剩下的交由上帝来完成”。可见，专注地建立强大的“能力圈”，专注地坚守自己的“能力圈”，是做任何事情获得长期成功的前提。“时间的玫瑰”之美，来自长期专注、极致研究的定力！

第二，洞察力。我很喜欢和但斌聊天，他对问题的判断总是奉行极简主义，直指关键，直指人心，这就是优秀投资者的洞察力！所谓洞察力，是指在复杂的现实中迅速抓住要害、预见未来的能力。正是在长期的深度思考、小心求证、大胆判断再反思复盘的过程中，但斌形成了非常强大的洞察力。例如，2016年冬天，我曾经和但斌讨论茅台，他说，2017年，将是茅台历史上最好的一年，企业业绩和资本市场的表现都证明了其强大的洞察力。同样，他对于中国经济和中国企业家精神的判断也简单、透彻、有力。“时间的玫瑰”之美，依赖于深度思考、透彻洞察的脑力！

第三，自省力。真正的价值投资者一定是勇于自省、善于自省的高手。巴菲特的年报中就充满了自省。例如他在2017年报中一开始就讲到1993年用4.34亿美元的股票收购Dexter Shoe公司，很快公司就破产的惨痛故事。在其50年的投资总结中，巴菲特也坦白，现在30万美元一股的伯克希尔-哈撒韦其实一开始也是个错误。但斌也是如此，他总是谈到自己投资过程中的错误，对于早期几次错误的深度反省造就了专业投资人但斌，后期错误及其持续反省造就了一流投资人但斌。我隆重推荐大家深度阅读这本书里的反省内容，从中可以看到一流投资人的成长成熟之路。“时间的玫瑰”之美，结晶于不断反省、持续进步的心力！

这三种力量，本身也是时间的玫瑰——真正优秀的投资人，要在每日平凡、烦琐的投资工作中，不断提升专注力、洞察力和自省力。随着时间的推移，这三种力量将成就人性的高品质，成就可持续的投资成功。这方面，但斌是一个楷模。正如他所说的：“一个人在市场里的输赢结果，实际是对他人性优劣的奖惩！”

高品质的人，才能在生活的平凡和纷扰中享受到人生的美好。正如伟大的科学家、政治家富兰克林所说：“很多人25岁就死了，75岁才埋。”英国文学家王尔德也说：“生活是世上最罕见的事情，大多数人只是存在，仅此而已。”像“时间的玫瑰”那样去生活，不仅真正活过，而且将活得越来越精彩！

10年之后，《时间的玫瑰》再次绽放，这一次历经牛熊考验，更加美丽芬芳。相信未来10年、20年、30年、50年、100年、200年，其坚信的长期价值投资哲学将历经时间检验，“时间的玫瑰”将越来越美！

序三

投资比拼的是穿越重重迷雾看到未来的能力

周明波 深圳东方港湾投资管理股份有限公司总经理

回望和但斌一路走过的17载，他之于我亦师亦友，我试着从一个旁观者的角度，描述我眼中的但斌。只有了解了作者，才能更好地理解他这本表述内心的札记。

但斌是真诚善良的理想主义者，他相信国家的未来是美好的，选择的事业道路和做事方式是宽广坦荡的，他非常乐意把他对未来的希望，把他对投资的理解说出来，这种坚持传递认识的过程，释放出正能量，实实在在地鼓舞他的读者与听众，比如本书中“舷窗下的中国”一节，又如他在2017年冬天给大家的祝福“选好企业，做好人”，纯粹而真实。

但斌是格局宏大的观察者与思想者，这种思考面向人类社会，面向科技文化的未来发展。他做到了史蒂夫·乔布斯所说的“stay hungry, stay foolish”（求之若渴，虚心若愚），站在知识爆发的年代，他没有恐惧于时代脚步的飞速前行，仿若一个少年，怀抱满腔的好奇，不懈地去理解，去跟随把握，求知的欲望越燃越炽烈。在这个年代，40岁便是知识的代际分界，人与时代开始产生脱节，而他依然保持十分积极的与时俱进的状态，着实令人敬佩。

对宏大格局的深刻思考，反映在他的投资选择中，给予了他前瞻能力，也为他的大脑根植了信念，能够很早重仓介入，并长期持有站在21世纪产业的风口浪尖上的互联网领导企业。宏大的视野使他能够专注于重大的机会抉择，过滤平庸的选择，忽略次要的枝节，专注于长期最大化，而非局部最优，这也正是《时间的玫瑰》隐喻所指，也使它能够穿越由市场环境大幅震荡带来的人心的重重疑惧，坚定自己的选择。最广为人知的是他对贵州茅台的坚持，初版中他对茅台的合理价值做过简单测算，中间的假设部分，包括长期而言53°飞天茅台的价格提升幅度，茅台酒为社会所能接受的量的十年增长，若缺乏对历史的了解和社会文化

发展的理解，其实是很难十几年来一直坚持自己的选择的。他常说“投资比拼的是穿越重重迷雾，看到未来的能力”，换个表述“因为看到，所以才做到”，诚如斯言。

但斌是坚定的，这种坚定的力量源泉，除了内心善良和对未来的信念，部分还来自传统本初的道德观念。东方港湾有句誓言，“如果客户亏钱，一定是因为我们的技术能力还有缺陷，而绝不因为是我们的道德出现了问题”。举凡碰到挫折困难，但斌也必然与大家站在一起，而不是解释逃避。他也是我心中母慈子孝的榜样，一直照顾身边的人，纾难解困。

数年前，他开始跑步，每天都坚持数公里，我曾以为是随着马拉松兴起的一时之好，但是这几年他坚持了下来，也丝毫看不出会停下的迹象，或许这就是他性格的最好注解。认定的道路，他会一直跑下去。

再版序

致所有读者

40年改革开放成就的城市灯光映衬着此刻戊戌年深圳的轮廓，几千年中国的历史轮回中，我生活的这座城市的变迁代表了中华民族曾经历的苦难、彷徨、奋斗与辉煌……祝福我的祖国，希望这来之不易的一切，会永远持续下去，越来越好。很庆幸我们生活在同一个时代并且相遇，更庆幸你们给予了我们关注的眼光和足够的信任。为了这份关注、信任与责任，我们极力用遥远的目光关注未来，并细心聆听这片广袤土地上发生的人和事。我们极力将我们的思索付诸实践，并让自己坚定，希望这份远见、视野、信仰与执着也是你们需要的。

我们和我们的国家一样，从艰难的岁月中走来，生生不息的世界伴随着欢欣与泪水。艰苦的日子还会发生吗？一定会的，所有的事情都不会一帆风顺，包括我们的投资。即便全世界最伟大的投资家沃伦·巴菲特先生经营的伯克希尔-哈撒韦公司也曾遭受过数次严重打击。1973—1974年经济衰退期间，伯克希尔公司的股票价格从每股90美元跌至每股40美元；1987年的股灾中，股票价格从每股大约4000美元跌至3000美元；1990—1991年的海湾战争期间，伯克希尔的股价再次遭到重创，从每股8900美元急剧跌至5500美元；1998—2000年期间，伯克希尔的股价从每股大约80000美元跌至40800美元。这就是被人们称为“拼命想要得到的一件礼物”的伯克希尔股票本身所发生的故事。有什么人能避免这一切发生？长长的岁月告诉我们，没有谁能像上帝一样在宇宙的星盘上拨弄星辰，没有任何人有这个能力。所以，我们更愿意乐观地看待未来，清醒地认识危机的发生，并和我们的信念保持一致。

人类的本性具有追求自由、繁荣、安全与富足的愿望。一个国家的繁荣与发展，一定源自工业、商业与科学技术等领域艰苦卓绝的努力，与那些靠勤劳与智慧换取财富的强者一起，我们不仅能富足自己，也能缔造一个伟大国家的未来。在我们眼力所及的世界里，世界末日不会这么快降临，经济会萧条但不会崩溃。万物繁茂，周而复始。人们追求幸福生活的努力与股票市场，长远来看，总是一个向上的过程，这是我们长久生存与卓越回报的保证。

原来没想到过要出《时间的玫瑰》，只是一个出版界的朋友看到我写的“带一双眼睛去美国”有些感触，受其友情之邀，才将这些不成体系有些零散的投资札记集结成册。但这个过程也有点诚惶诚恐……后来想想，虽然算不上太成熟，但其内容毕竟也是自己学习思考的一个过程和阶段性成果。与众多逻辑严谨的投资类书比较，这种自由体随笔式的思考，少了些枯燥，它来源于具体的投资实践与生活感悟，从这个角度看，也许有它一定的价值和意义。在我而言，这也许是与他人分享的最好方式。当然，这个过程也付出了许多辛苦和努力，为此，感谢我的妻子默默给予的爱和支持，感谢我的家人，她们给我带来了坚持和信念的力量。

岁月如流，《时间的玫瑰》初版问世十年，改变了一些人对投资的理解。

送人玫瑰，手留余香！资本市场从来都是慷慨的，但它只善待那些拥有智慧和善于利用他人智慧的人。幸福有时候是会传递的……希望书中玫瑰更芬芳！

《时间的玫瑰》新版，我们保留了老版与各位分享的方式，感悟了更多企业和我个人十年以来发生的变化。本书内容并不构成买卖股票的建议。十年时间既长又短，人类还要存续很久远的岁月，而伴随其间的是我们的国家、整个世界以及许多企业的巨大变迁……我试图在一个节点将我们对很多问题的思考，无论是对行业与企业的观察，还是对工作和生命的理解，都奉献给大家。我希望让《时间的玫瑰》随着时间静静流淌，也希望您能感受到她的魅力——投资考验的是我们思考的极限——一种蕴含在心灵深处的力量。

虽然诚惶诚恐，但还是庆幸通过《时间的玫瑰》认识了更多朋友，而很多人可能也仅仅是出于爱心而购买了。新版《时间的玫瑰》版税收入依然会捐赠给慈善机构。感谢你的阅读！谢谢！

自序

用心灵歌唱

人的一生太短暂，有时候我们只能听从内心的呼唤，做现在力所能及的事情。我感受的人生，像璀璨的花朵，风吹雨淋，盛开后随即凋零。

更多的时候，我喜欢寂静的田野、秋天里撒满落叶的萧飒的树林，和夜幕低垂、一轮明月高挂的港湾。

做投资的人，应该非常专注。但有时候也许不该只是自己孤独地前行。一种思想、一种精神、一种信仰，也需要我们通过公开的奋斗来宣讲。

我努力在寂静的黑夜中行走，但我也想用心灵歌唱。

宁静存在于我的内心，它是永恒不变的精神状态，永远不会被外界的纷扰所摧毁，但我也怕只在宁静中追寻生命意义和心灵源泉，却没有留下记录，可能会有深深的遗憾……

所以我努力在涌动着灵感的思想溪流中甄别，在自由驰骋的思想里寻觅，尝试着将自己的痛苦、欢乐、忧伤与向往，将精神世界里那些稍纵即逝的火花用札记、演讲、访谈等形式凝固下来。但愿我们的眼光足够深远，不会辜负上帝赐予我们的灵性、美德和坚毅，实现我们对美好的追求。

第一篇

时间的玫瑰

巴菲特之所以伟大，不在于他在75岁的时候拥有了450亿美元的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守。

中国私人财富管理[1]

在经济高速发展、社会资产全面膨胀的中国，如何进行投资，如何有效管理自己的财富，逐渐成为很多中国人关注的问题。成功的投资，可以改变自己的命运，也可以延续家族的财富。从这个角度讲，每一个投资者，甚至每一个人，都应该认识到投资和财富管理在这个伟大时代中的巨大价值。

历史上的资产收益率

让我们看看过去200年来各类资产的收益率（图1）。这是《投资者的未来》一书上的图片，剔除通货膨胀的影响，1802年投资1美元在黄金、票据、债券、股票上的收益分别是1.39美元、301美元、1072美元、579485美元，我们可以看到同样的投资放在不同的资产上，结果非常不一样。从该书作者杰里米·西格尔教授给我们的这个图中，我们还可以看到通货膨胀的累积效应是巨大的，在前130年当中美元的购买力没有太多变化，但是在过去的70年，1930年的1美元到2000年就只有0.07美元的购买力了。假如说一个家族用200年的时间积累财富，前130年积累了1亿美元的财富，后70年如果处理不好就缩水到只有700万美元了。中国有句话说富不过三代，到第三代如果是纨绔子弟，钱也没有了。有的人说我挣到钱了，但是下一代不一定就可以挣到钱，钱是长腿的，你挣的不一定就永远是你的。

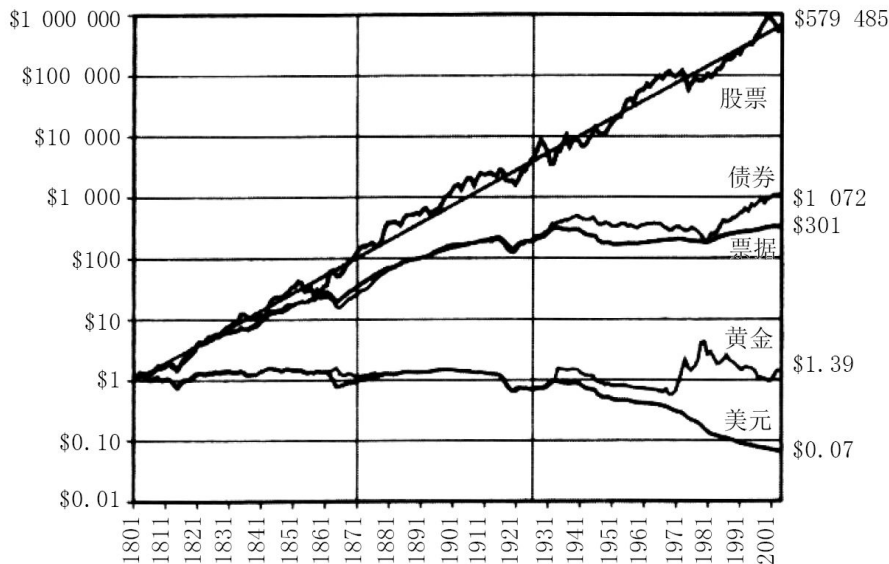


图1 1802—2003年实际总收益率指数

股票市场的风险

当然，有很多人会说：我知道股票赚钱多，但风险也够大。让我们看看杰里米·西格尔教授还告诉了我们什么。图2展示了1802—2003年所有1年、5年、10年、20年和30年期的股票、债券和票据剔除通货膨胀因素后的平均收益率风险（以标准差来衡量），从中我们可以看到，随着持有期增加到15年和20年，股票风险落到了固定收益资产之后。经过30年，股票风险是债券和票据风险的1/4。

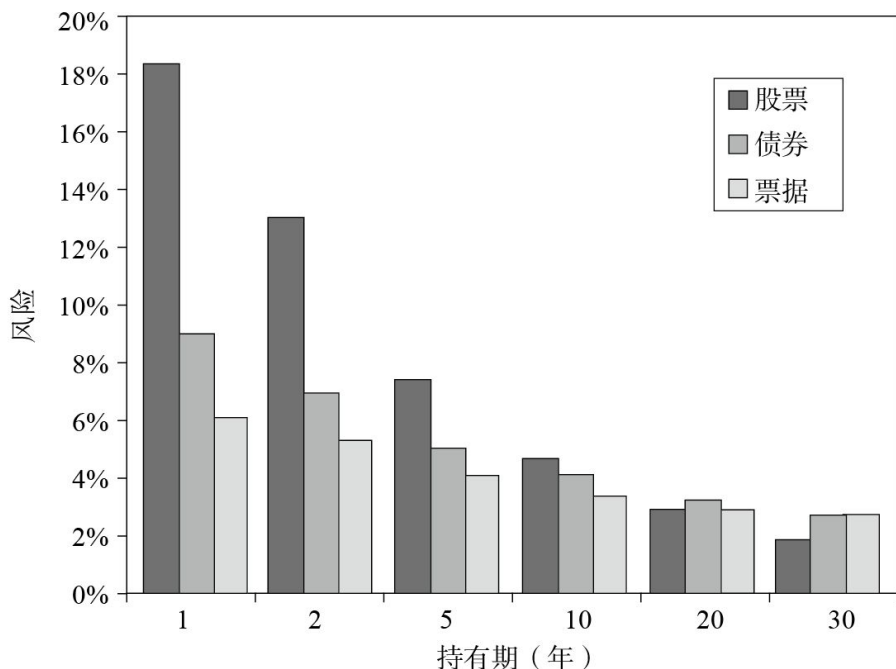


图2 除去通货膨胀因素后的平均年收益率风险

随着股票持有期的增加，平均股票收益率风险下降的速度接近固定收益资产收益率下降的2倍。美国股票收益率高并非特例，世界股票平均实际收益率和美国的差别也不大。国际性的研究也加强而非削弱了股票长期投资的优异和稳定的属性。

荷兰格罗宁根大学的经济史学家安格斯·麦迪逊教授曾指出，在19世纪，1820年以前，中国GDP占全球的1/3，1820年时，美国的GDP只占3%。但之后过了180年，美国的GDP占了全球的1/3，中国的GDP仅占4.5%。从1980年开始，中国对全球GDP的贡献已经开始恢复，目前已经恢复到15%。这位历史经济学家估计，20年或30年之后，中国对全球GDP的贡献有可能恢复到25%。从这里可以看出，哪怕你生活在一个由弱变强的国家，即便开始的过程中你的家族积累了很多的财富，但当国家鼎盛的时候，这个钱也有可能变没。财富管理不仅仅是拿一笔钱做股票这样简单，它还有很多比人生更丰富的东西。

我们这一代可能很容易打理我们的财富，但是如果我们的后代没有能力怎么办呢？我们只需要教给他们一样技巧，就是买城堡、土地、庄园、写字楼、商铺等等，英国传统贵族多能守业，因为他们大多会将财富投资在较易管理的稳定增长的物业上。这些我们可以看到的保值的固

定资产，是一类很好的投资对象。德国历史上有一位铁血宰相叫俾斯麦，他不仅在政治上有远见，在管理自己的财富上也很有成就，他的投资是买德国的森林，能轮伐的森林。土地是经济发展的函数，经济发展了，其成果最终一定要反映到地价上，整个经济发展一定会在固定资产中得到不断体现。

推动企业上涨的根本原因

从财富管理的角度看，有人喜欢买房子，有人喜欢收藏古玩、艺术品等。但这都不是我们的专长，我们的长处在于股票投资。股票投资也有许多种方法，有中线、短线。我们做投资，主要是从长期的角度来思考，比如茅台，短期看，股价的波动和业绩不一致，但长期看是成正相关的。沃尔玛过去的股价走势，在1972年到1977年这5年间追求这点小波动还有点价值，但是放在历史的长河中是没有任何意义的。1987年股灾前一天你买入，第二天就跌了20%，就是这一跌，放在历史的长河中又能怎样呢？追求短期波动也是没有意义的！那到底是什么推动沃尔玛在过去30年上涨了1343倍呢？我们的理解：一个是业务规模，以1996—2005年为例，沃尔玛从3054家店增加到6141家；另一个是内生性增长，同店纯利从100万美元增加到179万美元，所以导致沃尔玛股价上涨这么多倍的根本原因，是业务规模和企业内生性增长，不是我们说的“庄家”，而是企业本身。

寻找伟大企业的轨迹

从美国过去50年统计的情况看，那些伟大企业都是我们耳熟能详的企业，比如说飞利浦、莫里斯、施贵宝、宝洁、可口可乐、百事可乐、惠氏制药等，关键是看你能不能拿得住。时间是投资的函数，投资在这些伟大的企业里面，时间越长，越有好的回报。我们每天都在寻找那些值得投资的企业，都在寻找伟大的企业。我们可以看到，过去50年当中容易出现伟大企业的行业主要是消费品、制药、石油采掘；在过去20年当中，是生物化学、服务、连锁零售、金融服务、房地产、保险；在过去10年当中，还有电子器件等。但是我们目前比较确认的就是消费品、制药、石油采掘、房地产、金融服务、连锁零售、保险、银行等行业。在

我们的观念当中，能不能拿到好的股票是投资胜负的关键。

那些能经得起时光考验的企业，会有多么不一样的未来！

当然还有更难的——耐心持有。1896年5月26日第一次发布的道琼斯指数，由12只大股票组成。如果那时有一位老爷爷将家里的1.2万美元平均投资在这12家企业当中，就算只剩下GE（通用电气）一家，按15%的年回报率计算，今天也有47亿多美元，绝对是富甲一方。而事实是，这110年，其中两家公司被私有化（对投资而言这未必是坏事），只有一家几乎掌控了美国整个烟草业，也就是美国烟草，因1911年反托拉斯诉讼被拆解为美国烟草公司（后更名为富俊公司）、雷诺烟草公司、利吉特&迈尔斯公司以及英美烟草公司，你只要持有12家企业中的任何一家的股票，都可以拥有很大一笔财富，更不用说考虑风险因素后选择进行组合投资。

事后看是这样，但如果真坚持了，这110年一个家族要经历什么样的折磨呢？1914—1918年，第一次世界大战，股市下跌惨烈，只好关闭了5个月；1929—1933年股市跌了89%，这个家族能不能忍受得住？当然还有珍珠港事件、朝鲜战争、肯尼迪遇刺等，让财富投资穿越上百年的时间是非常困难的。你知道赚钱，但是你能够忍受吗？所以投资最难的是坚持。我们每个月都给客户做一个投资通讯，2007年1月31日正好我在写1月通讯的时候，上证指数下跌了162点，可能比2月27日大盘跌得少了一点，但是我认为有同样的冲击力。那一刻我在想，抛售股票的念头不知又充斥在了多少人的脑海里，但历史告诉我们，持有并珍藏那些能经得起时光考验的企业会有多么不一样的未来！时间可以改变一切，每一代的财富传承者一定会面临比那一刻更艰难的时光。能否以镇静和平静面对亏损带来的巨大痛苦，是每一位严肃投资者和财富继承者的责任，想得清楚才能走得更远。实际上投资不是人与人之间的比赛，是自己跟自己比，自己跟自己的内心比，自己跟自己的远见比。

选择一条人迹更少的路

The Road Not Taken 未择之路

Two roads diverged in a yellow wood, 黄色的树林里分出两条
路

And sorry I could not travel both 可惜我不能同时去涉足

And be one traveler, long I stood 我在那路口久久伫立

And looked down one as far as I could 向着一条路极目望去

To where it bent in the undergrowth. 直到它消失在丛林深处

Then took the other, as just as fair, 但我却选择了另外一条路

And having perhaps the better claim, 它荒草萋萋，十分幽寂

Because it was grassy and wanted wear; 显得更诱人，更美丽

Though as for that the passing there 虽然在这两条小路上

Had worn them really about the same. 都很少留下旅人的足迹

And both that morning equally lay 虽然那天清晨落叶满地

In leaves no step had trodden black. 两条路都未经脚步污染

Oh, I kept the first for another day! 呵，留下一条路等改日再
见！

Yet knowing how way leads on to way, 但我知道路径延绵无尽
头

I doubted if I should ever come back. 恐怕我难以再返回

I shall be telling this with a sigh 也许多少年后在某个地方

Somewhere ages and ages hence: 我将轻声叹息将往事回顾

Two roads diverged in a wood, and I—— 一片树林里分出两条
路——

I took the one less traveled by, 而我选择了人迹更少的一条

And that has made all the difference. 从此决定了我一生的道路

这首诗的大意是：森林里分了两条路，他认为这条路很好，那条路也很好，想走这条也想走那条，但是很难选择。我想人生也是一样的，在重大的历史时刻你一定要选对路。有的人说一半做长线，一半做短线，这就好像金庸笔下的周伯通左右手互搏，理论上说能做到吗？有可能，但实际是非常非常困难的。实际上你只有一条路可选，要么做短线，要么做长线。正像诗歌中所描述的：一片树林里分出两条路——/而我选择了人迹更少的一条/从此决定了我一生的道路。做长线，我的理解是你选择了一条人迹更少的路，抵御世间纷繁复杂的状况是非常难的。我见过几位在香港管理家族财富的人，我问他们，你们持有的有没有先辈留下来的汇丰银行的股票？或者是否见过曾有家族拥有这样的远见？他们说没有。在香港买过汇丰银行的股票，能够一直持有，历经岁月沧桑、繁荣萧条并享受到巨大盈利的人还是非常之少见。所以时间是最有价值的资产，要为长期而买进！我们今天买入的资产不仅仅是我们自己的，还是整个“家族”的，当然这个家族是打引号的，你可以设立一个家族信托回馈社会。巴菲特一生重仓过13只股票，7只股票赚了270亿美元。如果从现在开始，我们一生当中只能买卖20次，超过20次就被拉出去枪毙，那么你每一次的选择都会很慎重，会想这个企业能不能穿越整个周期。这说起来很容易，但是做起来是非常困难的。这需要内在的很深刻的东西。

历史的光芒也许可以照亮中国的未来之路

我们许多投资者生在中国，却对自己的国家深怀疑虑。中国的经济基础和企业治理结构是否一定能产生伟大的企业？中国能否产生像美国那样的好企业，这是在中国进行长期投资的基石。按我们的人生阅历以及对中国的理解，我们相信：历史的光芒也许可以照亮中国的未来之路。

30年的改革，中国GDP占全球的比重已由约4%提高到6%，拿破仑所说的中国睡狮正在醒来。按一般的判断，实际上有一个共识：在未来20~30年的时间里，中国如果没有大的动荡，经济规模会超过美国，再次成为世界上最大的经济体。在这样的国家投资，应该有胜出的概率。而且中国人从不缺乏创造和积累财富的能力。谈起财富，这是当代大部分人的精神寄托。中国人还是很讲实际的，就是希望挣钱。所以创造积

累财富的愿望非常强烈。中国很多人都知道巴菲特，为什么？有钱！世界第二富豪！我的同事去巴菲特生活的小镇上开股东大会，发现出租车司机不知道被喻为“奥马哈圣人”的巴菲特是谁！如果巴菲特出生在中国的某一个地方，我相信方圆几十公里应该是无人不知、无人不晓。我们从来都不担心中国人创造和积累财富的能力，唯一需要的是去完善制度和法律体系。在中国不断走向进步的大背景下，我们学习到的知识告诉我们，无论市场景气还是低迷，上涨还是下跌，长期持有优质企业的股票一定会有卓越的回报。

中国股票市场包产到户的历史意义

另外，我们还要强调的一点就是，中国股票市场正在发生类似1978年包产到户的变革。1978年，原来公社的一亩地一年打200斤粮食，承包给农民后打了1000斤，就是因为积极性调动了起来。那么现在中国的股票市场呢？这个市场里原来的游戏规则是，要想获得财富，最好浑水摸鱼，企业搞得越坏越有机会。但是现在只需要把这个企业做大做强，就会非常有成就，也有现实的收益。一个上市地产公司的高管曾给我打电话，让我给他推荐一个涨50倍的股票，我说你只需要买你自己公司的股票。我给他举例说，假如你花500万、1000万买股票，你现在只需要寻找愿意以8倍PE（市盈率）卖给你地的小房地产企业主，宏观调控已让他们活得很艰难了，如果可能你可以采取以地换股的方式交易。二级市场看到你以这么低的价格买来好的资产，股票价格就会上涨，你涨高之后老百姓、企业（包括卖给你地的企业主）人人都赚钱，你现在要做的事，就是把社会上能够拿到的优质资源放到一个企业里面，不断地膨胀。你现在100多亿元的市值，做到6000多亿元，就有50倍的回报了。但是这取决于你怎么做这个企业。所以，中国的市场实际上面临着—一个非常具有历史意义的里程碑般的时刻。

如果这个推论成立，中国资本市场在未来10—15年会发生什么事情呢？我想会有很多企业的发展超出我们的想象。再说房地产调控，目前的调控我的理解是国家实际上在帮助央企、龙头型企业消除其竞争对手。另外，行业龙头企业的诞生，一定是在行业处于困境的情况下，如果都赚钱了，谁也不会破产不会转卖。之前有些企业虽然资金很紧张，但因为形势好，还在拼命地扩张，当政策来了之后它们做不了，只能把

这个市场让给一流企业。所以，我们可以看到，在这个过程中，会出现很大的企业，超出我们的想象。在这样一个未来二三十年，有可能逐渐成为世界第一经济体的国家里面，我认为是金融投资的黄金时期。

千万不要让华尔街跳楼的戏言发生在我们的身上

顺着这个逻辑，我们现在说贫富不均，实际上再过10—15年一定会更不均，因为财富一定会向有智慧、有远见、愿意负责任的人手里聚集。以中国台湾的情况为例，1985年的时候三个家庭都有1亿新台币，到了1989年，如果第一个家庭将钱放在银行里面，基本上变成1亿多一点；第二个家庭如果买了台北市中心最好的房子，涨了12倍，就是12亿新台币；第三个家庭如果买了人寿保险，我不是说让大家都去买保险，我只是举例，4年的时间涨了130倍，就是130亿新台币。所以你的钱放在不同的企业、不同的地方，产生的效果非常不一样。比如说买茅台赚钱的，一定是少数的专业投资者，如果说招商银行赚钱了，那肯定是惠及大众的，因为一般人不敢买茅台，价格太高，但是招商银行的股票是属于大众的。在一个泡沫膨胀的时期，当你去尝试做资产估值的时候，很可能会丧失很多的机会，但是即便如此，我觉得还是应该很理智地判断。当年台湾股市上涨的大背景是货币升值，台币对美元从40：1上升到24：1，当然人民币从8.3：1升值到4.1：1也是有可能的。另外，台湾当时资产膨胀的情况和我们现在面临的一样。还有就是散户全面参与，背景极其相似。但即便如此，我觉得还是应该审慎为上，最好选择那些能经得起时光考验的企业。

当然还有更重要的，假如我们真的处在我们所认为的黄金时代，或者说我们认为这种情况发生的概率很大的话，千万不要让华尔街跳楼的戏言发生在我们的身上。有一个华尔街的投资家在一只股票上赚了几百倍，然后很郁闷，跳楼自杀了，为什么呢？因为他只买了100股，愧对了这个时代。我跟很多的投资专家交流，他们老是担心市场调整等等，但又都认同黄金时代这样一种说法。如果真是处在这样的时代，我认为就买股不动，动也是要换一个你认为更好的股票。我的考虑是没有第二种选择。

你到底要拿什么样的资产伴随一生？

我们做投资，一般都是在三四十岁才真正开始积累一定的财富。当你迈出这人生第一步的时候，到底要拿什么样的资产伴随我们一生？我们希望或者认同的价值理念是这样的：右手拿的箱子里面装的是你们家的房契、不动产、古玩、字画、珍珠、玛瑙，左手箱子里面装的是好公司的股权证，但是千万不要走两步就把这个箱子打开换些新的再装进去。你只需要在人生投资迈出第一步的时候，很慎重地选择，然后持有它，保护好这两个箱子，伴随你一生就足够了。

我相信多看一本书，多读一篇文章，多看一份报告，多思考一些问题，这里面就有财富，就有多一点改变我们、我们的家庭甚至是我们从事的投资事业的可能性。

在我自己的国家里，40年的艰辛岁月告诉我，如果你真的有才华，有广阔的胸襟，愿意努力奋斗，不忌妒他人的财富，不无所事事，不整天抱怨自己的生活，不找理由逃避责任，我们就有可能改变自己的命运与现状。资本市场是慷慨的，但它只惠及拥有智慧和善于利用他人智慧的人。

[1] 2007年3月4日在中国宏观经济预测春季年会上的演讲。

时间的玫瑰[1]

“时间的玫瑰”是北岛一部文集的名字，这个名字很有诗意，用它来演绎投资我觉得也十分吻合——我们的人生短暂，就像玫瑰，花开一季，匆匆凋谢。因此，我们应该如何进行投资就显得尤为重要。它让我们认真去思考：我们一生积累的财富将会随着时间的飞快流逝而不断贬值，还是更加富足？我们要如何用这短暂的一生，去赢取投资事业的绽放？

发现伟大的企业，坚持价值投资

从某种意义上说，投资就是用时间和生命来换取财富。巴菲特之所以伟大，不在于他在75岁的时候拥有了450亿美元的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守。最伟大的投资家会随着岁月消失，但某些投资的原则却亘古不变。我们如果越年轻的时候想得越明白，可能以后的财富就会越多。

从投资的角度看，对任何一个人而言，时间都是最有价值的资产。在香港买过汇丰银行股票的人很多，但是能够一直持有、历经岁月沧桑、繁荣萧条并享受到巨大盈利的人非常少见。投资要想胜出，我们就必须思考，到底是什么因素让汇丰在这沧桑岁月演变当中走得这么远，发展这么好？我们希望投资像皇冠上的珍珠一样的企业，而这样的企业必定能经受岁月的洗礼。

在思想上，格雷厄姆与费雪已经为我们指明了价值投资的方向；而巴菲特则已经将这些理论实践了几十年，并取得了辉煌的业绩。在中国，我们也完全可以实践这种理论，在其指引下分享价值投资所带来的丰厚收益。

投资要有长远的眼光

每一个人都能理解价值投资的方法，但能够做到像巴菲特一样却是非常不容易的事。曾经有个从加拿大回来的朋友说：我在美国敢长期投资，在中国不敢。我说，如果你不敢在中国长期投资，到了美国你更不敢。为什么？假设1956年巴菲特募集10.5万美元，成立合伙人公司的时候，你有幸在这10万美元当中占了1万美元，到1962年越战开始，你觉得马上就要打仗，赶快把钱拿了回来，假设这6年间巴菲特帮你赚了6倍。到1964年巴菲特收购伯克希尔公司，你发现即便打仗期间巴菲特还是做得很好。当然，你可能总结的原因主要是仗是在越南打的，即便死的美国人越来越多，反战的力量越来越强，但战争不会打到美国本土，巴菲特的投资不会受到影响，所以，这次你可以给他下个重注，比如买入100万美元的伯克希尔股票。但你又将赶上1973—1974年仅次于1929—1932年的大萧条期，道琼斯指数由1051点下跌45%至577点，“顶尖50”下跌率达70%~90%。伯克希尔公司的股票价格从每股90美元跌至每股40美元。这时候你是否能坚守自己的投资？！即便能坚持，你也还要再经受以色列与阿拉伯的“赎罪日战争”，以及由此导致的石油禁运，石油价格由6美元上涨到23美元。如果还能坚持，你还要面对打核战的可能，如果打核战（通常认为“冷战”伴随苏联解体结束，之前核战争理论上随时可能发生），美国就不会像越战那样本土不受到攻击，巴菲特的投资一定会面临极大的风险。

按我们一般的理解，上述任何一个原因都可能导致你决定卖出伯克希尔股票。假如你跟随巴菲特的投资之路到此结束，那么相比持有到今天，收益恐怕相差十万八千里。其实，当伯克希尔公司的股东也不是一帆风顺的。除去在1973—1974年的经济衰退期间受到的严重打击，在1987年的股灾中，伯克希尔的股票价格从每股大约4000美元跌至3000美元；1990—1991年的海湾战争期间，股票价格从每股8900美元急剧跌至5500美元；1998—2000年期间，伯克希尔公司宣布收购通用再保险公司（General Re）之后，股价从1998年每股大约80000美元跌至2000年初的40800美元。

投资，有时候是与运气相连的，特别是长期投资，最终的成功某种意义上取决于国运。如果巴菲特的投资不是从1956年开始的，而且是从1900开始到1956年结束的话，可能他就不是一个十分出色的投资家，因为这个时期经历了第一次世界大战、第二次世界大战，以及1929—1933年的“大萧条”，其间波动不但大，而且直到1956年3月12日，道琼斯指数才突破500点大关。巴菲特先生是幸运的，他从1956年开始投

资，过去的50多年美国处在一个非常高速增长的过程中。当然，更幸运的是，巴菲特先生虽然在1956年开始投资，他并没有从他父辈的那个时代——1956年以前美国50多年曲折的证券发展史中，得出不能长期投资的结论，而是做出了一个相反的判断。我相信如果有文献记载，那个时代绝大多数人总结的投资经验一定是，股票是不可以长期投资的。运气是为有思想和行动力的人准备的，巴菲特先生赢得了这份厚礼。

所以在我看来，投资比什么呢？比谁看得远。你只有具备真正的眼光才会坚定，如果没有真正长远的眼光，你很难坚定。当然也还要有运气。

正确的思考方式

我们一直认为，投资有点像孤独的乌龟在跟时间竞赛。说到投资，大家都想到兔子跑得快，可以赚到很多钱，但在我们的理念中，我们不希望成为兔子（尽管它跑得快），我们希望成为乌龟。北方有句土话“千年的王八，万年的龟”。兔子跑得快，但是它只能活三年，乌龟爬得慢，但是它可以活千年、万年，它会一直爬下去，遇到风险就把头缩回来，没有风险再向前爬。我们希望可以做到这样。

当然，长期投资最难的实际上是会遇到一些意想不到的事情，甚至是一些即便你想到但也必须经历的磨难。我打一个简单的比方，比如说禽流感又爆发了，你的投资能不能坚持？这是非常难的。我们在顺境的时候很容易坚持，真正难的是碰到大的自然灾害或者大动荡的时候。我内心非常敬佩巴菲特，为什么呢？因为巴菲特很年轻的时候就能够把这样深邃、影响人类生活的各种事件想清楚，并贯穿到自己的投资事业中坚守如一，这是多么困难的事！

投资中会有许多非常态的事件影响甚至伴随我们，这就是风险。但对风险思考的角度不同，会带来相反的投资结果。风险会时常出现在你的投资生涯当中，所以我们也只能祈求上天赐予我们做出正确决策的智慧，做我们应该做的事情。比如说我们选择茅台，不知道是否一定会涨，但是我们选择的是一种正确的思考和行为方式，什么时候涨不知道，甚至也不重要。

所以，要想让投资更成功，我们必须学着控制自己的思考方式。当兔子的人都是希望活得精彩的，有几个人想当缩头乌龟？没有人想当乌龟，但投资就是要跟永恒的时间相抗衡。假设我们现在开始进行一个投资比赛，比赛终点是地球爆炸的那一刻，你认为哪一种选择会胜出？

[1] 2006年4月8日在第一届私募基金与价值投资论坛上的演讲。

穿越时间的河流与伟大企业共成长 [1]

我是25岁从业，现在到了50岁，25岁、30岁、35岁、40岁、45岁、50岁，我觉得每隔5年我对投资的理解都非常不一样。

投资比的是谁看得远、看得准，谁敢重仓、能坚持

我们做投资最关键的一点是什么？我觉得就是要知道你现在站在世界的哪一个位置。这个看法为什么很重要？因为投资就是比谁看得远、看得准，谁敢重仓、能坚持。这都是源于对未来的展望。大家差不多都有一个共识，就是现在还是不错的。

但是在过去，比方说2007年，我在读中欧EMBA（高级管理人员工商管理硕士）的时候，有一个很著名的教授给我们上课，罗列了一堆经济数据后，给了一个非常悲观的结论。当时我向这个教授提问：“教授，按您的分析和逻辑，中国有没有未来？”他斩钉截铁地说：“没有！”如果一个很著名的教授，在2007年的时候告诉你中国没有未来，我们班90%是做企业的，那我们是不是要把自己的企业卖掉，把房子卖掉，移民？

如果那时你卖掉企业和房子，离开中国，十年后的今天你是否会非常遗憾？

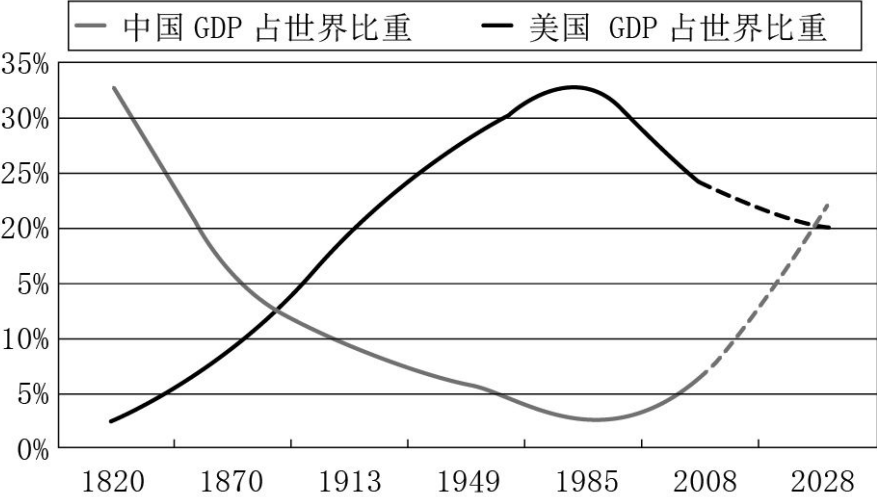
在最难的时候，你对国运的看法很重要。

大家可以看下图3，虚线开始的地方是2008年，我们知道2008年发生过两件大事，一件事是北京奥运会，另一件事就是席卷全球的金融危机。很多人担心，2018年，10年过去了，是不是又到了发生经济危机的时刻？你在2008年发生经济危机的时候对中国是什么样的看法，决定了你未来很长时期的道路。在2008年发生经济危机的时候温总理说，2008年是中国经济有史以来最难的一年。2009年他又说，中国经济是本世纪以来最艰难的一年。每年都很难，但年年难过年年过，年年过得都不错。我们回过头来看，过去的十年是中国历史上发展最黄金的一段时光。你在2007年、2008年全球金融危机的时候，在最难的时候，对

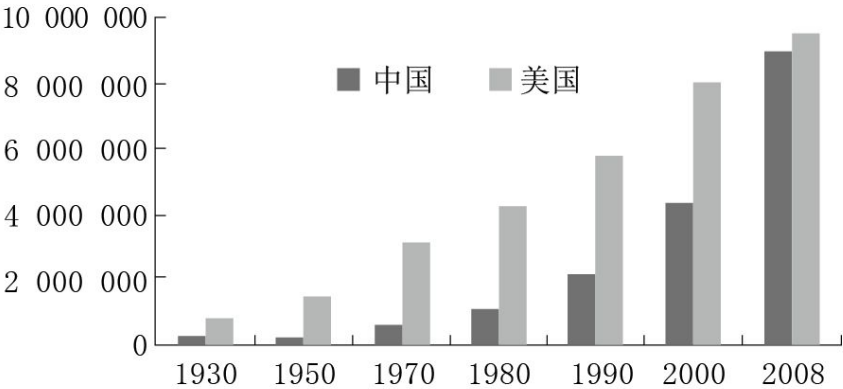
中国的看法很重要。所有的投资都取决于你的眼光。

美国从1970年起到2008年的38年中，GDP增长的绝对值长期稳居第一，但中国在2008年超过了美国，这一反转的趋势在2008年后更为显著。

过去 200 年来中美 GDP 的比较



中美 GDP 比较（1930—2008 年）（PPP，单位：1990Int, GK\$）



数据来源：Angus Maddisona



2008 年中国 GDP 规模冲过了 4 万亿美元大关。



数十年来，中国 GDP 年增长的绝对数第一次超过美国的 5020 亿美元，是美国 2008 年 GDP 增长的 1.43 倍。



历史上，每一次真正重大的危机，总伴随着一些庞大帝国的衰退和一些新兴强国的崛起。



2008 年后，中美的差异将逐渐缩小，逐渐回归更为平衡的轨道

图3 中美GDP比较

现在中国的人均GDP是9000多美元，相当于美国20世纪70年代的水平。在现在这个大背景下，预计中国到2035年会成为中等强国，到2050年会成为发达国家。比较中美两国GDP，到2025年中国会成为全世界最大的经济体，到2050年中国经济规模会是美国的两倍。而且在有记载的历史当中，中国90%的时间都是全世界最大的经济体。我们看到中国长期向上，你是不是有坚定的信念，相信这个结果呢？投资事后看都容易，但事中、事前都非常难。我们看美国从1820—1990年，以及“9·11”事件之后发生的变迁。大家可以看到，实际上，1913年在美国经济表现出最强劲的一个上升势头时，美国发生了经济危机，摩根用一己之力拯救了美国。那时摩根说了一句很有名的话：做空美国会破产的！这跟我们在2008年经历的非常像，在预示中国真正崛起的时刻也发生了经济危机。

你对中国和世界长远未来的看法决定了你长期的收益。实际上我们中国甚至全世界投资人今天面临的时代，比巴菲特刚开始投资的时代要和平得多、繁荣得多。所以如果没有一个正确的价值观，是很难获得长期成功的。做投资是很难的。我们中国是有光明的未来的，目前我们面临的环境是超越摩根和巴菲特，应该是横跨了他们两人的时代，甚至将迎接第三个新时代。巴菲特1956年刚刚开始管理私募基金的时候，处在美国经济占全世界的比重不断上升的过程中，但是现在是一个下降过

程。如果能做类比的话，我们这一代中国投资人面临着摩根和巴菲特两个时代，到2049年新中国成立一百年时中国会成为发达国家，我们面临的是比他们更好的时代。资本市场本身都是充满起伏的，包括巴菲特时代。很多人说如果自己在巴菲特开始投资的年代投资，也能成为巴菲特，这其实是很困难的。

巴菲特开始管理私募基金不久就遇到了越战（1955—1975年）。其间还经历了1962年古巴导弹危机，1963年肯尼迪总统遇刺，1965年约翰逊政府直接派军队参战。1975年，美国在蒙受超过5.8万人丧生、30多万人受伤、耗资4000多亿美元的巨大损失后撤出越南。还有长达17年的美国滞胀期和两次石油危机。道琼斯工业指数：1964年12月31日，874.12点；1981年12月31日，875.00点。17年美股只涨了一个点不到，中间还经历过几次非常大的起伏，所以说投资本身并不容易。

巴菲特之所以伟大，不在于他75岁时拥有450亿美元的财富，而在于他很年轻的时候想明白了许多道理，然后用一生的岁月来坚守。如果中国经济是长期上升的话，我们会看到有些中国公司会表现非常出色。中国很多人都希望投资教育企业，龙头企业是好未来，它是我们这几年投资组合中按比例对我们贡献收益最多的。中国能够承载这种社会财富的增长最好、最活跃的企业都因为我们不是注册制，选择在美国或者中国香港上市，这是比较遗憾的。如果中国借鉴美国崛起之路，中国的公司是有机会借助资本市场实现更快的成长的。

图4是2017年9月我在哈佛商学院学习的时候，曾任里根政府国防部长特别顾问的哈佛大学肯尼迪政府学院首任院长格雷厄姆·艾利森教授做的，他用这个图比较中美两国：为什么中国有未来？为什么今天的中国投资人很幸运？按购买力平价计算，在2004年的时候美国是一个大球，中国是一个小球，2014年中美两国经济基本平衡了，但到2024年中国会变成大球，美国会变成小球。

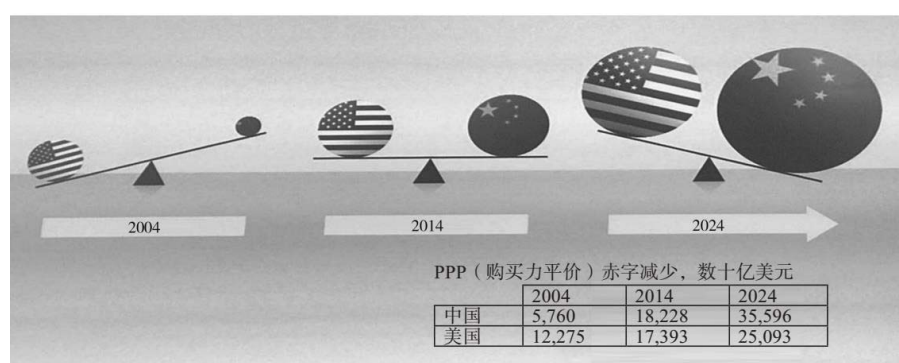


图4 谁在平衡谁？

注：该图由曾任里根政府美国国防部长特别顾问的哈佛大学肯尼迪政府学院首任院长格雷厄姆·艾利森教授制作。

信息来源：国际货币基金组织、经济学人智库。

大家可以想象再过10年，如果中国有6~8艘航空母舰，有200或500架歼-20，有2000枚或5000枚核导弹，那就是真正崛起了。

艾利森教授还谈了效率问题，哈佛旁有条河叫查尔斯河，上面有座桥已经维修了十几年了还没修好。教授跟我们说，你们明年来的时候保证这座桥还是没有修好。我把这个例子跟一个台湾朋友聊，他说太对了，不仅是美国，欧洲也一样。他有个朋友是德国人，家乡有一座桥，1970年立项准备修，一直到2001年才修好。艾利森教授在课堂上给我们放了一个视频，北京三元桥的维修，一共用了48个小时。在美国、欧洲，几十年修不好一座桥，在中国，复杂得多的桥48个小时就能修好，这就是中国的效率。如果中国这么有效率，历史天平会向中国倾斜的。

行业龙头会有所表现

如果中国未来的经济发展比美国还好，到底有哪些行业会受益呢？

我们把时间拉长一点，比方说从1978—2006年，这个时期美国发展不错的行业，估计在中国崛起的过程中，应该也是不错的，比如像化妆品、医药品、软饮料、烟草、软件、计算机等，现在有不少人嫉妒、讽刺带挖苦地说，中国崛起要靠茅台吗？中国崛起当然不能只靠茅台，我们还有华为、大疆、腾讯、阿里巴巴等企业，就像美国的崛起一样，一定是全面地崛起。

大家可以看菲利普·莫里斯，它生产万宝路香烟，股价涨了60多年，公司存续了200多年。美国的崛起不仅有Google（谷歌）、苹果、微软、亚马逊、Facebook（脸谱网），还有可口可乐、麦当劳、肯德基、星巴克、菲利普·莫里斯等传统企业。

我记得我1989年第一次吃肯德基的时候感觉很幸福，但是现在吃还感觉很幸福吗？我们年轻的时候吸万宝路香烟感觉很幸福，现在不会了，现在吸中华。星巴克刚来中国的时候，女孩子坐在星巴克里感觉很小资，但现在可能你觉得坐在茶馆里更舒服。

所以真正的崛起，肯定是全面的崛起，在崛起过程中，所有的龙头行业都会有所表现，在美国是这样，我相信在中国也是一样。我们中国有传统文化孕育出来的企业，比如涪陵榨菜、海天味业、茅台，有人问我茅台能不能长久，我想说文化的东西是很难改变的，风俗、宗教、文化的变化频率是100~1000年。这些代表民族文化习性的东西，总的来说会有一些比较好的表现。

实际上投资是一个不断学习的过程，我们的基金在2008年金融危机时有一个很大的回撤。2009年我选了一个行业投资，就是化妆品行业。当时化妆品行业只有一家上市公司——上海家化。买入上海家化帮助我们我们从2008年的泥潭中走了出来。我们应该投资这些能够持续创造财富的公司和行业。

另外我也想跟大家分享一下更深层的东西，在中国改革开放39年的过程当中，很多人并不认同摩根在1913年说过的那句话：做空美国会破产。中国39年改革开放中，一代一代的富人很多赚到钱后第一选择是移民，靠投资成为富豪的，第一代靠抽签表，之后靠国债期货。我的一个朋友1995年靠国债期货赚了2000万，就选择了移民，他在中国养成了投机习惯，在美国就继续投机，结果失败了，前两年又回来了。他们为什么移民？



非正式制度

风俗、传统、宗教、文化，其变化频率是100—1000年



正式制度（博弈规则）

正式规则：宪法、法律、产权；政体、法律、司法、政府，其变化频率是10—100年



治理（博弈执行）

公司治理、政府治理、交易治理，其变化频率是1—10年



短期社会资源分配制度

较高的层级对以下层级施加限制

图5 威廉姆森的4个制度层级

这些人有些担心，但我认为这些人的担心大概率情况下是多余的。真正决定一个国家长远未来的是风俗、习惯、传统、宗教与文化，其变化周期是100年到1000年。

中国为什么有未来？下面这个图，是中国能突破中等收入陷阱成为发达国家的一个核心点。



图6 拥挤的人群

资料来源：新浪网。

我是1992年8月到深圳的，那时股票发行风波事件刚刚过去一周。大家看到图片中这个女孩子吗？我觉得这个女孩子是中国突破中等收入陷阱成为发达国家的秘密，为什么？

如果一个女孩子走在街上，一个男士突然从后面抱住你，她就会马上“啪”一个巴掌打过去，然后报警。但图片上这个女孩子为什么会这样？为什么她抱着别人，别人紧紧地抱着她，而她很痛苦地看着我们？女孩子身上体现的就是对财富的渴望。对财富的渴望是中国不断崛起的原因之一。这种东西是几千年的风俗习惯，是传统宗教文化潜移默化的结果。中国历史上战争很频繁，但是只要有几十年的太平岁月，中国就会积聚起很多的财富。改革开放到现在是39年，中国马上将超越美国成为全世界最大的经济体，稳定100年甚至更长远的岁月，中国人创造出的财富是非常巨大的，所以说在中国做投资和财富管理是一件非常幸运的事。

做投资，风控很重要，选择好的企业

但是在一个长期上升的经济体当中，这个市场本身也是波澜起伏的，中间会发生金融危机。我从业25年，每隔几年都要经历一次超过50%的跌幅，甚至有时会持续3~5年。

我们说中国改革开放这么多年，很多人是用错误的理念赚了很多钱。在中国改革开放的过程当中，房地产市场从来没有像股票市场这样，出现房价下跌50%、地价下跌20%，而且持续3~5年的情况。

打个比方，2008年，如果房价跌50%，地价跌20%或30%，持续到2013年，许家印会破产，王健林会破产。但做投资的都经历过，2015年，股票市场下跌超过50%，而且一直持续低迷到现在。所以做投资，风控很重要，需要不断认清现实，不断学习。

当然有一种办法是能穿越这种变化的，那就是选择好的企业。我十一期间在伦敦的时候碰到了福耀玻璃的董事长曹德旺先生。如果你在1993年顶部的时候买入福耀玻璃，至今回报是47倍；如果很幸运是1994年底部的時候买福耀玻璃，至今回报是167倍。当然，如果你在1994年底部的時候买入云南白药，至今回报是570倍。

表1 1993年与1994年在市场高位和低位时买入优质公司的回报率

代码	公司	上市日期	1993 年顶部至今倍数	1994 年底部至今倍数
600653	申华控股	1990-12-19	3.0	10.1
600655	豫园商城	1992-09-02	4.6	15.7
600601	方正科技	1990-12-19	5.6	13.2
000001	平安银行	1991-04-03	11.4	20.3
600651	飞乐音响	1990-12-19	12.9	19.0
000028	国药一致	1993-08-09	27.3	107.7
600660	福耀玻璃	1993-06-10	47.3	167.1
600690	青岛海尔	1993-11-19	37.1	139.4
000002	万科 A	1991-01-29	60.4	151.7
000538	云南白药	1993-12-15	146.3	570.7

当然还有网易，网易自2001年互联网泡沫之后，股价上涨超过2600倍。

我个人觉得投资是比谁看得远、能坚持。实际上我在2001年的时候就认为互联网行业未来会成为一个主流行业，所以我动员一位朋友拿了100万美元去买三个公司——搜狐、网易、新浪，只要剩下一家公司，就赢了。朋友的钱打到了美林证券，为她服务的客户经理告诫我的朋友千万别买这三个公司，说这三个公司会破产。

我那个朋友一听就害怕了，就没买。但段永平先生大概买了200万美元，赚了200倍，变成了4亿美元。这很多了吧？但他也很遗憾，如果不卖，现在就变成52亿美元了。后来，2006年4月当我再次建议这位朋友买入腾讯的时候，她义无反顾地以12元港币买入并持有至今。

另外，投资最难的地方在于，卖了一只股票，用更高的价位买回来。

很多人问投资难在哪里？比方说，你花100万美元买了网易，被一点市场噪声或一个危机影响，赚9倍就卖掉了，准备等跌了再买回来。但这个公司没跌，甚至涨到12块钱、15块钱、20块钱，从此以后这个公司跟你就没有关系了。

深圳有一帮非常出色的投资人，我觉得他们是真正深度的价值投资者。他们投入所有的钱在一只股票上，不是买100股，而是花几亿、几十亿去买，这是真正深度的价值投资者。但即便是他们，对企业的研究

很透彻，遇到上面这种问题也是很难处理的，这是关乎人性的考验。如果卖了一只股票，后面要用更高的价位买回来，哪怕是经过长时间锤炼的投资人处理起来都很困难。

战胜AlphaGo靠什么？还是要靠分析企业

怎样才能赚到10倍、100倍、2000倍？哪一种投资哲学才能帮你赚到10倍、100倍、2000倍的钱？

我个人认为，未来投资体系的变化是两种，一种是量化。我的一个前同事，师从美国一位诺贝尔奖获得者，他们目前也在做投资，她告诉我他们从来没有输过，而且只接亿元（美元）以上的客户。你怎么跟诺贝尔奖获得者的团队去拼？

还有一种，买了网易，不动行不行？钱会往有眼光的人手里集中，谁更有智慧，这个钱就会往谁这集中，AlphaGo会帮助你洞察企业。

未来真正能够长存的，能够战胜AlphaGo等的是什么？分析企业。

在我们的价值体系和哲学思考中，我们认为，只有从企业本身出发，才能真正赚到钱，这也是我们东方港湾成立以来一直在学习和坚持的东西。

东方港湾是2004年成立的，当时前后成立的私募基金大概有12家。它们有的一开始就发行了基金。我们是专户理财，直到2007年，我们才发行了第一只基金。但总体来说，我们选择的这些公司，经过了时间的沉淀，绽放了它们的魅力，现在都很出色，股价也都在创新高。在中国践行价值投资，这个过程也充满了酸甜苦辣。

表2 东方港湾国内投资业绩

时间	本期收益率	上证指数同期收益	OHIM 净值	上证指数净值
2004	45%	-15%	1.45	0.85
2005	38%	-8%	2.00	0.78
2006	233%	130%	6.66	1.79
2007	98%	97%	13.20	3.51
2008	-61%	-65%	5.11	1.22
2009	72%	80%	8.77	2.19
2010	17%	-14%	10.22	1.88
2011	-13%	-22%	8.91	1.47
2012	-2%	3%	8.76	1.52
2013	-3%	-7%	8.49	1.41
2014	40%	53%	11.92	2.16
2015	28%	9%	15.25	2.36
2016	-5.0%	-12.5%	14.49	2.07
2017/10/27	59.0%	10.09%	23.03	2.28
复合收益率			25.48%	5.92%

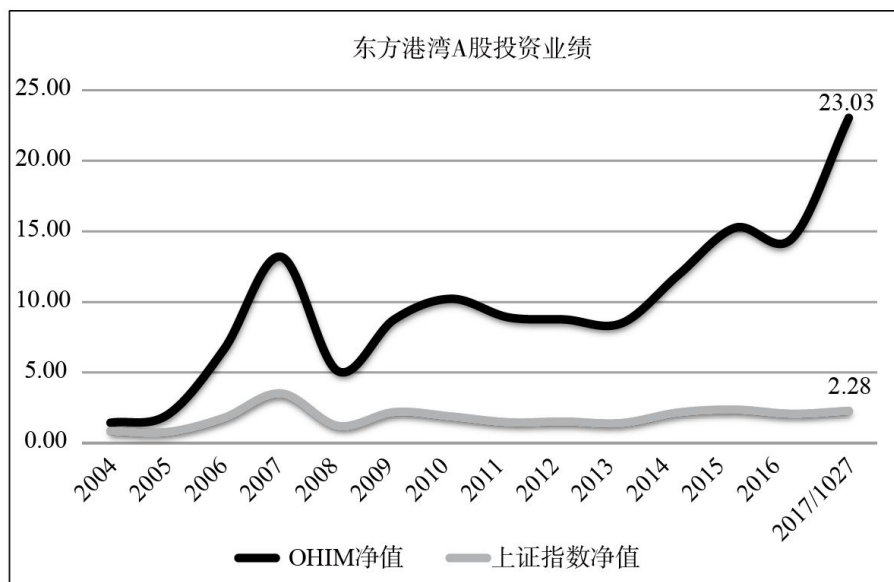


图7 东方港湾：创造长期优秀回报

注：2007年以前为公司最大专户回报率；2007年以后按平安·东方港湾马拉松信托业绩统计；2017年以后为汉景港湾1号业绩。
数据为东方港湾内部测算结果，具体净值数据以公告为准。

在2008年的时候，我们机械学习巴菲特的价值投资理念，无论碰到经济危机还是行业危机，像2012年、2013年白酒危机的时候，我们一股茅台都没有卖出过，反而还在持续买入。

但教训太惨痛了！2007年的时候我们管理的资金规模是33亿元左右，到了2008年连赎回带亏损变成了8个亿。2012年、2013年白酒危机期间茅台股价跌了61%，我们组合中的上涨弥补了茅台的损失，所以收益率在-3% ~ -2%。

2015年危机还没有发生的时候，当年6月18日我在达晨创投基金年会上曾有一个主题发言，我说“A股有可能会发生类似1987年的股灾”，杠杆加泡沫最容易引发股灾。汲取前几次的教训，碰到可能发生系统性风险的时候我们选择把其他的股全都卖掉，只留茅台和平安。

但是当危机真正发生的时候，我们把平安全部都卖掉，茅台也卖了90%。很多人在网上质疑我们，但是我们做基金的，跟巴菲特的商业模式相比，差异很大。比方说你的基金是0.8的止损线，如果跌破止损线，再涨起来也跟你没关系了，因为已经清盘了。

表3 东方港湾海外投资业绩

过往 14 年，东方港湾在海外市场创造了 23.32% 的复合收益率。						
投资案例：腾讯控股、白云山、同仁堂、奇虎 360、特斯拉、Facebook、好未来等。						
时间	本期收益率	恒生指数	纳斯达克	OHIM 净值	恒指 净值	纳指 净值
2004	53.74%	13.15%	8.59%	1.5	1.1	1.1
2005	19.04%	4.54%	1.37%	1.8	1.2	1.1
2006	116.33%	34.20%	9.52%	4.0	1.6	1.2
2007	63.20%	39.31%	9.81%	6.5	2.2	1.3
2008	-55.34%	-48.27%	-40.54%	2.9	1.1	0.8
2009	114.66%	52.02%	43.89%	6.2	1.7	1.1
2010	15.59%	5.32%	16.91%	7.2	1.8	1.3
2011	-23.28%	-19.97%	-1.80%	5.5	1.5	1.3
2012	9.12%	22.91%	15.91%	6.0	1.8	1.5
2013	99.06%	2.87%	38.32%	11.9	1.9	2.1
2014	10.43%	-2.85%	8.89%	13.2	1.8	2.3
2015	-3.64%	-7.16%	5.73%	12.7	1.7	2.4
2016	-10.0%	0.0%	7.0%	11.4	1.7	2.6
2017/10/31	60.3%	28.4%	25.0%	18.3	2.1	3.2

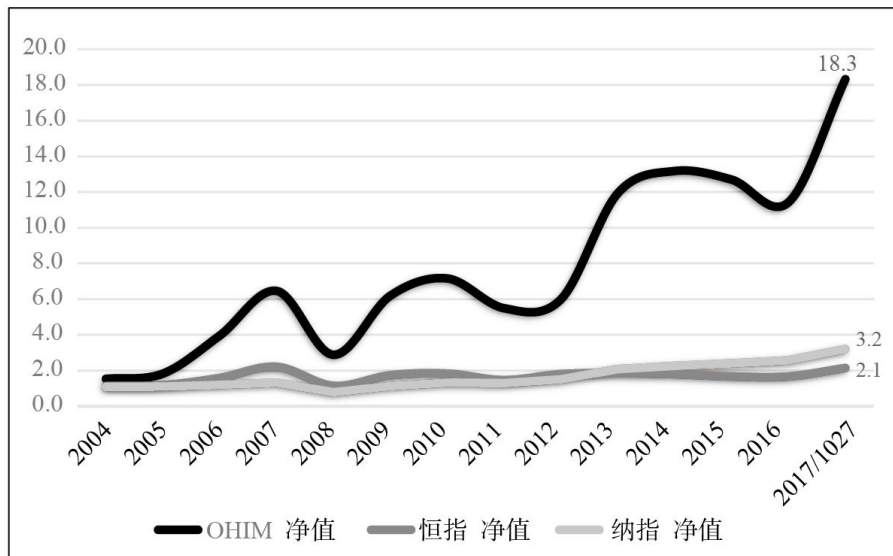


图8 东方港湾：创造长期优秀回报

注：2016年以前业绩为海外最大专户收益率，由摩根士丹利提供，经安永会计师事务所审计。2016年以后业绩为公司持牌基金东方港湾海外投资基金业绩。数据为东方港湾内部测算结果，具体净值数据以公告为准。

做基金投资的，如果有一个很大的回撤，比如60%的回撤，想弥补这个回撤非常困难，需要很长的时间。今年，我们业绩本身还是不错的，但也在洞朗事件时做了适当的卖出决定，国内部分卖出了除茅台和腾讯以外的所有股票，后来又买了回来。

我们海外过去十三年的复合收益率是23.40%，国内是25.48%。东方港湾成立以来，一直在做海外投资。但是我们在2016年犯了一个错误，我们有9只基金去参与海外的私有化，在30多家宣布私有化的公司中选择了4家董事会已经通过了私有化方案的公司，想套利10%~15%。但2016年6月份起证监会就不让这些公司回来了，所以我们有了一个10%的回撤。

你去投机的话，不是这次死就是下次死

我自己总结了一下，很多人投机是能赚钱的，但我每次投机都失败，屡试不爽。但是如果你从企业出发，你的投资基本是没问题的。很多中国人是靠错误的理念赚了很多钱，包括房地产，像我们股票也是一样。如果你认为中国A股是政策市场，那2015年你会输的很惨。

在2015年第一轮下挫的一个周末出了很多利好消息，我有一个老同事给我一个朋友打电话，他5000点已经跑了，他说这是我们这个年龄最后一次发大财的机会，如果你认为政策很重要，跑了以后你会不会买进去？

那时候他的4个亿买进去了，还融了两倍的资金，大概8个亿，就没了。

我从业了25年，各路英雄好汉都见过，但真正能够长存的，像芒格现在已经93岁，巴菲特现在88岁，像他们一样唯一能够真正干到100岁还能干的就是从企业出发的投资。你去投机的话，不是这次死就是下次死，反正早晚得死。

腾讯和茅台：要和企业家站在一样的角度，甚至比他们站得更高

我们以腾讯和茅台这两个公司为例，看看我们到底是怎么去思考企业的。

国酒茅台像“液体黄金”般珍贵，是中华民族的文化图腾之一。茅台镇独特的微生物环境和珍贵的老酒资源，是茅台难以被复制和跨越的竞争壁垒。2004年6月，茅台市值112亿，而单凭飞天茅台的5年基酒库存价值已超过200亿。

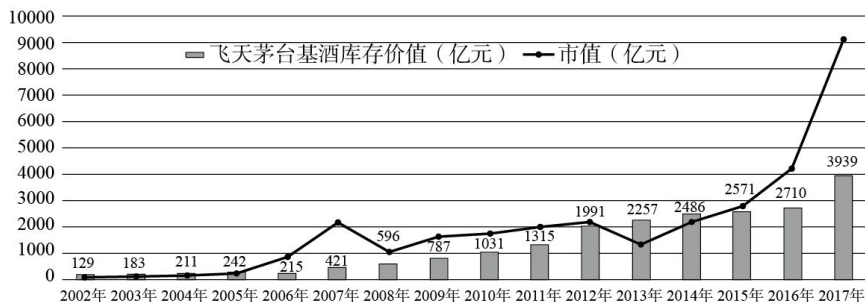


图9 出厂价口径飞天茅台5年基酒库存价值

比如茅台，商业模式非常简单。改变文化是很困难的一件事。中国只要白酒文化不变，赤水河的水在流淌，当地小红梁还在生长，茅台就像液体金山。水和粮食酿造，毛利率在90% ~ 92%，净利率50%。大家都知道这个很赚钱，但如果你想仿造的话就会把你抓起来。它比金山还值钱，是永不枯竭的金山。茅台在历史上只有两次市值比库存价值低，

也就是量的增长和价格的提升阶段。如果它今年的销量是2.68万吨，未来提高到8万吨的话，还有近3倍空间；如果它今年的销量是3万吨，即便终极产能是6万吨，也有两倍空间。如果今年茅台的净利润为270亿元，那乘以4大约是1080亿元利润，乘以6就是1620亿元，给20倍PE（市盈率），分别是2.16万亿元市值与3.24万亿元市值；给25倍PE，则分别是2.7万亿元与4.05万亿元。量是有天花板的，价格是保守的，未来茅台提价空间绝对不止一倍。

一个好的企业是需要不断挖掘的。今年以来茅台的生肖酒表现挺好，年初的时候我跟茅台的领导说，你们能不能出个春夏秋冬系列酒，他们说准备要出百家姓酒，如果前50个姓每年发售20吨，那就是1000吨的增量，538个姓就要10760吨。所以说什么是好的企业？一个好的企业拥有好的品牌，就会创造需求。

买到好的企业、好的价格才能赚钱。

我们2007年发行的第一只基金茅台仓位很重，但到2017年时2月到期时只赚了一倍，如下图，如果你在2007年高点买茅台，直到2016年才开始赚钱，9年时间过去了，比抗战8年还多了1年，而茅台中间还经历了两次60%多的下跌，所以投资是非常难的。哪怕是中国最好的公司，如果你的投资不恰当，也是有很大的风险。当然除非你能一直在最恰当的位置买进卖出，我们在座的各位都尝试着想做到，但是做不到。

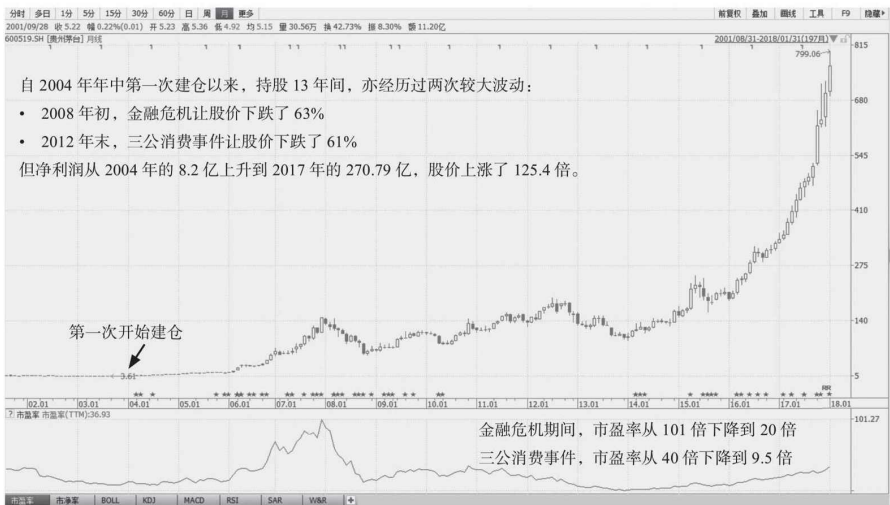


图11 持股的13年间，虽经两次较大波动，仍上涨了125.4倍

如果你是公开基金一定做不到的，因为有0.8的止损线一直压着你。所以巴菲特伟大不在于2007年他拥有了470亿的财富，而是在于他的投资是用一生的岁月来坚守，在于他的理念，还有他的运作方式，这都是一个长期积累的过程。

表4 贵州茅台：穿越周期、市盈率损失与盈利增长

	营业总收入 (亿)	Δ (Sales)	净利率	净利润 (亿)	Δ (NIM)	市盈率 (×)	Δ (P/E)	收盘价	总市值
1998	6.28		23.4%	1.47					
1999	8.91	41.9%	24.2%	2.16	3.6%				
2000	11.14	25.0%	22.5%	2.51	-7.1%				
2001	16.18	45.2%	20.3%	3.28	-10.0%	23.3		7.35	76.3
2002	18.35	13.4%	20.5%	3.77	1.3%	15.0	-35.7%	5.43	56.4
2003	24.01	30.8%	24.4%	5.87	19.0%	10.6	-29.0%	6	62.3
2004	30.10	25.4%	27.3%	8.21	11.6%	14.4	35.4%	11.36	117.9
2005	39.31	30.6%	28.5%	11.19	4.4%	15.9	10.6%	17.12	177.7
2006	49.03	24.7%	31.5%	15.45	10.7%	50.8	219.6%	75.54	784.2
2007	72.37	47.6%	39.1%	28.31	24.1%	73.0	43.8%	199.04	2066.4
2008	82.42	13.9%	46.1%	37.99	17.8%	25.9	-64.6%	94.6	982.1
2009	96.70	17.3%	44.6%	43.12	-3.3%	35.9	38.7%	148.96	1546.5
2010	116.33	20.3%	43.4%	50.51	-2.6%	33.5	-6.7%	162.83	1690.5
2011	184.02	58.2%	47.6%	87.63	9.7%	22.5	-32.6%	190.31	1975.8
2012	264.55	43.8%	50.3%	133.08	5.7%	16.3	-27.5%	179.04	2170.0
2013	310.71	17.4%	48.7%	151.37	-3.2%	8.8	-46.0%	113.59	1332.8
2007-13	329.3%			434.7%		-87.9%			-35.5%

这是我们用血泪的教训换来的一张表，我们在2008年与2012年、2013年亏了那么多的钱总结了这么一张表，这是用几十亿代价换来的，是真正的干货。当时我们犯了一个什么错误？2007年的时候茅台的利润是28亿，在2013年是151亿，利润增加了四倍多，但是市盈率一直在跌，静态市盈率从73倍跌倒了8.8倍，就是赚了这么多钱，还弥补不了市盈率的损失，为什么A股投资人大部分是亏损的，普遍估值过高是非常重要的原因之一，所以说投资是一件非常难的事情。

另外一家企业是腾讯。

我觉得马化腾给我们上了一堂很好的金融课。你要是能跟马化腾称兄道弟，能不能在腾讯上赚到大钱？不一定。为什么？据说腾讯上市之

后，马化腾的爸爸就卖掉了手中腾讯的股票。我有一个朋友，有一次在和我吃饭时说，他在2004年买了几千万的腾讯。他的太太和马化腾的太太是很好的朋友，交流时马化腾的太太一直不太看好腾讯。因此，我的朋友早早地以几块钱的价格卖掉了。公开信息显示，金融危机期间马化腾先生也曾经和外资大行对赌，失去了好多腾讯的股票，而且一路减持至今。但每次减持，腾讯都大涨。

2006年4月我在乐百氏创始人之一的杨杰强的账户里，以12元左右的价格买了腾讯，2001年我错失了网易，对腾讯就没有犹豫。2007年在中欧商学院读书的时候，我和同学交流投资，举例说应该买腾讯，但我们班有个腾讯的高管反而卖了腾讯的股票，今年他说少赚了8个亿。

我们投资比的是什么呢？比谁看得远，看得准。

如果你是在仰视这些企业家，很难赚到钱，作为投资人你一定要独立思考。思想没有禁区，一定要和企业家站在一样的角度，甚至比他还站得更高才能赚钱。如果我们认为人类的未来是VR、人工智能、大数据、无人驾驶和云计算等引领，美国企业会买亚马逊、买微软、买谷歌；中国企业中我会买腾讯和阿里巴巴。

总体来说，投资就是从企业出发，跟随这个时代来发展，然后取得更好的成绩。

2018年的市场环境

我认为2018年会继续2017年两极分化的情况，当然很多人现在寄希望于切换，从我们在海外投资13年的经验来看，海外投资者基本上围绕蓝筹股在交易，一般的专业机构都围绕着前100只股票交易。在美国，五大公司占了纳斯达克总市值的42%。美国从2008年到现在已经有9年牛市了，但是如果你没买这五大公司，总的来说是非常难赚到钱的。

中国的A股市场已经27年了，应该到了分水岭，从供给关系的角度来看，如果每年有400家企业上市，10年就是4000家，加上已上市的3000多家，一共有7000多家，差不多等同于新三板。我相信A股市场规模不断增加的时候，这个市场会发生很大的变化。2018年最确定的是中

国资本市场将加入MSCI指数，我们在A股市场的交易文化已经在发生很大的变化，特别是今年，我相信明年也一样。

现在A股市场总的来说是存量博弈，唯一的变量是海外资金。海外资金买的是中国最核心的资产。从韩国、中国台湾市场加入MSCI指数的情况看，基本上都有三到五年的蓝筹股牛市。这些钱进入中国的时候，买的就是蓝筹股企业。在中国做价值投资确实是非常难的，前几年的疯狂炒作让大家失去了对好公司的洞察和分享。

总的来说，2018年蓝筹股还是会获得足够的关注度，而且这可能是永久的现象。

另外我们判断2018年是承前启后的一年。1992年，让中国政治、经济、社会、文化有很大的变化，2018年中国的政治、经济、社会、文化也会有很大的变化。中国资本市场的发展要靠这些伟大的企业，而且更重要的是，就全世界来看，不仅仅是中国，真正的商业模式已经在发生很深刻的变化，财富源向大企业手里集中。如果真的看好AI、云计算、大数据、无人驾驶等，未来谁拥有数据谁就拥有未来。

[1] 2017年11月8日，在由格隆汇全力打造、腾讯Fintech全程独家冠名、香港交易所全程支持的“决战港股”海外投资嘉年华深圳峰会上的演讲。

第二篇

投资札记

投资最难的是什么？我希望用我的文字，记录下我投资经历中的经验与教训，以及对投资事业的理解与感受，我希望这些略显零散的札记，能让阅读它的投资者有所启发和借鉴。

投资札记之一：偶然的投资人生

除非是神仙，绝大多数优秀的投资人，都有过失败的教训，他们的技艺增长与宝贵经验是靠白花花的银子换来的。我也不例外，一路走来，总共有早期4次以及东方港湾成立以来犯过的3次错误，合计7次重大挫折，让我受益匪浅。

偶然的投资人生

我的前半生充满偶然与奇迹，如果不是岁月巨大的变迁，我想无论如何我也走不上投资这条道路，它对我来说太偶然了。为什么说偶然？因为我大学学的是体育专业，正常的生活轨迹应该是在高校当体育教师或者是从事与体育相关的事业。至少我在读书的时候，从来没想过与股票、投资有什么关系，但这一切又仿佛早已注定，准确地说，是生活的自然法则选择了我去从事投资事业。

1990年大学毕业，无处可去的我，只好到开封化肥厂供水车间当一名钳工。我们钳工班6个人，主要的任务就是修理工厂的进出水泵，进出水泵工作环境尚可，但维修出水泵就要像消防员一样穿上防护装置，下到几十米深、污泥齐腰的地方，工作环境相当艰苦。还好工人师傅们非常照顾我，常让我干最轻的活，他们的乐观也感染着我。但有时候，当我一个人劳累之后躺在出水泵房的水泥地上，看着南去的白云，心里就在想：难道我一辈子就在这里度过吗？

还好有一位开明的父亲和不少愿意帮助我的朋友，通过我的初中好友、北大毕业的白俊杰的介绍，1991年南下到了广州，找到了当时在陶铸女儿陶斯亮手下工作的一位北大毕业的朋友应华江。这位朋友义气慷慨，当年我们这十几号来自祖国四面八方的同命人，都聚集在他那距广州军区不远的房子里，他不仅管吃管住，还帮我们找工作，真不容易。在广州三个月，工作没少找，但学体育的好像没有地方要，焦急的时刻，正好在艰难岁月中共过患难的朋友郭燕军先生从北京打来电话，让我去北京帮他打理公司。到北京工作差不多一年的时间，他又派我到深

圳帮他打理他的电脑公司。

1992年8月底我终于在深圳落脚。刚来的时候，正好1992年8月的股票风潮刚过，听朋友言语间讨论，才知道什么是原始股与股票，才知道股票这个东西能挣钱。也是偶然，就在我刚到深圳不久，共患过难的社科院陶永谊博士等几位朋友也来到深圳，他们没地方住，就和我一起住在北京朋友郭大哥位于桑达新村的房子里。他们几个正好在深圳新兰德投资咨询公司搞股票培训，有这个便利我就开始学习股票投资，还开了个股票户口用来交易。

1993年2月，北京朋友要撤离深圳，我也就进入陶博士承包的深圳新兰德投资咨询公司培训部担任证券分析师，开始了正式的投资生涯。

现在很能理解大时代背景下人生的起伏与波澜。如果没有历史机缘，我绝不会走上投资这条道路；如果没有北京朋友郭大哥的帮助，我可能不会到深圳；如果没有陶博士，我可能只是业余从事投资；如果没有一次次的挫折与总结，我也不会走上价值投资之路。我的投资人生充满奇遇，一个环节的选择，都可能导致不同的道路与不一样的人生。

早期四次重要挫折

1993年2月北京朋友郭大哥要撤离深圳，他拿出50万元人民币让我帮他做股票。从1993年的2月到9月，当我把股票市值做到了70多万元，有了一个很好的回报以后，其他一些朋友觉得能挣钱，也就拿一些钱来。那时候本金加上盈利，差不多有250万。可就在此刻我犯了第一个致命的投资错误。1993年9月牛市接近尾声，恰好得到一个著名股评家的消息说深深房有大机会，就投入了所有资金，结果本金也亏了一半。直到1994年10月，经过11个月才弥补亏损，小有盈利。

1995年做多国债期货是我遭受的最大挫折。当时内地很多机构都在做国债期货，我向所在营业部的老总建议能不能也做国债期货，他说可以。那时正好有同一个大户室的朋友贷款做股票，本金100多万，还剩下10万，钱都快亏光了，俩人合计着做期货吧，我们跟着多头一路做多，赚了很多钱。

1995年3月23日，已经退出市场的我，第二天早上又决定再做一把

多头，结果遇上因万国证券总裁管金生砸盘的“3·27”事件，我被强行交割，协议平仓，结果不管之前赚了多少钱都吐了回去。

后来，我们又投过华工科技这样的企业，由于对这个行业不了解，对这个企业也没有研究透，结果投入的资金亏了一半。

再后来投顾维军的格林柯尔，也是一次危险的投资经历。虽然最后死里逃生了，却给了我一次深刻的教训。当时两元港币左右买格林柯尔的时候，公司老总称每年能出口10万吨制冷剂，但是当我们去海关调查时，发现根本没有这么多。我们及时卖出了股票，稍后股价跌到最低0.5元左右，现在已退市。

在早期投资生涯中遭遇的这些失败经历，给了我宝贵的经验教训：（1）不要轻信；（2）要遵守操作纪律；（3）重视行业的选择；（4）重视实地调研。

第一次经验告诉我：不能听消息！第二次经验告诉我：如果有明确的投资计划，严格遵守操作纪律，就不会损失如此惨重。第三次经验告诉我：选择什么样类型的企业来投资是一个很严肃的问题。如果对企业研究不透，又下了重注，最后就会造成毁灭性的影响。第四次经验告诉我：评估管理团队，深入细致地实地调研，能够让我们真正了解企业的经营情况，规避投资风险。

正是这一次又一次的亏损与磨难，以及其他一些人生机缘，让我走上了价值投资的道路。

冬天播下的种子静待春天发芽 ——投资经历的重要转折期2000—2003年

1992年底开始股票投资的时候，我和大多数人一样最先使用的是台湾版的乾龙软件，因此也就开始学着画线，做技术分析以及波浪理论研究，后来常用宏汇分析软件，做一些市场的周期性分析与研究。

回顾已走过的15年投资之路，2000年之前的八九年时间基本上用在了关注市场涨跌的技术分析之上，当然也因此项“技艺”有机会进入到君安研究所负责市场分析方面的工作。当时《君安财经快讯》与《国泰君

安财经快讯》的第一篇文章常常由我来主笔，并经常在《中国证券报》上发表市场分析文章，甚至还开过一段时间的专栏。2000年8月《B股——十年磨一剑》与《新千年一月 股市大逆转》等准确预测市场的文章，以及支持公司领导做出正确的战略选择，而获得国泰君安董事会颁发的国泰君安证券投资研究奖励基金一等奖（这好像是迄今为止以国泰君安董事会名义颁发过的唯一一次奖励，为此非常感谢当时在任的姚刚总裁与金建栋董事长，感谢他们对我工作的认可与鼓励，更感激他们在我离开国泰君安时的盛情挽留）。

当年，我相信技术分析的眼光可以极为远大。我相信波浪原理能够预先揭示出与下一个时期社会进步或退步有关的重要因素。为此还写过《技术分析的眼光兼评中国历史》一文，下面是其中的一段描述：“如果以波浪理论来白描中国历史，按记载的历史，1浪的起点为夏（约公元前21世纪~约前16世纪），1浪经过商（约公元前16世纪~约前1066年）、西周（约公元前1066年~前771年）、东周（公元前770年~前256年）、春秋时期（公元前770年~前476年）、战国时期（公元前475年~前221年），顶点应该在秦朝（公元前221年~前206年）统一中国与西汉（公元前206年~公元23年）和东汉（公元25年~220年）时达到；2浪调整经历了三国（魏220年~265年，蜀221年~263年，吴222年~280年）、西晋（265年~316年）、东晋（317年~420年）、十六国（304年~439年）、南北朝（420年~581年）；3浪顶点为隋朝（581年~618年）、唐朝（618年~907年），此刻，东方文明盛极一时；之后4浪调整历经了五代十国（907年~979年）、宋朝（960年~1279年）、辽（907年~1125年）、西夏（1038年~1227年）、金（1115年~1234年）、元朝（1279年~1368年）；5浪顶点可能在明朝（1368年~1644年）到达，1→2→3→4→5构成了中华民族第（1）波文明史。从中国第（1）波文明结束开始，也由于新大陆的发现，文明的中心逐渐西移，中国开始了漫长的第（2）波浪调整时期，并日益感受到强大的世界历史的挑战。第（2）波浪经历了清朝（1644年~1911年）、中华民国（1912年~1949年），历时约360年。

“线性历史观告诉我们：一系列价值坐标出现在线性历史观中，进步是文明、创新、发展，相反是野蛮、落后、停滞和衰退。从理论功能看，以发展为核心的线性历史观是事实和价值有机统一的分析框架，任何国家和民族的存在样态及其独特价值，都要受到线性历史观的框衡和责询。波浪理论认为人类历史是自然法则的一部分并呈螺旋上升，今天

的此刻——上下五千年的中国历史，与中国现代的民族——国家建构息息相关的是它的冲动、梦想和超越自身的努力。巍峨的殿宇楼阁、逶迤连绵的长城和烽火台，静谧地矗立在中国的地平线上，中华民族巨人般的（3）浪3的步伐正在向前迈进。”

看着这些用青春激情写下的勾勒中国历史的文章，还能感受到“当年被称为欺骗之术的嘲笑”，当年绝大多数研究员不认同技术分析。其实，我理解的技术分析，并没有到“人生的歧途”这么极端。一位香港朋友曾送我一本香港版的《安东尼·波顿教你选股》，这位采用逆向投资策略的欧洲首席基金经理人，曾在25年的时间里管理富达旗舰基金，也就是富达特别基金，年均回报19.9%。即便规模扩大了1000倍，达到36亿英镑，这位被誉为“欧洲林奇”的人依然出色，而且尽管声誉卓绝，年纪渐增，依然在从事投资事业。

在因倚重深入的基本面分析来缔造始终如一业绩而闻名的富达公司里，安东尼·波顿依然“以股价走势图来辅助传统的基本面分析”。波顿说，如果你想胜过其他人，那么，你必须拥有跟别人不一样的东西。不知他拥有的看图表的能力是否是其中之一。巴菲特在研究过10年图表后，再也不感兴趣了……你可以像巴菲特那样，也可以像安东尼·波顿先生那样，你选择谁，完全在你自己。

巴菲特和索罗斯的投资方法也有巨大的区别。索罗斯的方法是基于变革寻找社会漏洞，这可能与他的少年时的经历有关。他幼年直至少年都生活在匈牙利。当时匈牙利的很多犹太人认为德国不会入侵，但他的父亲很有远见，认为德国入侵是迟早的事情。于是整个家族换了身份、变卖了房产，德国入侵后全家移居到美国。少年的索罗斯，经历了如此极端的社会变化，人生观与价值观不可能不产生变化。我们说“三岁看老”。巴菲特出生在美国中部一个保守的中产阶级家庭，他的父亲是议员。他身上有很多土生土长的美国人的特点，如乐观、积极、理想主义。我觉得理想主义对投资很重要，特别是对长期投资。只有成为一个理想主义者，才有信仰，有信仰才会坚定，碰到大的挫折甚至社会巨大的变迁时，才能坚持下来。所以，选择什么样的投资方法，完全是基于自我的本性与人性。你可以从自己的经历中寻找适合自己人生轨迹的投资之路。

在我看来，技术分析其实是一种直觉艺术，制定战略需要大量的数据，纵览全球股市发展史，这一过程是属于个人的，为了取胜不仅要拥

有智慧，更要有不屈不挠的精神。幸运的是，我是一个愿意思考和学习的人，在当时全国最好的证券研究所工作的这一段经历，使我在“我的技术分析专业”之外，对企业分析有了基本的理解和判断。酸涩的青果之味，随着秋收的到来，会转为甜美之果。在2000年底到大鹏证券从事资产管理业务以后，仿佛深藏在心里的“价值投资”方法被渐渐唤醒。经过2001年中国香港与海外市场的自我洗礼以及在大鹏资产管理公司负责股票组合投资的实践，终于使我有巨大的转变，就像巴菲特也是在画了10年图表以后，才渐悟投资之道。

2000—2003年是我投资生涯中最关键的三年，秋冬转春夏，改变这一切的是时间，是我们自己的思考。2003年始，转眼15年多时间又过去了，脑海里盈满了属于秋天的成熟气息，希望这是真正成熟的果实，值得用心去品尝一辈子。

走上真正的投资之路——选最好的企业

在20世纪90年代，内地券商的主流手法是操纵股价。在君安证券时，我对券商坐庄等行为就很不认同。后来到大鹏证券资产管理部担任首席投资经理时，我曾向当时的领导徐森林先生和公司领导建议买入茅台和五粮液，他们认为盘子太大，收益率不会高，可能还覆盖不了资金成本。真遗憾，当时茅台市值只有80亿、五粮液市值195亿，后来大鹏证券因做庄五矿发展、广电网络、国投原宜等股票而倒闭，进一步印证了我的想法：不符合常识的事情必然会垮台。何谓“不符合常识”？假如一个庄家每次都赢，理论上它可以把所有人的钱都赢走。但这是一个不可能延续的游戏，所以南方、大鹏都失败了。之后，更多的券商也倒闭了。

我真正转向价值投资是21世纪初投资香港股票这段时期。

2000—2001年，美国纳斯达克市场发生股灾，股指从5000多点一路跌到1000多点，当时凭着技术分析的功底，我认为一个历史性的大机会来了。问题是投资什么。我们所熟悉的在美国上市的中国企业，就是互联网公司。那时候，身边的人，比如我女儿，已经开始接受网上教育，我觉得互联网很可能会成为一个类似电信一样的大行业公司。于是，我让朋友潘卉女士拿了100万美元去香港找美林证券高级财务顾问

关键先生开户，准备买在美国上市的中国互联网股票。但关键先生认为这些公司会破产，建议她不要买，建议她买医药股默克，结果她选择买入默克。其实当时如果按我们事先确定好的计划买入网易、新浪、搜狐，现在就变成了几千万美元。

错过了买入互联网股票的最好机会，后来我们卖掉默克，索性直接投资在香港上市的内地公司，如同仁堂科技、宁沪高速、沪杭甬、深高速等，买入的价格靠业绩增长及分红，几年内收回成本应该没有问题。当时，除了它们股价很低之外，像同仁堂科技4元、宁沪高速1.4元、沪杭甬1.8元多、深高速1.5元，我们也是通过仔细分析企业的基本面后才买进的，结果深高速赚得略少点，只有两倍多，其他股票都赚了四五倍。这次我们很安全地赚到了一些钱。

这段在香港的投资经历也促使我更积极地思考，并坚定了我的投资理念——要选最好的企业投资。

东方港湾成立以来遇到的三次挫折

学会坚持，只要心中有一念尚存。学会在奔跑中多倾听自己灵魂的声音。

早年和君安证券的总裁杨骏总聊天的时候，他说，“君安轻易不换操盘手，因为经验往往是用血泪的代价换取的”。机构投资和个人投资还是有很大不同，东方港湾成立14年，几次大的挫折，成为我们宝贵的财富。金融企业只要稳稳地走，不出状况与意外，50年后一定是大企业。希望这些不断积累的机构运作中的经验、教训和智慧，能让我们走得更远。

东方港湾成立于2004年3月23日，正好处于2001—2005年的熊市当中，相当于“冬天里卖冰棍”，好在有一些信任我们的朋友，虽然在熊市中开始，但2004—2007年顺风顺水，投资理念对，又在熊市中买了许多好的企业，国内买了茅台、云南白药、烟台万华、张裕，海外买了招商局国际、同仁堂科技、港交所、腾讯等，国内4年收益率1300%；海外650%，年换手率只有7%。我们完全按照价值投资的思路投资，2007年也获得了“十佳私募证券基金管理机构”的荣誉，算得上是当年私募基

金行业的翘楚。但有点遗憾的是，没有在公司刚成立的时候就发行公开的私募基金产品。

东方港湾第一只基金产品平安东方港湾马拉松，开始于东方港湾成立4年后的2007年2月28日，截止于2017年2月27日，10年到期清盘，净值201.55，收益率101.55%。（如果能持续到2017年末，基金净值应该在4元上下，10年和11年的长期收益率就很不同。）东方港湾成立以来经历的两次挫折在这只产品上体现得非常充分。2007年10月31日，产品净值达到过202.66，收益率102.66%。基金组合的构成主要是茅台、烟台万华、万科、招商银行、中国平安、华侨城、招商地产等，但随着2008年席卷全球的金融危机的影响，我们遭遇了公司成立以来的一次滑铁卢。在几乎最高位的时候，我曾想卖出将本金还给客人，留下利润坚持，但当时我的搭档不同意，这样就全力以赴地经历了2008年的惊涛骇浪。到2008年11月28日的时候，我们的净值已从202.66变成67.51，除了应对赎回，仓位未减的情况下，下跌66.68%，单位累计净值增长率变成了-32.49%。芒格说不见40岁以下的年轻人，在我们40岁“春风得意”的时候恰恰犯了最致命的错误——高估了不卖以及对行业理解的偏差。

当时茅台最高时的动态市盈率是101倍，回头看静态是73倍，危机期间茅台动态市盈率从101倍下降到20倍。而杠杆类商业模式的金融与地产，遇到席卷全球的危机，仿佛要破产似的，跌幅更大，从此我们对杠杆类商业模式的企业与周期性行业极为谨慎，买了也只进行阶段性投资。人背运了喝口凉水都塞牙，2008—2009年除去遇到事业挫折，父亲2009年得了癌症，不幸在2009年12月7日凌晨三点零一分，走完了他普通而平凡的一生。当然在最艰难的岁月里，我也从来没有丧失信念与信心，相信自己依然具有洞察力，有继续发现好企业的能力。

2009年，除去保持茅台的头寸，一股没卖外，由于发现了上海家化，我们卖出了地产与银行的持仓，买入了上海家化，包括茅台等的回升，让我们的净值在2013年5月15日恢复到了162.00，单位累计净值增长率变成了62%。

东方港湾成立后的第二次挫折，则是在2012年与2013年分别遇到了白酒塑化剂危机与三公事件，茅台两年合计下跌61%，虽然我们的净值两年分别只下降2%与3%，但这是因为基金组合中其他股票的上涨弥补了茅台的损失。这期间茅台动态市盈率也从40倍下降到9.5倍（静态

8.8倍)。塑化剂事件发生时，我正好在去南极的船上，等回国坐飞机降落在北京首都机场，一打开手机，就接到茅台樊宁屏总的电话，她和茅台总工王莉希望和我聊聊，支持艰苦岁月中的茅台。在入住酒店的大堂茶馆里，我问王莉总塑化剂到底是如何造成的？她说茅台的质量检测是非常严的，他们每一袋粮食都抽检，在质量上要求极其严格，所用的设备、材料都是世界上最好的……茅台是用100多种不同年份的酒勾兑而成，下班后有些酒残存在塑料管里，这可能是原因（现在改成了不锈钢管）。从常识上也可以理解，我坚信塑化剂不是有意之举，因为完全没有必要，这一定是个意外。风雨飘摇的日子里，我坚定地站在茅台一边、义无反顾地支持茅台，后来到茅台，王莉总还特意向其他高管介绍：“但斌总在茅台最艰难的日子里和我们站在一起……”

而比塑化剂危机更艰难的岁月是我说的“茅台上甘岭战役”。2012年白酒塑化剂危机之后，就是2013年三公事件对茅台的影响，茅台在风声鹤唳的行业背景下，市盈率最低降到8倍多，而我来钱就买，不停地“扔手榴弹”，那个时候有人说我，天天说茅台是夜过坟场吹口哨，自我壮胆，但我说这未必不是茅台给兄弟们送礼，此刻天上掉馅饼。有网友说：“这一次，我不但绝不放手！这一次，我还要子弹手榴弹激光弹各种弹统统打光，与但总一起并肩战斗，直到时间的玫瑰在上甘岭上炫丽绽放……经过这次洗礼并坚守住了的，茅台会用未来10年的辉煌助其成长为内心淡定、宠辱不惊的真正投资者！茅台注定会成为投资史上一部经典的教科书！”

茅台上市17年成就了一代价值投资者，而2012年与2013年这两年是对价值投资者的磨砺。坚持真理，坚信你相信的“东西”，这本身就不容易！特别是在中国的资本市场。有网友说：“但总应当选2013年中国好股东！！！”我想经过这次洗礼并坚守住了的我，应该当之无愧！今天的此刻，在向战役中没有当逃兵，一起坚守的“战友”致敬之余，我想为了对投资人负责，在行业遇到危机的时刻，还是应该谨慎处之。

东方港湾成立后遇到的第三次挫折，则是在2015年逃顶之后犯下的。2015年6月18日，我在深交所大厦举办的达晨基金2015年会上，做了一个主题发言“A股很可能会经历一波类似1987年的股灾”。在2015年股灾来临之前，我们卖掉了除茅台与中国平安以外的所有股票，股灾来临的时候，中国平安全部卖掉，仓位里只保留了10%仓位的茅台，220元卖掉大部分茅台，股灾后，才在260元~280元又买了回来。

当然应该和一个优秀企业一起成长，特别在估值合理的时候，但从另一个角度讲，私募基金管理有特殊的地方。比如个人投资茅台，短期浮亏厉害也没太大关系，企业好，跌了可以再涨上去。巴菲特有保险公司的浮存金，是长线资金，成本很低，也可以不卖，甚至在股灾发生时继续买。但基金在面对危机时，如不在高位兑现利润，很难坚持。在大跌的过程中，基金持有人会影响基金经理：股价跌得越厉害，就越想赎回基金。基金经理在底部本可以买到更多的股份，但恰恰相反，基金在底部会遭到更严酷的赎回和质疑。还有0.80元清盘线的威胁，即便再好的企业，遇到系统性风险，跌20%，就有可能让基金清盘。2015年就是这种极端情况，茅台从290元最低跌到过166元，跌幅达42.75%。如果不及及时处理，即便买入或持有股灾期间最好的企业，也可能导致基金被系统性风险所伤害。

东方港湾总结了2008年经济危机和白酒行业危机的教训，在2015年股灾中的表现还是比较出色，避过了大的灾难。但在5000点逃顶之后，我判断人民币短期有贬值压力，我们其中9只基金通过QDII（合格境内机构投资者）将人民币换成了美元，美元收益率低，当时也不看好市场，就想套利参与海外中概股私有化，通俗地说就是中国概念股在美股退市，重新登陆A股的投资，一般退市前有10%~15%的套利空间。我们从30多家已经宣布私有化的公司中选择了奇虎360、YY、陌陌，世纪互联四家公司。那时，在海外的中国互联网公司，如百度、腾讯、阿里，一般给予25~35倍估值，中小型公司给予20~30倍估值，相比A股创业板平均近100倍的市盈率，差距甚大。而在国内，同类型公司的市值、融资能力远超美股中概股，优质的中概股一旦回归，受到追捧几无悬念。但风云突变，国内战略新兴板悬停之后，2016年6月中国证监会新政出台，中概股回归预期消失，除奇虎360下跌少些，其他股价应声下跌了30%以上。当时我们参与海外私有化的9只产品受到损失，其中4只跌破了平仓线，基金面临清盘，我跟几个股东商量担起这个责任，为客户负责，必须自己掏钱把净值弥补到平仓线之上，不让基金清盘。但股东意见不统一，而我比较坚持，于是自己掏了几千万，把4只产品补到了平仓线0.8元，基金保住了。现在截至2018年2月23日，金钥匙1号、金钥匙2号累计净值已经分别达到1.459、1.573，汉景港湾3号、汉景港湾4号累计净值分别达到1.299、1.296，中间进行了一次分红。2017年分别分红金钥匙1号0.289，金钥匙2号0.389，汉景港湾3号0.182，汉景港湾4号0.1773。

关键时刻决定一个人未来的是品格，是源自一个人内心的力量！在行业危机和市场危机来临的时候，万一我们出了问题，我们必须站在客户的角度考虑妥善解决问题，这是唯一的选择和处理办法。经历了这些事情，获得了宝贵的经验教训，也许别人投机成功，但我每次都失败，我认为私有化套利本身也是投机，对我而言，再次证明，任何时刻都要坚守价值投资，坚决不能投机。同时我们还获得了一笔更加珍贵的财富——关键时刻的责任和担当。

东方港湾的投资准则

东方港湾的投资与思考方式

学习与培养一种正确的哲学与思考方式，无论对于个人，还是对于一个组织，都是至关重要的。正如巴菲特的合伙人芒格所言：“你能全面彻底地吸收几种（正确的）观念，生活会与以前大不相同。”“人们往往低估了一些简单却优秀的想法的重要性。”人们想成功，必须学会控制他们的思考方式。据我们多年投资活动与观察，许多失败的投资者一直被似是而非的观念困扰着，无法理清自己的思维。投资哲学是投资活动的灵魂，没有哲学指导的投资犹如一座没有神灵的庙宇！

我们曾参与过期货、债券、股票等多个市场的交易，也研究过国际上主要的投资思想与流派，但直到近几年才坚定了核心投资理念，正如凯恩斯说的：“困难的是摆脱旧思想的束缚，而不是新思想的运用。”国际金融投资历史，主要有技术分析流派和基本面分析流派。技术派注重市场价格的研究，以道氏理论、波浪理论、市场有效理论为代表，而基本面分析派以巴菲特的两位老师格雷厄姆和费雪为代表。从商业角度看，技术派的宗师们鲜有商业成功的；而基本面分析派的大师们都取得了不凡的商业成绩，这其中的巴菲特把价值投资理论与现代商业逻辑结合得最为完美，堪称现代投资的典范。

东方港湾公司信奉的工作哲学是“永远向第一名学习”，“想成功，与成功者为伍”（To be winner, work with winners）（巴菲特语录）。结合我们多年的实践，研究巴菲特的成功历程，我们深信尽管证券市场千变万化，其中必有其自然规律，核心的投资原则是亘古不变的，正如《圣经》中所言：“发生过的事还要发生，做过的事还要再做，太阳底下

一件新事都没有。”同时，在哲学的范畴里，我们相信最简单的方法可能是最有效的，“发现优秀企业，趁低购买，长期持有（BUY AND HOLD IT）”的策略是目前为止被证明是最有效的投资方法！“成长型价值投资法”是我们罗盘上指向北极的唯一指针。

东方港湾的信念与使命

东方，尤其是中国，经历了几千年的磨难，自40年前邓小平先生确立改革开放的革命性政策后，正在不屈不挠地崛起，我们坚信我们这个勤劳智慧的民族必将成为文化经济的强国，必将涌现出一批优秀的企业家和卓越的企业。投资需要信仰，我们坚信：中国经济的未来一定会更辉煌，中国社会的未来一定会更美好，投资中国一定会有丰厚的回报！

东方港湾的使命是“追随投资智慧，传播价值投资思想，让我们的投资就像安全的港湾”。对大部分甚至绝大部分投资者而言，证券投资既没有给他们带来财富，也没有带来快乐，我们希望传播正确的思想与科学的方法，让投资成为投资者生命中快乐的一部分。同时，我们也深知社会责任，当我们将社会有限的资产投资于最有前途的企业与事业时，事实上我们在从事社会资源配置的工作，当我们能优化部分社会资源配置时，也是我们应尽的社会责任和使命！

东方港湾崇尚的乌龟精神

龟兔赛跑的寓言尽人皆知，我们崇尚的乌龟精神有两层含义。

乌龟精神一：乌龟能耐得住寂寞，慢慢地爬，稳稳地前进，最终会走得更远。

乌龟精神二：俚语有称胆小鬼为“缩头乌龟”，尽管是贬义词，但乌龟有坚固外壳，每当听到风吹草动，便迅速将头缩进壳内，规避风险。乌龟的风险意识与本能是值得我们投资时学习的。

广义而言，投资犹如一生的马拉松比赛，想要得奖，首先得要跑完全程，投资者其实没有固定的比赛对象，真正的投资者更像“孤独的乌龟与时间竞赛”。

东方港湾的工作目标与投资风格

我们的经营宗旨是：与伟大企业共成长、专注长期股权投资管理。

“专注”，是因为我们深知我们的竞争优势圈，因为专业才更具价值，正如IBM公司的托马斯·沃森爵士所言：“我不是天才，但某几点上我很精明，所以我固守其中。”

“长期”，对投资而言，时间是最宝贵的资产，正如日本股神邱永汉先生所说的那样：投资回报相当于“忍耐费”。

我们的工作目标：追求长期而稳健的增长

年轻的时候（这是相对而言，其实目前我们仍觉活力不减，青春焕发），我们曾经追求快速致富，结果是欲速则不达。真希望早点明白爱因斯坦说的那句话就好了，“除金字塔、长城外，世界第八大奇迹是——复利”。投资回报能长期稳定增长，结果可是了不得的事，复利是金融行业的TNT炸药，复利具有爆炸性特征。

为了实现这一目标，我们采用的风格为：坚定的长期和相对集中的投资。

真正优秀的企业必须经得住时间的考验，俗语说“路遥知马力，日久见人心”，时间是优秀企业家和企业的朋友，我们只能用最好的耐心与奉献最宝贵的时间来获取丰厚的投资回报。短期的波动对我们意义不大，除非给我们增加购买更多股权的机会。对于市场波动，很少有人能长期准确预测，这些东西对投资者来说是代价昂贵的消遣。

那为什么又要“相对的集中”呢？我们选择企业时，有可能做出错误的决定，为了规避非系统风险，我们投资于几家相互不太关联的优秀企业，同时我们深知，真正卓越的企业犹如钻石般稀少，杰出的企业寥若晨星，所以我们采取了“相对的集中”策略。

英国经济学家凯恩斯于1934年8月15日给他的合伙人的一封信中写道：“随着时间的流逝，我越来越确信，正确的投资方法是将大笔的钱投入到有所了解企业以及完全信任的管理人员中。认为一个人可以通过将资金分散在大量他一无所知或毫无信心的企业中就可以限制风险，完全是错误的。……一个人的知识和经验绝对是有限的，因此在特定的时间里，很少有超过两三个企业，我认为值得完全信任。”据我们所知，凯恩斯是难得的一位学术研究与投资事业同时成功的人。

如何选择企业

在投资的时候，我们既不是市场分析专家，也不是宏观分析师，更不是证券分析师，我们把自己看成企业分析师（假如你允许我们这样称呼的话）。因为我们相信，长期而言“股票绝不可能表现得比企业更好”，选择杰出企业是我们成功的关键。我们曾用一句英文来概括考察企业的八个方面“I met a huge magic Figure”：

I——Industry，代表行业。

m——market，代表市场。

e——entrepreneur，代表企业家。

t——technology，代表技术。

h——human resource，代表人力资源。

m——management，代表经营管理。

c——culture，代表企业文化。

F——Finance，代表财务状况。

简而言之，我们希望选择的企业符合几项标准：

1. 有长期稳定的经营历史；
2. 有高度的竞争壁垒，甚至是垄断型企业，最好是非政府管制型垄断；
3. 管理者理性、诚信，以股东利益为重；
4. 财务稳健，负债不高而净资产收益率高，自由现金流充裕；
5. 我们能够理解的，能够把握的企业。

作为投资人，应该更多地研究企业经营，简单称为“产、供、销”几方面，只有经营得好的企业，才有投资价值。

我们如何评估价值（何时买进卖出）

当我们选择了优秀的企业后，正如我们挑选了钻石后，下一步至关

重要的是以什么价格购买。

学术上，企业内在价值严格的定义是：“一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金的折现值。”对于内在价值的计算应该是这个世界上“好说不好做”的经典案例。内在价值是估计值，而不是精确值，它随利率变化和企业未来现金流的预测修正而改变。难怪某年股东会议上，伯克希尔的股东问询巴菲特如何计算企业价值时，芒格插话说：“我从未见他在办公室用计算器计算企业价值。”而巴菲特幽默地说：“有些事情是要私下做的。”尽管内在价值难估，但有条线索是可以跟踪的，长期而言，内在价值变化的百分比通常与企业账面价值变化的百分比成正比。实际上评估企业的价格有许多方法，例如市盈率法（P/E）、市净率法（P/N）、成长率——市盈率法（P/E/G）、现金流折现法等等。但有件事是可以确定的，企业估值需要定性配合定量，科学与艺术相结合，可以估测一家企业的合理投资价值区域。既然连投资大师巴菲特在谈论估值时都闪烁其词了，那么也请大家别怪罪我们不能把精确的估值方法公布于世了！

寻得价格合理的卓越的企业，自然会买进，那么何时卖出呢？理论上讲，好企业最好长期持有，但以下三种情况我们也会选择卖出：

1. 好企业被市场高估太多了。
2. 好企业开始衰退期。
3. 当我们发现更好的企业，更换旧的投资。

我们的风险规避措施

金融投资的秘诀是：你不会全对！所以要不要风险控制是原则问题，正如汽车不可缺少刹车一样，如何控制风险则是技术问题。

第一，对投资而言，最好的风险控制方法是事前的深入调查与研究，知道哪些有风险，我们就别走过去。

第二，假如我们选错企业或者选择的企业出了差错怎么办？我们通过适度分散投资来规避风险，每家企业投入的资金我们有比例限制，要不然我们何不将所有的钱都投到一家企业上去呢？这样我们大家都不需要那么辛苦又能赚大钱了。

第三，假如我们企业的价值评估错了怎么办？正如前面所言，企业估值是极复杂的活儿，我们只能尽可能合理估值。如我们确实买高了怎么办？因为我们是长线投资者，时间可以帮我们减轻痛苦。因为对长期投资而言，买卖股票时相对内在价值有什么样的溢价或折扣，时间越长，重要性就越低。对价格而言，我们宁愿以高一点的价格买杰出企业，而不愿以低的价格买差的企业。

第四，出现股灾怎么办？理论上讲，投资市场的波段操作是收益最大化的，低位你总能买进，高位你总能卖出，请留意我们强调“总能”，而不是偶尔一次，千万别把运气误以为是能力。我们相信彼得·林奇所说的话：“在《福布斯》400位富豪排行中，没有一位靠预测市场起家的。”我们也不会精确预测市场，正所谓“世事难料”，何时战争，何时股灾我们不得而知，既然我们不知何时地震，我们最好平时做好防震措施。我们信奉《圣经》中诺亚的原则：重要的是建造方舟，而不是预测风暴。

我们的商业模式

“绝对回报法”是我们的商业准则：只有在我们的投资者或客户实现盈利后，我们才收取部分投资管理费。我们想成功，必须先让我们的投资者或客户成功。我们确立的商业模式迫使我们“先天下之忧而忧”，但不一定“后天下之乐而乐”，因为在投资盈利之前，我们首先享受了调查研究、评估价值和“眼睁睁地看着”挣钱的全过程的乐趣。我们既享受部分结果，更享受全部过程。投资事业给我们带来生命快乐和生命价值，我们热爱而陶醉于我们的工作。我们也希望更多人享受过程与结果的快乐！

我们的承诺与不承诺

我们承诺我们“与伟大企业共成长、专注长期股权投资管理”；

我们承诺我们会向世界上最优秀的投资大师学习，寻找最优秀的上市公司，然后尽可能以合理的价格购买股权；

我们承诺我们会公开我们的投资思路。

因为投资肯定有风险，所以：

1. 我们不承诺一定会有盈利，尽管长期而言，我们充满信心；
2. 我们不承诺我们会炒作短线与市场热点；
3. 我们不承诺我们会快速致富；
4. 我们不承诺投资的每个企业都告知投资者，因为这是商业机密。

最后，我们认为投资是经济领域看似很简单，又最复杂的专业工作，因为它涵盖商业领域的全部方面。既需要诸如财务数据等方面的定量分析——“器”的层面，又需要经济社会乃至人类发展的宏观层面的哲学思考——“道”的层面；既要研究经济商业的客观规律，更需要研究人类自身内在的感性和理性的主观规律。投资趋于成功的过程，便是认识的深化，思想的提炼和行为的历练的过程，是人类理性战胜感性，文明超越原始的演进和升华！

投资札记之二：选股没有秘密

我们选择企业的标准是：长期稳定的经营历史；高度的竞争壁垒，甚至是垄断型企业，最好是非政府管制型垄断；管理者理性、诚信，以股东利益为重；财务稳健；负债不高而净资产收益率高，自由现金流充裕；我们能够理解和把握的企业。

选股没有独门绝技

看武侠小说，大侠似乎一定要拥有什么独门绝技，才能横行天下，那么投资选股有什么独门绝技让我们受益终身吗？

在我理解，投资选股其实没有什么秘密，也没有任何一门绝技让你傲视天下，那些“皇冠上的明珠”一样的企业就在你的面前，比如说可口可乐，很多人都喝；吉列，男人都刮胡子；麦当劳，很多人都在吃；茅台好，全中国人都知道。这些都是很简单的例子。选择股票的标准，书上都有，很简单，至于我们如何从这些企业中挑选出中国上市企业里的明珠，要结合中国的国情。比如有人对茅台有异议，认为茅台不可能像可口可乐那样增长，但是在长达10~15年的阶段内，茅台这样的企业是有可能获得非常好的回报的。又比如说招商银行，至少在我们看来，目前它确实是中国金融业中最好的企业之一。而且过去100年已经证明，一个银行如果有很好的文化和制度，企业的竞争力能够长期维持，银行业是容易做大的行业，如此，我们就挑了这个行业中我们认为最好的企业来投资。我们是顺着这个逻辑在走，不依靠什么独门绝技。

通常我们主动投资一家公司，看好的的是其产品及市场竞争力，欣赏的是公司管理团队，并以合理的价格买入。

选对行业

首先要考虑的问题是选对行业。以1992—2006年美国某些行业的赢利能力看，选对行业决定了投资资本收益率的高低，而且从行业的角度能解释大约40%的赢利能力。再者，你所选企业所属的行业能否长期

生存下去。比如银行业，以英国为例，100年前行业比重占15.5%，100年后占16.5%，这种行业是可以长存的。1900年，英国铁路业占49%，100年以后只占0.34%；纺织业当时占5%，百年后变成零。如果选择一个行业，100年前占20%，100年后这个行业变得比重很小或消失了，那么这种投资就容易失败。有些行业变化很快，比如说高科技企业，它的发展周期很短，在这种行业当中投资就非常困难。另外，最好是弱周期性的，就是说经济好的时候，它有不错的销售，碰到差的环境时，它还有很好的回报。投资这种行业中的企业，胜算应该更大。

行业的发展趋势也决定了企业的成长性。从目前中国经济所处的阶段来看，中国某些行业和企业的成长性都很好。比如说招商银行、万科、平安保险等，至少从财务报表看，增长都十分迅猛，更重要的是，当前这个阶段这些企业能够持续增长，这一点很关键。

选对企业

1.所选企业必须有一个广阔的市场，有足够的广度和宽度。比如消费品行业，周期很长。如果中国经济持续发展二三十年，那么消费品特别是奢侈品的周期就会有二三十年。而且，越是高档的奢侈品，它的增长就会越快。

2.要能够抵御通货膨胀。投资的企业产品一定要能够提价。能否提价，这是竞争能否胜出的关键。很多世界级的老品牌都会定期提价。如果提不了价，你的投资可能会有很大的风险。茅台一般几年就会提一次价，20世纪70年代卖六七元一瓶，2007年中的市场零售价是600元上下，30年时间涨了约80~100倍。贮存15年的茅台酒3000多元一瓶，80年的大概8万多一瓶，这种企业容易长期生存。

3.某种意义上是“不死的企业”。一千多家企业摆在你的面前，你需要判断哪些企业能够长存下去，或者尽量地长存下去。当然，所有生命都有生命周期，不会有企业不死，但是我们挑选的企业最好是能够穿越足够长的时间。这是非常重要的一个标准。假设茅台能够存在100年，我们就买它。一方面它存在的概率很大，另一方面它最近10年能高速增长。这就是最好的投资对象，长期看没有风险，短期看增长很快。

4.企业要有足够的净利润，最好是轻资产型的。比如说茅台，原料基本上是用当地的高粱加赤水河水酿造，成本大约每吨9万元，现在每

吨要卖71.6万元，加上老酒，平均每吨80万元。企业不需要持续投入很大的资本，又有不断的现金流来，这就是一个好企业的标准。

5.企业是行业中的龙头，有很高的行业壁垒。这种企业护城河足够宽，产品的垄断性足够强，是长期竞争之后生存下来的强势企业，比如沃尔玛、可口可乐。它们都拥有别人无法复制和替代的独特技术和核心竞争力。

6.企业有很好的ROE（净资产回报率）和ROE上升的能力。ROE是衡量企业赢利能力的一个重要指标，我们选择的企业应该没有负债的，现金流均为正值，比如贵州茅台这样的公司，别说负债没有，账目上都是预付账款，有巨额的真实收益。当然，处于扩张期、需要大量现金的企业，比如万科和招商银行，需要另行分析。从字面上解释，ROE是股东投入所获取的回报。

7.在波特的五力模型中，所有威胁都很小的企业。如果能经受行业对手、客户、供应商、潜在进入者和替代产品5种竞争力量的考验，在充分竞争的行业中也会有出色的企业可供选择。

选对团队

巴菲特挑企业，挑管理层，就像在给他女儿挑老公，可见他对企业团队的重视程度。一个好的企业，必须要有一个好的管理团队、好的领袖、好的文化，能够让企业文化不断地传承下去。企业领导层必须诚信，具有专业能力，勤奋，战略正确，并愿意为股东创造价值。

企业如人，个人的优秀品质，比如天真、质朴、待人真诚，也应是好企业所具备的。好的企业必须拥有一些质朴的东西，一些理想主义的东西；相反，老谋深算的企业总存在着问题。

这些品质体现了企业的透明度，好的企业不怕给大家看，不好的企业则惧怕透明。

选对价格

尽量从低点买入，但是，这通常是可遇不可求的。比如我们前面提到的沃尔玛，沃尔玛的收入由1971年的7800万美元，增长到2006年的2600亿美元；纯利由290万美元增长到90亿美元。股价自1972年上市以

来，34年时间涨了1343倍，我们要在其中等一个低点，是很困难的。所以在我看来，在上述4个选股标准中，选对价格这一点是最为次要的。因为对于长期投资来说，如果一个企业足够伟大卓越，就拥有了足够抵抗风险的能力，高PE也能够变为低PE。

在中国未来20年当中，房地产业找一些龙头企业，银行业找一些龙头企业，保险业找一些龙头企业，消费品业找一些龙头企业，金融服务业找一些龙头企业，垄断行业找一些龙头企业，做一个组合，持续投资，我认为这样胜出的概率应该非常大。

2007年7月1日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

真正的伟大公司，一定是分享的、公众的，当然行业随着时代也有变迁，比如互联网行业对银行的冲击，都会改变竞争的生态环境。但新时代中的龙头企业，如腾讯、阿里巴巴以及纳斯达克的五大金刚——Facebook、亚马逊、Google、苹果、微软等企业又都是大众能参与分享的，属于整个人类的财富。

招商银行的未来

没有事物是永恒的，招商银行也一样无法确定自己的未来。但有一点是肯定的，只要有人类存在，银行业就会一直发展下去。某种意义上，“银行业的未来就是人类社会的未来”（见亨利·英格勒、詹姆斯·埃森格《银行业的未来》）。

过去100年，银行业变得越来越重要。按照2005年晨星公司的数据，在2005年按资产排名的10家最大的公司中，其中有8家是金融集团企业。2006年中国上市公司资产最多的10家公司中，有9家是金融企业。过往的常识也告诉我们，银行业有着与生俱来的优势，投资顶尖的银行会有丰厚的回报。

对我们而言，最重要的就是判断国内哪一家银行是最优秀的，找到冠军，也就等于成功了一半。

从我们的角度来看，无疑招商银行是其中的佼佼者。银行业是靠信用和信誉生存发展的行业，源于招商局悠久历史文化的招商银行，有一种在中国我们能直接感受到的力量。而招商局旗下的招商局国际、招商银行、招商地产、招商证券、赤湾、中集以及早前的平安保险等，都是在各自领域中名列前茅的企业，一家好不说明问题，但如果一个企业群中绝大多数都出色，就很可能说明问题了。

招行作为国内最先实现业务转型的商业银行，得益于扎实的个人客户基础、先进的IT平台和优质的客户服务，在国内个人业务和中间业务中品牌优势显著。国外成熟市场中间业务的占比为30%~40%，花旗银行80%的利润来自中间业务，恒生银行为40.26%，法国兴业银行达到43.62%，而招行为国内最高，10.1%左右。在最信任银行的排名上，中国中高端商务人士最青睐中国银行、招商银行和工商银行，其次才是汇丰、花旗、渣打这三家老牌外资银行。对于银行提供的理财产品，高端人士最为看重这家银行的信誉，其次是理财产品能否带来高收益以及理财人员的专业化程度，最后才是风险和高品质的服务。

对未来中间业务贡献最大的是信用卡业务，麦肯锡提供的数据也支持这种分析与判断。从全球来看，信用卡业务日益成为银行的核心业务和主要利润来源之一。花旗银行和摩根大通等是目前主导美国信用卡业务的金融服务巨头，目前花旗银行的信用卡业务收益已占纯利润的1/3。而美国另一家主业集中于信用卡业务的公司——美国运通公司（American Express Company）发行的“运通卡”利润已占公司全部利润的70%。2006年，招行信用卡发卡量比2005年翻了一番，超过前三年的总和。招行流通卡占发卡总量的70%以上，其中每个月使用一次信用卡的持卡人占到45%~50%。2003—2006年间，招行信用卡刷卡消费额每年都要翻一番，2006年当年超过了前三年的总和，创造了单月消费额超过80亿元人民币的纪录。据统计，招行白金卡客户月均消费2.5万元，金卡客户和普通卡客户的月均消费分别为3000元和600元，每卡平均月消费金额近1200元人民币；招行信用卡客户中，超过35%的人月收入达到8000元人民币；乐于透支消费的21~30岁的年轻人占据了持卡人总数的62.7%，其中绝大部分人都是大专以上学历。目前，招行信用卡的呆账率不到1%，低于国际同业4%~6%的平均水平。

美国第一资讯国际公司2007年初公布的一份调查报告称，国际金融机构对中国电子支付方式的前景表示乐观。参与调查的152家银行高级

管理人员中，85%的受访者看好中国信用卡市场前景。目前，有超过10亿张银行卡在中国市场上流通，仅2006年，中国就发行了超过2亿张新卡，其中约5000万张信用卡，信用卡数量上升了39%，而招商银行2006年发行了1034万张信用卡，占据了信用卡市场20%的份额，这种趋势支持了招商银行的领先地位。“快速的发展和优异的成绩，使招行信用卡成为颇具影响力的金融品牌，近年来在VISA（维萨）、MasterCard（万事达）、胡润财富调查机构等各类权威调查中屡获‘最佳双币卡成长奖’、‘最受欢迎信用卡’、‘最佳信用卡营销案例’、‘最佳服务精神奖’等殊荣”。（见马蔚华《以国际智慧抒写中国精彩》）目前中国银行的此类业务盈亏平衡，而招行2006年信用卡业务已赢利约一亿元人民币。麦肯锡估计，到2013年，中国的消费者信用卡利润可能达16亿美元。

金融业综合经营是大势所趋。某种意义上银行业是一种周期性行业，“逃脱周期性陷阱的唯一办法是拥有多样化的收入流，如果业务的一部分出现不合理变动……我们只需简单地把资源转向竞争环境比较合理并能产生稳定收入的业务领域即可”。中国银行业的混业经营路途艰难、遥远，最终招行的竞争力可能取决于涉及银行、保险和资产管理等多方面的业务能力，招行具备实现综合经营的潜质。虽然“招商银证通”业务受到影响，但招行与招商证券密切合作的“招商受托理财计划”较好地展现了招行强大的个人银行业务和市场营销能力。2005年12月13日，招行收购招商基金管理有限公司30.1%股权在证监会已获批。招行上市前曾通过新江南公司间接持有招商、长城两家证券公司和多家基金管理公司股权，为了更好地突出主业形象，招行在上市前已将上述股权剥离。目前招行正在选择与美国保险公司合作，重新打造一个核心品牌。不过，招行也存在扩张不足的风险。我曾向一位担任招行支行行长的朋友请教——招行怎样才能成为中国的汇丰？他回答说：首先要脱离招商局，规模扩张和溢价融资是银行业的主要投资要点。目前招商局集团及其下属子公司共持有招行21.47%的股份，如果不断溢价融资，将持续摊薄招商局股权，而对不愿放弃控股权的企业，少融资走内生性增长的道路也许是最佳选择，但这样可能会贻误最好的并购与发展机遇。

不过，从控股权的角度我们可以简单判断一下招商银行值多少钱。截至2007年8月3日，招行市值4411.13亿元人民币，相当于 $4411.13/7.565=583$ 亿美元。假设中国能成为全面市场经济国家，外国资本能相对宽松地收购中国的金融企业，一个国外的金融集团只要拿出

120亿美元，就能控股中国第六大、未来20年在中国可能发展最好、赢利能力最强的商业银行。这个价格至少在我看来是非常低廉的。

当然，从另外的角度来看，如果2007年比2006年利润增长一倍，从PB（平均市净率）的角度看短期可能招行被高估了。简单推算：2006年扣除非经常性损益后的纯利是70.12亿元人民币；2006年股东权益是550.98亿元，如果2007年相比2006年纯利增长一倍达到140.24亿元，并且不派发当期股息，那么股东权益达到550.98亿+140.24亿=691.22亿元；按照A股2007年8月3日收市价格33元计算，总市值是4411.13亿元，那么PB就是4411.13/691.22=6.38倍。

汇丰控股过去10年的PB——最低1.7倍、最高3.6倍，我没有更全的数据，不知道处于腾飞期的汇丰市净率是多少。目前的中国备受世界瞩目，而我们中国经济的强劲增长有可能在未来相当长时间内得到延续。在这样一个大背景下，如何估值中国的商业银行及其在每次金融危机中的表现，对每一个从事投资的人而言，都是严肃的挑战。

当然，对“力创股市蓝筹，打造百年招银”的银行家来说，上述估值的问题也许不会困扰他们，他们肩负的是重建中国金融生态环境，解决沉重历史问题，推动金融体系转型，推进商业银行信息化、资本化与国际化等更为重要的历史重任，他们需要努力工作以迎接不断来临的严峻挑战，而这也正是我们希望看到的——面对困难，高瞻远瞩、永不懈怠、永远努力的招商银行！

2007年8月3日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

2008年持有的招商银行股票从最高43.63元，下跌到最低的10.68元，跌幅达75.52%。而曾是全球第一大银行的花旗银行，从2007年高点的35美元左右，在美国发生次贷危机之后，最低时只有1.6美元，跌幅达95.43%，市值不到2006年底时2740亿美元的5%。商业银行应始终坚持审慎稳健经营并坚守其核心业务，但银行本质上属于“杆杠类”的商业模式，经营风险能力的高低决定了企业的未来，但每次金融危机的承担者都是银行，一旦经济有大的波动，银行业往往受到的冲击比较大。而互联网时代，银行业同样面临着巨大的冲击，比如支付和信用卡业

务，由于微信与支付宝的发展，银行的部分业务有被替代的可能。

另外，这10年间的另一大趋势是直接融资的兴起，资本市场尤其在2014年开始阻碍实体经济转型。更多的企业绕过商业银行，在资本市场上通过债券和股权筹措资金，银行的对公业务长期受压制。在所有上市银行中，招行当属最早以“零售银行”为战略方向的企业。经过这10年的耕耘，2017年中报显示，招行零售客户规模达到9733万，在股份行中客户规模居于首位，远高于排名第二、零售客户数为7257万的中信银行。9月，招行零售客户数正式突破一亿大关，位居行业首位。2017年三季报显示，前三季度，招商银行零售金融业务实现营业收入752.66亿元，占总营业收入的48.26%。招行也因此成了两市的全国性银行中市盈率与市净率最高的个股，显示了资本市场对招行龙头地位和成长前景的肯定。

这10年，尽管面临着来自微信和支付宝的竞争，但招商银行在众多上市银行中，是最开放、最先拥抱互联网技术的公司。招行在行业内首次推出“微信银行”，在国内也是首家运用区块链技术以及智能投顾的公司。新技术在财富管理、消费金融和零售贷款等零售领域，逐渐加强了招行的护城河。

参加平安保险2007年中期业绩公布及分析师午餐会引起的联想

2007年8月17日10点15分坐上去往香港中环的船。从海上回望深圳，高楼大厦鳞次栉比，其繁华程度远超对面的香港天水围。想当年，追求幸福生活的偷渡者正是从蛇口下海，经过眼前的这片海域游往屯门，而如今这已成为一个时代的记忆。如果是晴朗的夜晚，在香港天水围从深圳湾遥望深圳，你也许会对这个不停产生巨大变化的城市充满惊奇与眷恋。

11点15分到中环码头，本想一路走一路看香港的景致与人文，香港的路牌非常清楚，城市设计极为人性化，问路一般人们都会很热情地帮助你，但耐不住朋友谢先生的盛情，只能坐车让他送我到港岛的香格里拉酒店。到5楼B厅，正好遇到在平安保险相熟的朋友，未登记她就帮我拿了一个同声翻译器，步入会场落座。不久陆续有人到，与2004年参加

股东大会情形完全不一样的是，我们这一桌大陆来的投资者占了一半还多，不像早年孤零零仿佛就我一个外人。中国的金融业，相比贸易、三来一补的企业以及做实业的，应该是开放较晚的。以研究报告为例，目前我们很少能读到境外大行的中文研究报告。随着中国经济规模与股票市场市值的增长，相信不久的将来，我们也会像日本的投资者经常读境外大行的日语报告一样，读到专门用中文书写的重量级研究报告。当然，这样国内的股票研究机构，将面临直接而严峻的挑战，充分竞争总是会最终产品的使用者带来收益。

12点20分，平安保险的高管主席台就座，主席台上除马明哲外，其他全是喝过洋墨水的。平安保险高管构成应该是马明哲先生深思熟虑的结果，一方面可以提高管理的水平，另一方面也可以防止道德方面的风险。马明哲先生应该是中国金融界比较早地放眼看世界的人，当然，他能在平安贯彻他的想法并坚持实践，也与他对中国官僚文化的领悟与把握密不可分。他身处中国巨变的大背景下，20多年不倒，能如此游刃有余又保有理想，非常不容易，让人极为敬佩！

平安2007年中期业绩公布及分析师午餐会于12点30分开始，非常准时，马明哲先生用流利的英语发言。我的一个君安同事，早年和马明哲先生是一个车队的，据他说，还是他将马明哲先生招进车队开车的。如果属实，也可以从另一个侧面证明马明哲先生是多么的了不起。马明哲先生能从一个司机成长为中国最具国际视野的保险公司的董事局主席，所面临的挑战、付出的艰苦努力，是一般人难以想象的。每次听到平安保险的司歌——诚实、信任、进取、成就，我们的心愿永远不变。让每一个早晨与平安相见，人生拥有温馨的家，让每一颗心灵与平安相连，用生命书写辉煌的诗篇……越过了多少风风雨雨，踏平了多少坎坎坷坷，群星已汇成灿烂星座，明天的拼搏是永恒执着。啊，相聚在今天，啊，群星正闪烁……我都很有感觉，歌词中的某些句子也许正是马明哲先生的人生追求与写照。马明哲先生也让我想起从未接受过正规高等教育，但并未妨碍他执掌世界上规模第三大的金融巨头汇丰的前任董事局主席庞约翰先生。我在清华大学听过一次他的EMBA班演讲——从轮船的服务生开始他灿烂的职业生涯。持续努力学习，保有梦想，永不放弃，命运的惠顾，这可能就是人类中极少数人如此有成就的原因。绝大多数人遇到逆境挣扎一番，不行就会颓废，只有有信念、有追求、有梦想的人才能有新的生命、新的开始，才有人格魅力让我们敬仰。

这个会在香港召开的同时，也在浦东香格里拉酒店上海厅进行同步视频会议。提问环节，我们可以看到香港与上海两地人员的差别，以前没有机会让我们比较：提问题的角度、方式、着装、修养、幽默程度等，随着更多的“海龟”股回游中国，这方面的交流一定会与日俱增。

今天香港这边有意思的是快到下午两点，我们这桌的香港人几乎走光。股市连续大跌，让他们魂不守舍。这次会议安排在12点30分~14点召开，不知是否与美国次级抵押贷款引发的全球股市危机有关。听香港的朋友讲，这样的下跌肯定会让做窝轮、透支与垃圾股交易的倒下一批。遇到这样的事，透支盘容易引发连续止损交易，对面临不断赎回的各类基金的挑战显而易见，由此引发的信贷紧缩，将冲击各类依赖低息贷款的活动，包括私人股本并购和对冲基金的举债交易战略。不过，这都是金融岁月不可避免的一部分，相信不久又会成为历史，人类有很强的创新与修复危机的能力，危机总会过去，我深信！而对没有用金融杠杆的投资者来说，持有最优质的企业与稳定的心态或许就是渡过难关的保障。

14点10分从金钟开始往深圳走，上地铁下地铁，一个多小时左右的时间就到了2007年8月15日开通的深圳福田口岸。据说益田路地下的枢纽工程搞好后，深港两地旅客一地两检，坐上高速列车仅需30分钟即可互达市中心。从深圳到香港，从香港到深圳，你可以感受到这世界变化真快。深圳人可随时使用e通道赴港旅游消费。让深圳户籍人口自由赴港，等于把深圳变成香港的后院，全中国尖端的企业家和科技人才目前已会聚在深圳，手持电子卡用e通道随时赴港休闲、购物、投资、置业，建立人际网络，一有机会便可透过专才、优才或投资移民等计划，正式融入香港，香港的竞争优势将和深圳结合起来。

深圳今夜的灯火与中国660个城市一样璀璨。也许20年后，港深一体真的会成为全世界最大、最富裕的城市之一，那时候我的祖国又会成为什么呢？愿上天祝福我们！

2007年8月17日~18日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

2008年中国平安经历了富通事件，当年也对公司造成了致命打击，

持有的中国平安股票从149.28元，最低跌到19.90元，跌幅达86.67%。但总体而言，这10年，中国平安还是保持了20%的增长速度。2017年度中国平安凭借持续稳健的业绩增长，在《财富》杂志世界500强排行榜上名列第39位，蝉联中国保险企业第一的位子。同时，在全球金融企业排名中，中国平安名列第8位。2017年营业收入高达8908亿元，利润891亿元。

在过去的几年中，平安的寿险业务增长最为迅速。寿险业务内含价值的年均复合增长率为26.9%，2017年寿险业务内含价值同比增长35%，得益于新业务价值32.2%的快速增长。偿二代的实施促进了保险企业对新单的追逐，代理人团队的快速扩张正是对这种“追逐”的诠释。同时，由于平安集团在全金融领域进行布局，通过交叉销售为集团带来了可观的增长，截至2017年12月31日集团个人客户中有4723万同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比28.5%，这也是其他险企所不具备的优势。平安的财险业务2017年同比增速21.4%，在车险业务完成了14.8%的稳定增长的同时，非机动车险业务近60%的增长为财险业务带来新的增长动力。平安银行业务也在2017年迎来了重大转变，平安银行2015年开始发展零售业务的过程中，因急于扩张不良率持续上升，导致公司近年来一直难以赢利，拨备准备金的持续增加，导致公司近年利润一直没有显著增长。随着公司不断优化业务模式，通过科技手段，控制零售业务风险，降低不良率，提高利润。平安银行2017年拨贷比达到了2.57%，超过监管要求的2.5%，标志着平安银行零售业务的成功转型。

在几大核心业务良性发展的同时，平安集团也在新的领域持续发展，例如陆金所、平安好医生。多元的金融领域发展为平安构建了一个庞大的网络。腾讯、阿里、谷歌这些大公司为什么能够很好地进入新的商业领域，而且迅速壮大，原因就是它们的业务建立了非常强大的连接，当这种连接越来越庞大、越来越复杂，各种创新业务就源源不断地涌现出来了。平安靠保险，很快就积累了千万用户，他们有投资理财的需求，平安银行、平安证券应运而生，人们现在更关注健康，涌现出了平安好医生，伴随互联网金融兴起，陆金所随之诞生。当平安通过一个端口让消费者连接到所有的金融领域后，人们就离不开它了。

虽然时隔10年，从保险密度和保险深度等指标对标国际中等收入国家，国内保险业仍然还有巨大的发展空间，各大险企在此过程中也一边

扩大渠道规模，一边优化自身产品结构，保障型险种的黄金时期才刚刚开始，中国平安依然是行业的龙头。

关于茅台事件的理解

2007年5月31日，一位朋友给我留言：“茅台在投资界已经深深地贴上了您但总的标签，但是这段时间有关茅台的传言纷纷，真希望能看到您的文章，为我们答疑解惑。”

我想说明的是，长期持有茅台的朋友很多，如林园、盈信创投公司、百山创业公司，还有我的老同事陈戈的基金等，所以不能说“贴上了但总的标签”。当然，我们与前述三者可能最重大的区别在于：在这几年中，我们一直在持续地买进它，至今依然如此。但同时我也想说明，不仅仅是茅台，我们在招行、万科、招商地产、华侨城与烟台万华等股票的投资上也是如此，只不过，我们最愿意拿茅台说事儿。为什么？因为它一直以来都是中国市场价格最高的股票之一，无论熊市还是牛市。熊市的时候，给朋友推荐，他们说：你怎么给我推荐价格这么高的股票？牛市的时候，除去说价格高，他们还会说茅台跑不过垃圾股。你问他们茅台是不是好股票？他们说：是！但如果让他们自己决定，可能永远都会找出不同的理由不买这样的好股票。这就有点儿像巴菲特的股票，在他长达几十年的投资生涯中，每年都会有职业投资人比他当年的业绩出色得多，但他几乎每年都赚，累积下来，就是不得了的回报。有多少人敢以几百、几千、几万、几十万美元的价格买伯克希尔-哈撒韦公司的股票呢？每年都赚、稳稳地赚，赚得少不怕，这是商业；大起大落，赚得多跌得快，过瘾，但这是赌博！我们在股票市场积累财富，到底是想按商业逻辑还是按赌博的逻辑行事呢？这其实是个很严肃的问题，甚至是一个哲学问题。

至于为什么我们这样看好茅台？因为它像液体黄金一样珍贵！金山还有挖光的一天。只要中国人的白酒文化不变，用当地红高粱加赤水河水酿造的成本极低的茅台酒，就能像永动机一样源源不断地提供现金流，更何况它目前正处于高速成长、扩张的历史时期。此刻，正在茅台开2007年股东大会的钟兆民先生给我发了一条短信：“季克良在会议上正式宣布，发现两平方公里的新地方可再生产两万吨酒。”这又会让茅台酒有一个飞跃的发展。不是担心茅台酒生产多了卖不出去，而是担心没

有足够多的酒卖。

茅台在商业领域有足够宽的护城河，经营壁垒足够高，这保证了茅台垄断性的企业特点。这样的企业就像经营码头、机场和高速公路的企业，一旦平台搭好，傻子都会经营。所以，茅台不像充分竞争性行业里的企业，一个领导就能决定企业的生死。

当然，我们在选择企业的时候，早早地就考虑到了要选择有坚强的商业壁垒的企业，但同时我们也不会放松对企业管理团队的考察与跟踪，实际上，每年例行的股东会为什么要去？就是要观察高管之间的互动，哪怕相互之间的一个眼神、一个动作、一句话，都需要你用心洞察。

至今，我的办公室里还放着茅台股改大会时7位高管给我签名的一瓶酒，这是见证茅台历史时刻的唯一一瓶酒，今天，想起它有些遗憾。中国有多少优秀的企业家，闪念之间，就告别了本应大展宏图的舞台。此刻，在昆明，我想起了玉溪的红塔集团……中国的改革、资本市场的改革还需要更快，不是吗？！

2007年5月31日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

文中提及的企业2008年都经历了大幅的下跌，以万华为代表的周期性企业的大起大落，也让我们经常处于喜悦与困扰之中。反思之后，目前我们唯一长期坚持的就是茅台。而文中提及的招商地产，其总经理林少斌先生已身陷囹圄；贵州茅台的季克良先生、招商银行的马蔚华先生、华侨城的任克雷先生皆已光荣退休；见证茅台历史的在那瓶酒上签字的7个人中，乔洪和谭定华先生被判了刑；将中国日化企业带出一片天地的上海家化掌门人葛文耀先生，也因平安的入主而退休；最意外的是将万科带上巅峰的王石先生，2017年因为“野蛮人”的入侵而失去了执掌万科的权力，此事长久的影响多少年以后我们可能才会体味，不免唏嘘。而烟台万华（改名万华化学）由于实行了比较彻底的改制，以丁建生先生为核心的团队依然执掌万华，并将万华带上了新的高度。十年时间物是人非，虽然江山代有人才出，但不同行业领军人物退出历史舞台，其影响还是非常的不同。其中不免有像上海家化一般，随着葛老的

离去而一蹶不振；也有像招商银行一样，在李建红接手后，依然傲立在中国零售银行的巅峰。但经历起起伏伏、人事更迭仍然屹立不倒，不断创出新的历史辉煌的，依然当数贵州茅台。巴菲特说，在投资中寻找优秀的船长，不如寻找坚固的船。过去10年，在众多优秀的企业中，茅台这艘船一路领航，而今天茅台由李保芳先生掌舵，相信这种优势依然会在下个10年保持下去。

怎样评估茅台的价值？

我非常不愿意向人推荐股票，包括亲近的家人与友人。他们问我推荐什么股票，我总是回答不太知道。对不了解的企业，我也确实不知道。我们的精力就是投射在我们感兴趣的企业上。所以，我只能说投资了什么。当然，在这点上，要学习巴菲特先生也不容易，你要有决绝的心态与不愿分享的态度，哪怕就此冷淡一些亲情与社会关系。

当然，我是愿意分享投资智慧的人，但我希望投资者最好是在兼容并蓄中，寻找自己认同的一些观念和想法，进而对自己的投资有帮助。在我的价值观中，我相信个人的智慧无论多么卓越，放在人类与自然的大背景下，也会显得微不足道。所以，我不会对任何一个人的观点毫不思考便采纳，即使他有权威与权势。我只信奉思想的选择权在自由思想的个人，所以，我从未有替他人思想与决策的想法。自由思想、自由决策，是地球上仅存的智慧生物，也就是人类最珍贵的财富。我相信投资者的智慧，当然，思维的选择也是一个勤奋思考的过程。想不劳而获，掠取财富的想法和愿望，上帝也不会帮助你实现。这里我想交流的是一种理念和方法，甚至是一种思考方式，而不是买卖什么、如何买卖。请珍视你自己的理智、智慧、思想、洞察力和判断力！

2007年11月4日，一位友人问我怎样评估茅台的价值？

我反问了一句：“茅台在国民革命战争末期是0.8元~1元/斤。30年前是7元/斤，80年代初国家放开白酒价格，茅台酒是8元/斤。1986年零售价为8元加120张侨汇券；1987年用侨汇券核成零售价为128元；1988年国家核准的零售价为140元；2001年8月提价18%后的出厂价格为218元；2003年10月出厂价提高23%，为268元；2006年2月10日出厂价提高15%，为308元；2007年3月1日出厂价提高16%，为358元；

2007年三季度零售价已经突破600元，有些地方已接近700元。过去30年茅台酒价格上涨了80到100倍，你认为未来30年茅台酒价还能上涨80到100倍吗？”她说：“不可能涨这么多！”我又问：“那涨50倍有可能吗？”看她迟疑的样子，我知道她有点儿怀疑这种可能性。“那20倍呢？”她说她回答不了这个问题。

我给了她一个提示与答案。

据说，750毫升的“法国路易十三”在法国的零售价格低于法国最低工资标准。季克良说按茅台的定价原则，“要让打工族也能一年喝上一瓶茅台”。我们可以此为依据，参照北京市最低工资标准的涨幅，来判断茅台酒今后可能的价格轨迹。

我们以茅台酒现价600元为例：

第一，按照季克良所阐述的，能够让大城市最低工资标准的人群承受的原则：

1. 按同比8%的价格提升幅度（低于北京最低工资标准上涨幅度）计算， $600 \times (1 + 8\%)^{30} = 6037$ （10倍）。

2. 按同比10%的价格提升幅度（大致等同于北京最低工资标准上涨幅度）计算， $600 \times (1 + 10\%)^{30} = 10470$ （17倍）。

工资是否按照10%的既有速度调升，这可能和GDP增长速度有关系，也应该和CPI（消费者价格指数）有关系。以30年的角度来看这个比率，需要考察GDP和CPI的幅度。经济是否能够按照10%的速度增长30年，是工资涨幅的关键因素。如果茅台的定价增速参考工资幅度，那么经济增速就是最终决定因素了。这个从逻辑上看也并不矛盾。当然到了经济高度发展的阶段，茅台的整个品牌和运作，似乎已经可以一定程度上脱离经济本身的增速，有自身的发展策略。当然，考虑工资变化，还要考虑中国是否面临“刘易斯拐点”（劳动力过剩走向短缺的转折点）。过去30年中国经济发展长期处于劳动力过剩阶段，一旦面临刘易斯拐点，劳动力成本与工资上升将是经济发展的必然结果。

第二，如定价原则不再遵循上述逻辑，更着重向奢侈品牌发展：

1. 按同比12%的价格调升幅度计算， $600 \times (1 + 12\%)^{30} =$

17976 (30倍)。

2. 按同比15%的价格调升幅度计算, $600 \times (1 + 15\%)^{30} = 39727$ (66倍)。

如果茅台不再坚持既有的定价策略,更多参考实质的通胀水平(涵盖房价等更广义的物价水平),以类似15%的较高速度提升价格也是有可能的。

评估茅台价值需要综合考量,此处我们只是从酒的价格出发来考虑一个侧面的问题,不考虑出现极端通胀的情况(例如“二战”后德国出现过的极端高涨的通胀水平)。

过往30年不到的时间里,中国经济的发展模式,从计划体制向市场化转变,极大地释放了生产力,创造财富的速度是极其惊人的,消费承受能力的提升也是同等量级。未来的中国经济发展,更大可能是目前市场化的深化,但是经济发展的基数已具备一定规模,产业到达一个阶段,是否与此前的经济增速保持一致,也是另一种思考角度。

不过,当我问上文提及的朋友“你认为未来30年相比过去30年,通胀率是更高还是更低”时,她不再犹豫,她说:“一定会更高。”这也是一种思考角度。

我们也可以采用某种形式的贴现现金流(DCF)方法,最核心的问题是:根据茅台的经营情况,对其未来10年的复合增长率提出合理假设,基于新增产能的投产,估算茅台酒出厂价格的合理提价幅度。

利润的复合增长速度的推导如下:

(1) 产量的提升

茅台酒厂在2006年之前每年新建产能1000吨,2006年开始每年新建产能2000吨。茅台酒2007年全年销量预计为9600吨,2008~2010年此三年从酒成熟度考虑,每年新增量应该至少1000吨,而2006~2010年产能建设的10000吨,在2015年释放成产量,那么2015~2017年的估计总产量为22000吨。

表5 茅台酒产能释放时间表

年份	新建项目	释放年份	当年总产量（吨）
2001	1000 吨茅台酒改造	2006	7000
2002	1000 吨茅台酒改造	2007	8000
2003	700 吨项目	2008	9500
2004	700 吨项目	2009	11000
2005	1000 吨项目	2010	12000
2006	2000 吨项目	2011	13000
2007	2000 吨项目	2012	15000
2008	2000 吨项目	2013	17000
2009	2000 吨项目	2014	19000
2010	2000 吨项目	2015	21000

备注：由于生产效率会高出实际产能，预计2017年的实际产量会是22000~23000吨。

（2）价格的上涨

表6 53°贵州茅台2001~2008年涨价历程

时间	调整后出厂价（元/瓶）	提价幅度（元/瓶）
2001 年 8 月	218	40
2003 年 10 月	258	40
2006 年 2 月	308	50
2007 年 3 月	358	50
2008 年 1 月	438	80

2001—2007年出厂价的年均增幅在11.65%—9.3%，略高于北京等城市居民最低工资的年增长幅度。

考虑到农产品和家庭生活整体成本的上涨速度，在未来时间中有加速迹象，城市居民最低工资的年增长幅度，有希望上升至12%以上。茅台酒在未来10年中维持12%以上的年价格涨幅，有很大机会。

（3）销售收入的净利率

由于茅台酒的价格提升速度，会超过原料成本和各项费用的上涨速度，以及考虑年份酒的销售占比提升，2008年的所得税率下降，广告费有可能的税前抵扣等带来的影响，未来的净利率仍有上升的空间，假定为从2007年的35%左右上升至45%。

利润的复合增速

$$\sqrt[10]{\left(\frac{22000}{9600}\right) \times (1+12\%)^{10} \times \left(\frac{45\%}{35\%}\right)} - 1 = 24.78\%$$

$$\sqrt[10]{\left(\frac{22000}{9600}\right) \times (1+10\%)^{10} \times \left(\frac{45\%}{35\%}\right)} - 1 = 22.6\%$$

$$\sqrt[10]{\left(\frac{22000}{9600}\right) \times (1+8\%)^{10} \times \left(\frac{45\%}{35\%}\right)} - 1 = 20.32\%$$

（价格增速调整为10%后的盈余增速）

我们推断2008—2017年茅台复合增长率是22.6%，按照2007年2.45元左右的盈利估计，期末价值（terminal value）取2017年每股盈利的25倍，贴现率为8%，茅台每年派发当年净利的30%作为红利，在上述假设下，茅台的合理价值为233元。如果假定国内通胀水平处于3%~4%，茅台的涨价幅度是通胀的2倍，即保持8%左右的涨价速度，那么利润的复合增速在20%，期末市盈率取20倍，那么对应的价值是154元。需要注意的是，模型中关键参数的合理调整，就会导致估值结果的较大变动。另外我们也没有考虑茅台有更多产能的情况，有次我去开股东会，请教茅台最多产能达多少吨？高管说：“茅台镇所有的地拿来酿酒，能酿10万吨，比较确定的是约5万吨。”

当然，还有其他一些估值方法评估茅台的价值。价值投资是一个具有巨大包容的投资流派，拥有鲜明的原则和底线不代表呆板和缺乏创新，打开我们的“天灵盖”思考投资很重要，同时审慎对待估值更有利投资。我们只是提供一种理念、一种思考的逻辑和一种分析思路，请让我们具有成熟的心智取向和宽厚的包容精神。

2007年11月

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

10年后的今天看我们10年前对茅台的预估，我们预估茅台的市值大致为4435亿元，而实际上茅台的市值高达9000亿元。当时假设的盈利复合增长率是22.6%，但实际上茅台过去10年的盈利实际复合增长是24.74%，加上2017年末市场给予了茅台对应2017年利润33倍的市盈率，超出了我们所预估的25倍。从2007年茅台1700亿元的市值，到2017年9000亿元的市值，当时我们的预估应该不算保守，但还是低估了茅台的盈利和市值增长，真是好公司往往能给我们以惊喜。

感受格力电器股东大会

本来计划2007年6月29日上午10点去香港参加味千（中国）公司的股东会，下午赶到珠海参加格力电器的股东会，因为证件原因，香港未成行，只能专注格力的股东会。

下午两点，到达格力在金鸡西路的厂区，厂区后面有一座郁郁葱葱的大山，办公楼无论外观与内饰均透着现代气息，让人感觉好像不是在一个工业厂区而是身临写字楼。

两点稍过，股东会开始。原想这个股东会与我经历的大多数股东会一样，听听然后看看翟敬勇先生或其他人的股东大会记录就可以了，但随着问答环节的持续进行，我有点遗憾没有带周明波先生来，他有时用录音笔记录主要的问答环节，协助其整理和思考。

如果有录音笔的帮助，我哪怕再多时间与精力，也要让尽可能多的朋友分享这精彩的两个小时。当然，精彩是由具有人格魅力的格力董事长朱江洪先生与总裁董明珠女士带来的，他们两人的搭档可谓天作之合，普普通通的问题经他们珠联璧合的回答，顿时充满智慧、思想与感召力。这是我在国内参加这么多股东大会经历的个人认为最精彩的问答环节。

伟大的公司一定有让我们能感受其人格力量的领导人，这是我们在中国所投资皇冠上明珠式企业所能感受到的，这也是中国的福气，中国应该为拥有这样一批让人尊敬的企业家而骄傲。而作为投资者，能找到将财富交于我们信任的人来完成持续的积累与创造，也是一件幸运的事。

让我们来看看，能给我们带来价值与财富人的思想、境界与那优美充满力量与智慧的语言：

制造业要有“工业精神”——

董明珠女士：“在制造业中，如果商业精神占据主导地位，将会使企业的生存发展远离工业精神，使得工业家也像商人一样行事，其结果必然是工业行业的短期化和商业化。就会更富于投机性，更短视和产生更多不正当的竞争。”

朱江洪先生：“工业精神就是要有吃亏精神、奉献精神和对社会的高度责任感。”“一个没有创新的企业，是一个没有灵魂的企业；一个没有精品的企业，是一个丑陋的企业。”“制造业需要以诚信为核心的工业精神。”

走访上市公司是幸福的，伟大的公司是相似的，不好的公司各有各的不同。你在伟大企业身上感受的有时候不仅仅与财富有关，它还和人们的思想、境界、信念、远见、坚强、执着、奉献等相关联，它是每一个时代生生不息循环的一部分，也是让人感动心灵的一部分！

2007年6月30日于珠海

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

2018年的格力继续着它的辉煌。年报显示，格力电器至今已开发出20个大类、400个系列、12700多个品种规格的产品，远销160多个国家和地区，用户超过3亿。其中，格力家用空调产销量自1995年起连续22年位居中国空调行业第一，自2005年起连续12年领跑全球。根据《产业在线》数据，2016年格力家用空调国内市场占有率达到42.73%；根据《暖通空调资讯》数据，格力商用空调国内市场占有率达到16.2%，连续5年保持第一。

董明珠就任董事长以来，2012—2015年，格力电器已累计现金分红高达255.68亿元。2017年格力一次性派现108亿元，占公司2016年全年净利润的70.22%，分红金额再次创出历史新高。但再过几个月，到2018年5月31日董明珠女士就要面临换届退休的可能，届时64岁的董明珠是否会继续连任呢？董明珠说：“我根本没有预计过，我真的是希望现在有年轻人能够顶上来，现在是最好的一个时机。这个时候的品牌地位、我们的团队，包括我们的一些制度建设已经达到了一个非常完美的状态。他基本上不要什么挑战，只要用心去做就能做好。”

在2018年1月4日接受中央电视台财经频道采访时我说：“伟大企业需要一代又一代企业家接力，就我个人的希望来说，因为很多企业家都能工作到80岁甚至90岁，我当然希望董明珠女士能够像B夫人一样干到108岁。当然，国企还是有一定的制度限制。我个人倾向于一个优秀的企业，它是一代代的管理者不断地接替，像接力棒这样传承的企业。如

果说一个企业家走了，这个企业就垮掉了，那我想这个企业的文化建设、梯队建设可能当初就隐含着很大的问题。”而2018年格力已经不是一个单一空调领域的龙头，它在向着全产品链条的方向发展，格力在多元化方面做的一些布局，有些方向还是让人有些疑虑。假若董明珠女士退休，格力是否能够延续过往的辉煌，是个需要时间来考证的问题。

押斗胜的鸡王

2007年8月10日，中欧学院教我们《市场营销学》的柏唯良（Burgers Willemp）教授在给我们授课的过程中提到不断上涨的中国股市，他用“鸡笼里的鸡”做比喻，形象地解释了股市为什么上涨的道理。

如果将100只鸡关在一个笼子里，开始的时候一定天下大乱，只有等打斗的局面结束，有死去的、有柔弱的，最后取得平衡的时候，强者才更强。处于蛮荒时代的企业竞争是非常残酷的，目前中国企业的市场竞争，龙头企业基本成型并已渐渐走向品牌经营的时代，能留下来的企业开始有了好的收益与业绩。2007年6月30日以前上市的1364家公司，上半年实现净利润1897亿元，较2006年同期增长79.12%。这个业绩的取得，也许部分跟产业集中度的趋势有关，这也许是支持股价上涨的一个原因。

这也是分析问题的一个角度。以房地产行业为例，国务院发展研究中心、建设部政策研究中心、全国工商联房地产商会及中国经济年鉴社近日共同发布了《中国房地产企业竞争力研究报告》。《报告》称，尽管我国房地产市场近年炙手可热，但我国房地产企业的规模化程度不足。美国最大的5家房地产企业在全国住宅市场的份额占到了15%，其中最大的房地产企业普尔特公司占全美住宅市场份额的4%。香港最大的10家地产集团的开发量约占香港总开发量的80%左右，市场集中度更高。我国房地产公司数量达到5万余家，排名前10位的房地产企业的市场份额加起来不超过6%，最大的房地产企业万科在全国所占份额不过1%（注：截至2007年7月万科市场份额已提高至约2%）。地产业有竞争和淘汰，宏观调控必然使许多小房地产企业倒闭，以后能有一定市场规模的企业很可能不超过100家，而这100家企业中的翘楚，将占有最大的市场份额，有最好的利润。未来20年内，中国可能是全球房地产领域内规模最大、增长最快、购买力最强的市场。当然，房地产行业的周期

性是比较强的，这一点中外一致，从短周期和长周期角度看非常不一样。

房地产行业是个标准的周期性行业，但问题是：你要做多长时间的投资，是1年、2年、5年、10年，还是横跨更长的周期，比如说以城市化率为标准，30%、40%、50%、60%、70%。现在中国的城市化率约为40%，也许最好的卖出点是在达到60%的这一点上（留有10%的余地）。

一个梦想追求回报率最高的投资者，当然可以在这30年间，不停地判断地产行业的高低点，买进卖出，当然也可以选择一家市场占有率不断提高的最好的地产公司，用“基钦周期”，平均40个月来做投资，也可以从一个大周期，一个朱格拉周期，平均9年来做投资。也可以考虑像万科学习的对象美国大型住宅建筑公司中的龙头企业帕尔迪，以城市化率的程度做一个更长期的投资。如何做完全取决于你自己的眼光和承受力。

类似房地产行业变化的趋势，在各行各业中都有表现，最后，各行各业都会有斗赢的公鸡，这个过程也少不了“外国雄鸡”加入战斗。谁是最后斗胜的公鸡，谁是鸡王？！也许谁就是未来最大的赢家！

2007年8月10日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

中国房地产行业像所有行业一样，集中度在迅速提升。根据中国指数研究院监测显示，2017年共有144家房地产企业跻身百亿元军团，较2016年增加13家，销售额共计82099亿元，市场份额超60%，行业集中度加速提升。从分布来看，百亿元阵营梯队化格局逐步固化，500亿元分水岭显现，其中500亿元以上企业数量稳步增长，百亿至500亿元阵营数量则略有减少。2017年由于集中度的提高，前十名的房地产企业表现出色，十大龙头的销售总金额占500强销售金额的35%，销售面积占38%。相比2007年，恒大、万达和融创三家民营房企，取代了广州富力、首都开发和金地三家国营房企，尤其是恒大地产以3731亿元的销售收入，取代了万科，行业桂冠首次易主。这些都是阶段性胜出的“鸡王”，但中国的房地产市场还没有面临过哪怕一次真正的考验——房价跌

50%、地价跌20%、30%持续3~5年的情况。如果出现一次，也许很多领先的房企就会像万科学习的榜样——帕尔迪，在2008年后一蹶不振。杠杆类的商业模式，胜负往往取决于风险暴露的时刻。

中国核心城市的房价有可能世界第一

房价的长期趋势与我们的投资休戚相关。常有朋友问我对地产股如何看的同时，会顺带问我对房价怎样看？我通常回答：长期看，中国核心城市的房价有可能成为世界第一。为什么？

导致房价上涨的根本原因，在于经济的发展与供需结构的变化。经济发展必然导致地价的上升，地价是经济发展的函数，最终一个国家的经济发展了，其结果一定会通过土地与房屋价格的变化反映出来。2007年7月19日，中国国家统计局公布了上半年国民经济运行情况，同时也公布了修订后的2006年GDP现价总量为21.0871万亿元，比初步核算数据增加1464亿元。许多经济学家预测，中国在2007年底会取代德国成为仅次于美国、日本的全球第三大国家经济体。中国经济能在不到15年的时间里，连续赶超世界传统诸强，从世界第十一位奔到第三位，这个意义是重大的。

30年来，中国已由低效率单一低水平的经济体，逐渐演变成一个新兴经贸产业大国，这从根本上改变了中国和多数中国人的生存状态。一个世界共识是——中国正在急速融入世界，正站在“大国之路”的出发台上。根据日本经济研究中心对世界经济的预测，到2020年，中国的经济规模将超过美国成为全世界最大的经济体。从有记载的历史看，如果中国真有此成就，也并非新鲜事。据高盛公司研究预测，1825年中国和印度在世界经济中所占的份额约为40%，与高盛公司预测的2025年两国在世界经济中所占的份额相同。而据专家以可超越国家和时代进行比较的“国际美元”推算，中国在世界生产总值中所占比率，从公元前2000年到19世纪中叶，一直占20%多至30%多，后因战乱等原因，20世纪中叶降到了4%左右。从历史的视角看，占据了全球五分之一人口的大国，“重归超级大国”的行列，应该是情理之中的事情。在一个经济持续发展速度达到两位数的较长的经济周期内，出现加息周期和通货膨胀的可能性几乎是一种必然，而经济发展速度达到两位数，几乎不可避免地要伴随地价和楼价的上涨，这是客观规律。

根据著名经济历史学家安格斯·麦迪逊（Angus Maddison）的研究成果，中国和印度在1820年前，一直是全球最大经济体，是公元元年至1820年的历史常态。而进入19世纪后，中国和印度经济规模迅速萎缩，西欧各国和美国开始崛起，并领先全球将近200年。

从20世纪80年代开始，中国经济规模开始逐步复苏，回归历史常态。亚洲开发银行曾预计，2050年时亚洲的经济将占全球经济总量的一半。

从中国房地产需求的角度，抛开政治化的房地产讨论，影响国内房地产市场的基本因素，还是需求。联合国人口基金公布的《2007世界人口状况报告》指出，中国有660多个城市，几乎其所有的工厂都位于或邻近城市，不像美国有许多大公司总部就在乡村小镇上。按有关计划，在不到10年里，中国人口的一半以上约8.7亿人将成为城市居民；届时将出现83个人口在75万以上的城市，但其中仅有6个城市能为500万以上的居民提供住房。到2005年底，中国的城镇人口为5.6亿，在未来10年内中国将新增3亿多城市人口。联合国的报告估计，每年有1800万农村人口将转为城市人口。而中国大学生人数增长速度也十分可观，这些学生中有相当比例的人要留在中国的核心城市发展，这也是房屋需求的力量。据统计，2002年大学毕业生人数是145万，2003年为212万，2004年增至280万后，2005年突破300万，2006年又突破400万。这些新增的城市人口，将会成为国内房地产市场增长的巨大动力，这是影响中国房地产市场价格的一个基本因素。

从房地产供给的角度，中国国土面积960多万平方公里，仅次于俄罗斯与加拿大。据统计，中国实际耕地面积约20亿亩，居世界第三位；有林地面积约19亿亩，居世界第6位；草地面积约60亿亩，居世界第二位。与土地利用紧密相关的河川径流量约2.7万亿立方米，居世界第6位。但按人口平均，中国人均占有耕地1.65亩，仅为世界平均数的1/3；人均草地约5亩，为世界平均数的1/2；人均林地约1.5亩，仅为世界平均数的1/6；人均水资源约2300立方米，为世界平均数的1/4。到21世纪中叶，中国人口达到15亿~16亿时，人均占有实际耕地面积将下降到1.1~1.2亩，占有淡水资源也将下降到1800立方米，水土资源供求将处于危急状态。另外中国水土资源分布不平衡，北方地多水少，南方地少水多，组合错位，加剧了资源的紧缺性。据联合国粮农组织统计，目前全球48%的蔬菜、47%的猪肉、33%的水产品、22%的粮食都被中

国人吃掉了。2007年猪肉与食品价格的上涨，也许是中国从农业国家转向工业国家的一个重要信号，如果中国无法避免这种转制，保证土地、水资源的可持续利用与农业的可持续发展，也许会有越来越多的农产品需要进口。未来，如何保证庞大的人口群和高速的经济社会发展对土地、水资源的需求，将是中国经济社会发展过程中的一个严峻挑战。当然，还有环境因素的挑战，仅华北地区每年就有1506平方公里耕地将变成沙漠。

因此2006年中央提出一定要守住2020年18亿亩耕地的红线，如果能坚守，那就意味着未来14年，中国年均可减少的耕地面积仅为200万亩（1333.4平方公里）左右。按照中金公司的统计数据，即便减少的耕地全部用于城市建设（2005年耕地面积减少542.5万亩，其中59%用于城市建设；2006年耕地面积减少460.2万亩，其中84%用于城市建设），在面积上也仅相当于每年增加1个北京市，或者1.5个上海市，或者3个重庆市。目前我国人口年均增长约1600万，如果按照2006年城市人口密度估算，每年将需要新增314万亩（2096平方公里）的城市建设用地，用地缺口114万亩（2006年城市人口密度131平方米/人，314万亩，缺口114万亩；国家规定人均合理建设用地87平方米/人，208万亩，缺口8万亩）。这就是中国房地产市场供给的现实情况，中国地价、房价上涨的根本原因——除去经济高速发展的原因外，核心问题从“供需角度”分析——是需求远远大于供给。

我们再来看看深圳的情况。根据广东省统计局最新人口分析报告，由于大量流动人口聚居于珠江三角洲，2005年珠三角人口密度达到了1035人/平方公里，而广东省常住人口最多的是广州和深圳，2005年的人口密度分别达到1277人/平方公里和4239人/平方公里，广州约1500万人口，深圳约1200万人口，两个中心城市的常住人口已逼近“临界点”，达到人口承载的极限。深圳市委书记李鸿忠先生在2005年的一次城市规划会议上说：“土地资源紧缺，消耗严重，5年后深圳可能无地可用。”深圳市土地总面积为1953平方公里，其中，974平方公里为基本生态控制线，属于必保用地。在发展最快的十几年里，深圳年均增加建设用地近30平方公里，而在近千平方公里的可供建设用地中，已有800多平方公里用完，剩余不过200平方公里，而且已经几乎没有可供成片开发的土地，按照目前这种态势，“十一五”期间，全市的建设用地就将消耗殆尽。

这就是深圳土地资源的现实情况，但与此同时，深圳的经济发展二十多年跨了五大步。自1979年开始，用了18年的时间，使社会生产总值达到第一个千亿元，第二个千亿元用了5年，第三个千亿元仅用了两年，第四个千亿元用了一年，第五个千亿元用了一年。2006年深圳市实现GDP 5813.56亿元，经济总量直逼6000亿元的新台阶。“十五”期间，深圳本市生产总值年均增长16.3%，肯定超过万亿元。深圳政府也制定了一个2010年人均GDP要达到1.2万美元的目标。从数据上看，深圳将在2008年，成为人均GDP首次超过1万美元的中国内地城市。广州和上海也预计在2010年达到人均GDP超过1万美元的目标。按照世界银行的衡量标准，人均GDP超过1万美元是从发展中状态进入发达状态的标志线。日本人均GDP在1984年超过了1万美元，中国香港、新加坡、中国台湾和韩国的人均GDP分别在1987年、1989年、1992年和1995年超过了1万美元。也就是说，深圳人将像24年前的日本人一样进入“发达阶段”，而这才刚刚开始。由多名香港前官员提出的《建构“港深都会”》的研究报告提出打造中国第一个顶级国际都会的构想，报告估算，若“港深都会”GDP保持年均约8%的增长率，到2020年，“港深都会”的经济总量将达到1.11万亿美元，超过伦敦、巴黎、芝加哥和洛杉矶，仅次于纽约、东京，跻身世界城市带第三位。

一方面是土地资源的耗尽，一方面是经济的高速增长和需求的不断提高以及国际都市化发展的趋势，这也许就是深圳房价与洛杉矶的豪宅比肩的原因。在美国的时候，我也想过类似的问题，如果中国的房价不断上涨，为什么我们不能搬到加拿大、澳大利亚、美国去生活？可惜我们是中国人，也许骨子里流淌的血液已适宜了这块土地，让我搬去洛杉矶华人聚居区，我还是不能适应那里的人文环境，更别说融入美国的上流社会了，只能在华人圈子里打转转，远不如火热的中国生活来得热情、奔放、刺激、满足，更有心得与收获。

美国富豪们喜欢拿大片土地建游乐场，并以此作为身份的象征。网上零售商亚马逊创办人贝佐斯多年来收购了多个牧场，他拥有30万英亩地，居美国地产月刊《土地报告》《THE LAND REPORT》地主榜第23位。年近七旬的时代华纳前副主席特纳现于全球7个国家拥有15个牧场，占地200万英亩，是美国最大的私人地主。美国农业部数据显示，2006年当地农业用地价格比2005年锐升15%，至每英亩1900美元。但美国3亿左右的人口生活在与中国的国土面积相近的937万平方公里的土地上。中国与之不可比的是，美国的国土面积中适宜耕作的面积高达

90%。国土辽阔，耕地广阔，气候温和，这是人类居住和产业基本条件的制约。如果中国人的居住方式也和美国一样，我跟朋友开玩笑：“上海人恐怕要住到南京，南京人要住到合肥，合肥人要住到郑州，郑州人要住到西安，依此类推，很大一部分中国人要住到沙漠里了。”所以，中国要发展只能集约土地，高密度、向空中发展，这是一个必然的趋势。但对那些想住类似美国大宅的朋友，只能花费比在美国甚至欧洲多得多的钱了，这恐怕也是一个接力赛的过程与结果。因此，10年、15年、20年以后，中国核心城市核心地段的房价有可能达到世界第一，没什么可奇怪的。

伦敦就曾以优惠政策吸引全球富豪，积聚城市财富。伦敦豪宅价格曾在2007年2月创下28年来最大的月涨幅，达31%。当地房地产商莱坊国际物业（KNIGHT FRANK）编制的每月房价指数显示，2月伦敦豪宅的平均价格较2006年同期增加31%。莱坊所指的豪宅是价值超过300万英镑（约4561万元人民币）的独立屋，或超过150万英镑（约2281万元人民币）的住宅大厦。莱坊住宅研究业务主管贝里说：“过去两年伦敦市中心房价的上涨速度，比英国其他地区高出两倍，这种涨势主要限于市中心。如果今年上涨20%，我也不会惊讶。”美国《新闻周刊》2007年3月19日在《全球大城市楼市缘何高烧不退》一文中曾描述：“10年的牛市使超级富人的队伍明显壮大，以致在巴黎和布宜诺斯艾利斯‘收藏’临时公寓，就像富人收藏汽车或美酒一样。热门城市对豪华住宅的需求超过供给，价格自然贵得吓人。这在豪华地段尤其明显，那里的增长率往往是整个城市平均水平的两三倍。仲量联行住宅调查部负责人休·福克斯利说：‘这里存在一个有趣的矛盾，这些买主不会守在某个地方，而是在全球各地飞来飞去，但他们的购房范围大概只有100条街道。’穿行于世界各大城市的商界精英喜欢在工作的地方优雅地生活。在上海这样的城市，银行和保险等高档服务业非常集中的地方的房价直线上升……同样的情况也出现在印度，商业中心孟买黄金地段的房价在2006年猛涨了90%……”

“维持一个比较高的房价，抬高进入城市的门槛，西方经济学认为这是一个规律性的东西。”相比我们靠户籍制度、靠行政手段人为改变不同人命运的方式，这个选择也许更文明、更符合自然规律。试想如果中国能真正做到迁徙自由，北京、上海的房价可能又要上一个新台阶。同样的分数，一个可以上北大、清华，一个只能上普通本科，为了孩子的未来，中国的富翁一定会聚集在上海和北京；得小病可以在小地方治疗，

但得大病还要到北京、上海。还有艺术欣赏，世界级富翁有着自己独特的文化品位和消费要求。如果中国20年后真成了全球最大的经济体，如果富裕人口占比能达到20%（相当于美国整个国家的人口），中国的核心城市，如北京和上海，也许能有这样的魅力推动城市集聚财富，走向世界。当然这需要中国走好关键的每一步！

2007年7月29日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

这是初版《时间的玫瑰》里面，唯一一篇谈房价的文章，而十年后文章的判断基本已成为现实。这十年中许多朋友问我对房价怎么看，我说如果你持有的是北京、上海、深圳等核心城市核心地段的房子，唯一要做的就是坚持持有，无论出台什么政策。随着中国人财富的不断积累，我相信十年多前的判断依然成立。长期看，世界上保存财富最好的方式之一就是房子！

新的投资想法来自哪里？

投资不会一成不变，我们也希望发现未来最有价值的好企业，那么这些新的投资想法来自哪里？我想首先是阅读，阅读非常重要。学生时代阅读的许多著作，现在都成了我的宝贵财富。现在我的阅读能力对我而言也非常重要。巴菲特十分努力地在阅读，但还希望上帝能让他阅读的速度更快一些。我们应该学会与“死去的伟大的人”打交道。为什么？全世界曾经和现在生活在这个地球上的有上百亿人，但是真正可以留下著作，让一代代人汲取思想、智慧与营养的非常之少。你看一晚上这些伟大的思想者留下的著作，与他们进行精神上的交流，收获一定非常大。这里面蕴藏着取之不尽的财富，也是我们智慧的源泉。

另外，我们也注重当下的东西，来源有很多种，如常识以及经济类（也包括很多非经济类）的杂志和报纸，与投资等行业的专业人员交流，参加各个行业的研讨会等，都可能给我们以启发。我们并不是要争取抓住所有的机会，而是要把握能够把握的机会，这需要敞开心胸去倾听，观察社会和人群的变化，而不是固执己见。

我们不会去讨论当前的热点板块，因为我们的投资将持有足够长的时间，买得比人家早，或者晚一点，根本不是决定结果的因素。巴菲特现在才买入沃尔玛，就是个例子。

例如，我在好几年前观察到，尽管女儿还很小，但已经开始频繁使用互联网，个别朋友已经把QQ号印制在名片上。这促使我去关注互联网公司，现在我们持有香港股市中的腾讯控股。

之所以投腾讯，因为它是一个互联网消费型企业，不是一个互联网企业，不是要靠互联网技术更新取胜的企业。它是一个互联网消费平台，是一个通路型企业。我们从全面的角度来理解这个行业，如果真的波动很大，我们也不会投。比如说一个大学生在深圳读大学，暑假想去上海玩10天，可以在腾讯上花两毛钱挂一个广告，看有没有人在上海出租一个铺位或者是一个房间，只租10天。这个平台可能部分代替房地产中介的作用，在这个平台上会有无数双眼睛，最后就是在这个平台上进行交易。它可以做很多增值业务。

好企业永远不会枯竭，但它需要我们用心寻找、用耳聆听，用积累的知识和经验甄别。互联网给了我们一个平等竞争的平台，善用它也会增加投资信息的来源。

2007年7月5日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

我从业26年，东方港湾成立14年，投资了网易、腾讯、茅台、云南白药、万华化学、上海家化、奇虎360、白云山、好未来等，现在持有的纯美股的公司包括亚马逊、Google、Facebook、微软、苹果、英伟达、特斯拉、Netflix等。总的来说，基金经理的职责就是看到并找到每个时期的伟大或是有特色的企业，一部分要靠学习、勤奋努力地工作，一部分要靠天赋，这就像NBA，成为职业选手已经不易，但要成为和乔丹、科比一样伟大的篮球选手，天赋与努力同样重要。如果你拥有洞察力，又愿意细心聆听周围的世界，伟大的本垒打机会，总是会出现。

企业的生命周期

所有的东西都会消亡，这是自然法则，但在股票市场上，投资又要求我们挑选出尽量长存的企业。这是一个矛盾，也是一个难点，但它恰恰关乎投资的长远收益。据统计，全球500强企业平均寿命为40岁，而美国中小创业企业的平均寿命为5年。1970年位列《幸福》杂志“全球500家大企业”排行榜中的公司，到1983年已有1/3销声匿迹。在20世纪初世界大型企业中，至今仍能位居世界500强之列的只有3%左右，那么到底是什么因素导致曾经辉煌一时的商贾巨子风光不再？又是什么原因让仅存的企业永葆青春？

企业作为一个组织，具有生命周期，就和人出生、成长、衰老、死亡的过程一样。所有的企业都有利润的生命周期，在早期的发育阶段，企业的销售额加速增长，盈余出现。在高速扩张阶段，销售额持续增长，盈余急剧增加。当企业进入成熟阶段，销售额的增长速度开始减缓，盈余开始减少。最后一个阶段，走向衰退的过程，总收入下降，同时盈余随之下降。我们投资股票，当然希望在企业的成长期买入，在衰退前卖出。那么如何判断这一点呢？又如何判断一家处于迅速扩张阶段的公司，能承受年复一年的利润增长的考验？对于将成长股票法作为投资策略的投资者而言，准确无误地判断出一家企业处在生命周期的哪个阶段，是投资成功的关键，但又是最艰难的挑战。

这可能要借助伊查克·爱迪生（Ichak Adizes）提出的企业生命周期论。该理论主要从企业生命周期的各个阶段分析了企业成长与老化的本质及特征。该理论较适于用来诊断企业。在生命周期理论中，爱迪生用P（Performance of the purpose of the organization）和A（Administration）分别表示企业追求短期效益的执行力和追求短期效率的行政力，用E（Entrepreneurship）和I（Integration）分别表示企业追求长期效益的创新能力和追求长期效率的整合能力。这四种能力在企业的孕育期、婴儿期、学步期、青春期、盛年期、稳定期、贵族期、官僚化早期、官僚期、死亡期中，每个阶段各自所呈现的程度不同。因而，从四种能力的程度可推断出企业所处的阶段以及在每一阶段应采取的对策。

企业生命周期论论述了企业的生命周期现象，但它停留在企业实践的层面，并没有从根本上寻求产生生命周期特征的原因，因此需要从更微观的角度解释企业的生命周期特征。细胞学说、进化论、能量守恒定律被并称为19世纪三大发现。20世纪分子生物学的快速发展更是在微观

基础上对生物的生物特性，如遗传和变异等，做了深刻的剖析。分子生物学认为，控制生物性状遗传的主要物质是DNA（脱氧核糖核酸），DNA的结构为双螺旋结构，这种基本结构构成了生物个体遗传与变异特性的基础。于是，我们可以由此引申出企业生命的基本模型。

L链为人力资本链，由一个个市场化的人力资本单位串接而成。C链为实物资本，由一个个市场化的资本单位串接而成。L链和C链组成双螺旋链。连接的因素分别为企业家（Entrepreneur）、治理结构（Institution）、技术（Technology）、文化（Culture）。企业家作为创新的主体，在市场中获得市场化的人力资本和物质资本，通过获得一定的技术供给、合适的制度安排，形成相应的企业文化，来对市场化的人力资本和物质资本组织和排列，形成企业。排列方式的千差万别和连接方式的千变万化导致了企业的多样性，同时由于企业具备生命特征，因而有了不同的生命周期。

从企业内部系统来看，在企业生命模型中存在着四个要素：企业机制，企业家，技术，文化。这就使企业内部的非线性相互作用成为可能。自组织理论认为，在远离平衡的开放系统中，随机涨落有可能被放大为巨涨落，从而破坏原来的结构，形成新的有序结构，即耗散结构。企业内，企业家、企业机制、技术、文化四因素之间的非线性相互作用，形成企业的涨落与创新，并且通过创新扩散，不断地推进企业的成长。总之，企业自组织的变革应来自企业内部，由外力推动的变革在外力消失后就可能自动停止。所以，好的有生命力的企业，面临迅速变化的环境，不仅能主动适应，还能建立起各种激励机制与约束机制，来为企业的改革提供内在驱动力。20年前有人说电脑能取代书，虽然今天看来它还不能取代书，但它有可能取代书店老板（我们已可以通过互联网买书）。当所有的价值链分崩离析的时候，伟大的公司会问：成本消失的时候，钱会到哪里？我要如何改变？

从企业生命模型的上升趋势来看，在企业创立的初期，企业家作为一种能够替代价格机制来优化配置资源的特殊资源，在企业生命模型中占据着最重要的位置，但随着企业的发展，企业的机制与文化在企业生命价值链条中逐渐占据了更重要的地位。这可能是所有具有生命力的企业的共同特性。好的企业文化能减少企业内个人的信息处理要求，补充正式的控制制度，促进合作，减少讨价还价的成本，不仅提高了企业的代理效率、技术效率，还是企业创新和创造价值的动力源泉。因此，无

论是20世纪初期发明电灯、电话的贝尔公司，稍后由烟草行业进入啤酒行业的飞利浦·莫里斯，还是20世纪中期将人类送上蓝天的波音公司，长期处于盛年期与稳定期的秘诀可能就在这里。它们也就当之无愧地成了那个时代人们投资的最好对象。

2007年8月21日（参阅《企业发展战略研究》周晖博士）
本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

投资最重要的永远是寻找基业长青的企业，今天我们看到更多现象级的企业在采用扁平化的工作方法去适应时代发展、参与竞争。大象在跳舞，在汲取更多的资源，触角所及的地方，我们仿佛看到一阵阵“龙卷风”刮过，深入生活方方面面的平台型业务，可能让这些公司的生命周期更长！

焦虑的中国

2009年4月10日参加万科股东大会，一位坐我旁边的股东说：“万科到目前为止，按25元的最高价，回报有2500倍，复权计算早期股东的成本只有0.01元。如果能再找到这样一只从小到大的股票就好了。”我说：“你应该算错了，万科的回报应该没有这么高。刘元生先生投资400万，高峰期33亿，只有825倍，万科派发的红利刘元生先生有没有再投资，是否参与每次的配股我没查过。但问题在于，即便只有100倍的回报，就算你能找到另一个万科，你凭什么就能赚足这100倍或825倍？看简单股价，1993—1996年，万科从36.7元跌到过3.2元，就算你和刘元生先生同时期买入，你是否会懊悔为什么1993年不在高位卖掉？一个哲学问题是：如果你能在高位卖掉，你是否能再次在低位买进，并不理会2001—2005年万科从16.25元跌到3.12元的情况？如果你两次都能做到高卖低买，那么你只需要也许不到10万，就能赚取比刘元生先生多得多的财富。伟大的企业也会经受风雨，遇到逆境的时候你凭什么坚持？！”

影响企业的因素非常复杂，我想像刘元生先生这样的投资者一定是凤毛麟角。第一，基业长青很难——发现挑战智慧；第二，波段操作诱惑巨大；第三，“投资心理倒错”扼杀长期投资；第四，市场跌宕起伏，

世界动荡不安；第五，估值的艰难，模糊的正确与精确的错误；第六，多维规则——标准越多，标的越少；第七，时间越长，不确定性越高；第八，同行业充满挑战；第九，跨行业比较，更挑战判断力；第十，前景理论，即亏损的痛苦=赢利快乐的2.5倍。“守股比守寡还难！”即便企业没问题，但一想到社会宏观方面的变化，就足以让人焦虑了。2008年底，遇见了一位学生时代景仰的学者，我们聊起中国的经济及其未来，他说：“他的一个经济学家朋友，从1988年开始一直不看好中国经济，看空了20年。中国的问题永远是忧虑中承载着希望……”

2009年3月在张逸民教授的《国际金融》课上，一位同学说：“但斌，你看中国看得太乐观了。”在此之前，我刚看完吴晓波先生的《跌落一百年》。吴晓波先生在书的前言部分说：“在过去的100多年里，中国官吏和精英阶层一直致力于国家的重建与民族的复兴。而富有悲剧性的是，每隔30~40年，这一进程就会被外乱或内患打断，这使得中国的企业史成为一部缺乏传承感的历史。对于中国商业进步的缓慢……我们仅从企业史的视角来进行观察。我们看到的是三个现象：一是意识形态争论对现代化的干扰，二是中央集权观念对国家商业主义的催生，三是传统的轻商和官商文化对新生企业家阶层的影响。让人叹息的是，在洋务运动后的多次经济变革运动中，这三个命题都幽灵般地随影而至，无法摆脱。即便到了百年后的1978年，当中国再度开始经济变革的时候，这三大命题仍然困扰着这个国家。在这个意义上，我们一直没有跳出一个成长的逻辑圈……中国的商业历史总是不押韵的，粗糙而缺乏修饰，像极了我们坎坷而迷茫的人生……”

吴晓波先生说：“中国的百年历史，其实就是关于革命与改良的选择。让人高兴的是，在刚刚过去的30年里，改革开放的经验证明，一个国家的经济腾飞完全可以不经由社会和政治革命的途径来完成。在30年的和平崛起中，没有爆发大规模的社会动荡，没有发生饥荒、国家分裂和民族对立，绝大多数民众是这场改革的获益者，渐进式的思想已经成为社会的主流共识，这是一个了不起的成就，是中国人民对世界的最大贡献。未来30年，我们需要证明的是，这种渐进式的变革路径和模式有可能给更大范围、更为纵深的中国社会带来新的可能性……”

看艾丽斯·施罗德写的《滚雪球》，印象深刻的是曾被誉为“索多玛伪善之城”、“无赖扎堆之地”的巴菲特家乡奥马哈以及美国70年以来的沧桑巨变，（撇开技术因素）没有美国的今天以及巴菲特对美国的信

念，就不可能有巴菲特现今的成就。每个时代的人都可能因事、因境、因人、因物的不同，充满忧虑与希望地面对狄更斯在《双城记》的开头所说的，“这是最好的时代，这是最坏的时代；这是智慧的时代，这是愚蠢的时代；这是信仰的时期，这是怀疑的时期；这是光明的季节，这是黑暗的季节；这是希望之春，这是失望之冬；人们面前有着各样事物，人们面前一无所有；人们正在直登天堂，人们正在直下地狱”。

中国，将面对怎样的未来？此刻，我们该选择并拥有什么样的信念？

2009年4月11日夜 随感

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

戊戌年，很多中国人依然充满焦虑……但就像1992年邓小平南方谈话时给中国带来的变化一样，我希望中国能继续改革开放，最终屹立于世界之巅。就万科而言，有点儿遗憾，中国最具人文气息的公司，由于“野蛮人”的入侵，在2017年失去了其精神领袖，希望万科能保持其文化精神与传统，不会最终流于平庸。

阿里巴巴股东大会感慨

本该陪老父亲去广州医院，但权衡再三还是让弟弟前去，自己赶往香港湾仔港湾道一号君悦酒店宴会大礼堂参加阿里巴巴的股东大会。

因同行的朋友证件出了点问题，耽搁了30多分钟才赶到会场。一进场，一种朝气蓬勃的气息迎面而来，有吸引力、创造力的公司与平庸的公司的区别，从股东大会的场景布置和安排就能明显感受出来。也许是因为阿里巴巴前期股价跌幅过大，来的股东不算多，会场未坐满。我坐下来观看阿里巴巴自制的讲述企业经验模式的短片，其中讲述残疾人利用阿里巴巴的平台创业获得新生活的内容颇为感人。

影片快结束时，马云已拿着话筒站在演讲台上，这又和平常“正经”的股东大会交流的方式有非常大的不同。影片结束，马云开始阐述自己的理念和一年来在阿里巴巴做出的重大决定及其影响。很少有高管在

股东大会上畅谈企业愿景、理想和梦想，但马云开场谈的第一点就是阿里巴巴为什么存在？存在的价值是什么？为什么阿里巴巴要树立客户第一、员工第二、股东第三的理念？马云特别强调，一个企业要承担社会责任，应该把社会责任贯穿于工作中，只有将社会责任融入企业的核心价值体系和商业模式，才能行之久远。他说他在2008年做的最困难的决定就是主动降低阿里巴巴的赢利能力，大幅度降低了会员费门槛，把入门费从5万元人民币调整到19800元人民币，帮助小企业度过金融危机。不过，这种救人以危局的结果是，受益于交易市场买家及卖家数目的继续增长，阿里巴巴公司两个交易市场的付费会员净增长总数达到历史最高，为49544名，较2008年第一季度增长47%，共481575名。两个市场用户的第一季度增幅都创了10年来的最高纪录……

马云说他希望让阿里巴巴成为全球最顶级的互联网公司，成为《财富》100强企业，类似于沃尔玛或微软那样，否则他死不瞑目。最近，芒格先生评价，经营比亚迪的企业家王传福既有爱迪生解决技术问题的能力，又能像杰克·韦尔奇那样完成所有既定目标。能有这样的评价，在许多中国人看来“简直就是奇迹”。但试想一下，如果中国真的在不远的将来成为一个伟大的国家，势必有一批有梦想、理想和信念，有执行力、持久的精神和旺盛斗志的顶天立地的企业家产生。这是希望之火，也许能燎原。

提问环节，阿里巴巴也学着伯克希尔-哈撒韦公司股东大会的情形，弄了两个话筒，想提问的人站在话筒后排队，轮流发问。我请同行的小李帮我向马云提问我最关心的阿里巴巴整体上市的事情，全世界伟大的企业很少分主体上市，希望有潜力的淘宝和支付宝能最终成为上市公司的重要组成部分。马云说，现在考虑淘宝和支付宝什么时候上市，单独还是合并，还是早了点。“因为我心里有个梦想，最好淘宝以后能等于‘Ebay + 亚马逊’，2008年淘宝创造了近70万个就业机会。此外，现在支付宝每天新增账户50万人，中国三个互联网用户中有一个就是支付宝用户，这些孩子才七八岁，谈婚论嫁早了些，三五年后让大家看到阿里巴巴的整合效应。”马云的回答理性、现实、客观，听了较满意。提问环节完毕，最后一幕让人想不到，马云向前来参加股东大会的学生宣布：“我（集团）送给在座每位学生100股阿里巴巴股票，是心意。这100股意味着今后阿里巴巴的股东大会你们都可以参加，希望中国年轻人能关注中国电子商务、全球互联网电子商务，特别是阿里巴巴的成长，并选择长期持有公司股份。”

对于收到的100股股票，在场学生表示“不会随意卖掉，会好好珍藏，学会坚守使命、价值观和愿景，以此激励自己”。马云希望阿里巴巴能穿越三个世纪，经营超过102年，不知今天有意外之喜的这80名学生，有几人能珍藏这份礼物直至100年后。

2009年5月7日 夜

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

备注

（一）会议结束，我走到马云先生面前问：“马云先生，你一年体检几次？”他回答：“两次。”卫哲补充：“全体高管，每年都是两次。”

（二）现场股东提问聚焦。

其一，融资的钱去哪里了？

阿里巴巴2007年11月在香港上市，集资额达17亿美元。卫哲表示，当时的17亿美元，其中4亿美元留在了上市公司，属于上市公司发行新股募集资金。13亿美元属于阿里巴巴集团出售老股，由集团用来投资阿里巴巴上市公司的兄弟公司，包括淘宝、支付宝。

“上市公司4亿美元一分钱没用，因为上市以后买什么都会亏本。现在阿里巴巴的资金储备是69亿元人民币，相当于十多亿美元。”卫哲说，股东给的钱存在银行里，没有做任何投资，所以金融风暴没有造成任何损失。

马云也解释，到了集团的13亿美元，阿里巴巴也没动，“2008年是鼠年，光挖洞不投资，因为我们知道冬天来了。外面的传闻非常多，说阿里巴巴的钱是支付宝里的沉淀资金。支付宝是人民银行监管的，工商银行每天对账。那些钱我连利息都没拿过。”

其二，阿里巴巴何时分红？

马云说，在这么艰难的时刻支持阿里巴巴的股东，阿里巴巴一定要对他们有回报，“我老婆也天天问我，你什么时候拿点钱出来看看。你不能卖股票，那就拿点分红出来。但对股东空许承诺是没有意义的。”

卫哲表示，公司的责任是找到外部更好的投资机会，没有机会的时

候，最好的方法是把钱还给股东，“汇丰银行非常关注股东，香港人民对汇丰的忠情给了我很大的触动，我希望有一天阿里巴巴在香港的上市公司，和香港的投资者、香港同胞也建立长期的感情，这种风雨同舟的感情”。

其三，部分投行分析师为何总不看好阿里巴巴？

回答这个问题的时候，马云的坦率引起一阵笑声。

马云说，看了一些分析师的分析报告，觉得很搞笑。“我认为今天真正懂中国互联网的分析师并不多，懂中国电子商务的更少，他们只是财务报表的掠夺者。如果我是分析师，应该走访客户。我不知道有多少人走访过我们公司和客户，都是我们走访他们，我不太相信跟我们只通20分钟电话的分析师所做的报告。”

马云在股东大会后重申，“如果一个公司的赢利模式通过财务报表就可以看清楚，那这家公司的PE确实只有两三倍。阿里巴巴是很独特的，假如阿里巴巴的十年商业模式就这么固定了，那么阿里巴巴永远成不了伟大的公司。它要根据客户的变化而变化，这是我的第一个观点”。

卫哲说，大概有20个投行分析师关注阿里巴巴，这20个分析师的最高价和最低价经常差2~3倍，有人给4块，有人给12块，“我做投行7年，从来没有看到过这种情况，因为我们的模式是全球独一无二的”。

2018年的感悟

回头看这篇记录非常有意思，卫哲先生希望的能与股东风雨同舟的想法，随着阿里巴巴在香港退市，给当年看好马云先生的股东一个残酷的结局，而马云也实现了他股东第三、可有可无的“心意”。另外，也不知道那些获赠股票的同学，手里的股票最后如何处理了？我曾希望马云先生成为中国的商界领袖，但此事后，即便阿里巴巴发展得非常好，我也认为马云只是个枭雄，他辜负了当年很多阿里巴巴股东对他的厚爱与期许，当然，也许他有自己的难言之隐。历史会清晰地记下每一页，也不会轻易忘记……之后，虽然我也持有一些在美国上市的阿里巴巴的股票，但只是当好公司来处理。

明年春色倍繁荣——腾讯股东大会随感

2009年5月13日下午两点多钟，赶到香港太古广场香格里拉大酒店五楼香岛殿C厅参加腾讯的股东大会。登记进入会场，没想到会场这么小，更意外的是，即便这么小的场地，直到股东大会开始，也只坐了1/3的人还不到，而与参会人员中有半数都是相熟的朋友。这与平安、阿里巴巴、中海油等股东大会的场面有极大的不同，少见西装笔挺的外资基金经理和研究员，更鲜见蓝眼睛、大鼻子的外国人，会场也没有同声翻译器。或许腾讯的商业模式让老外理解起来有些困难，或者有其他什么原因，按理说表现如此强劲——熊市中抗跌、反弹中创出历史新高、业绩优良，应该是趋之若鹜。真奇怪。

几年前，对我们下决心买入腾讯起过非常关键作用的朋友说：“你见了马化腾，一定会给腾讯加分！”今天腾讯的股东大会开得单调、平淡，像极了马化腾内敛、沉静的外表，而马化腾回答股东提问，没有一丝“恃才傲物”之感，提到对方都用“您”字，体现了他得谦逊和绅士般的修养。我将观察到的细节与临坐的朋友交流，他说：“这说明马化腾有更宏大的志向……”

腾讯主席兼首席执行官马化腾、总裁刘炽平、首席执行官陈一丹等回答了现场投资者的提问。

1. 3G对腾讯有何影响？

视频通信是否一定是杀手级应用，目前来看不乐观，腾讯的判断是应该不会出现大规模的替代效应。就像电话-互联网电话-即时通信分别适用于不同人群和场景一样，视频通信的出现应当不会对目前通信方式产生大的冲击。2G时代有互联网与短信的结合，3G时代也应当有类似的整合出现。腾讯早就着手与3G相关的研究，手机与互联网的视频互通早已在实验室成功完成。

2. 腾讯的认购权价格是否过高？

腾讯的股价不断上涨，认购成本不断提高，产生了激励性不强的问题。腾讯力图用其他方式改善，比如在选人时要求看得更长远，股票期权也从10年延长到了15年。

3. 腾讯是否存在创新不足的问题？

大家对腾讯的期望较高，可能没达到大家的要求。但是创新必须全

面考虑隐性成本，在安全性、商业模式、平台架构尚未准备好之前，“为创新而创新”是很危险的。更重要的是，腾讯已经不是一家小公司，承担着巨大的社会责任，包括亿万网民的通信、联系和隐私，任何创新都要在各方面都取得平衡的条件下才能决定。腾讯从创立起就要求自己做一个负责任的企业，不能为了追求达到某种地位而去做不负责任的事。

4. 腾讯是否触及垄断问题？

腾讯的IM（智能制造）引发了一些垄断争议，但是，判断垄断的标准不是市场份额，从《反垄断法》的立法本意衡量，反对的是利用市场占有率的优势进行捆绑销售等损害用户利益的行为，腾讯的服务和经营理念与法律要求是一致的。

5. 未来SNS（社交网络服务）、无线互联网、电子商务是否会出现整合？

目前国外有一些尝试，比如日本已经有做得不错的手机电子商务和手机SNS，但是中国的文化很不一样，而且目前的通信环境还属于2G或2.5G，3G还处于早期阶段，产业链不清晰。腾讯目前思考的是，一切围绕用户价值最大化，给用户提供更一体化、互动、便捷、节省按键操作的服务，让用户去用，相信以后一定会产生好的体验和整合。

6. 如何应对国资参与竞争？

这是对行业价值链怎么看的问题，大家有合作也有竞争。腾讯的每一代产品都给运营商带来了更大的流量，收费也是分成模式。比如腾讯与央视国际在北京奥运会期间有很好的合作，扩大了内容的传播，支付领域的扩大有利于银行的业务收入。

7. 网络游戏是否已见顶？

虽然网络游戏的渗透率已经较高，但游戏不应限于“打怪升级”，腾讯将避免同质化游戏产品，通过开发多种类型的游戏，满足不同的游戏群体。更长远地看，应在全球范围内有所突破。

8. 互联互通对腾讯的影响？

腾讯一直在与同行沟通探索，但目前为止，应用格式能否统一、成

本费用如何分担、对增值服务是否有要求、是否利大于弊等问题都有争议。即使是运营商的产品，也尚未实现互联互通。

9.腾讯未来5~10年的愿景？

腾讯一直追求的是通过在线提高服务，通过信息技术让生活更便捷。腾讯从未认为自己的商业模式独一无二，腾讯只是用低成本获得用户喜欢的一个入口，是原材料，是一块荒地，一切都要从头做起，未来无论是SNS、门户还是游戏，都需要从幼儿园开始，扎扎实实地做，相信一定会有收获。

会后与马化腾交流：

1.如何应对移动运营商加入增值服务的竞争？

产业链很长，大家可以各做一块，很多应用是运营商无法做的，比如YouTube，比如iPhone，只要做得好，用户会指定要用。有时移动运营商涉足某个领域并不是为了占领。

2.如何看待拍拍、搜搜等业务与淘宝、百度的竞争？

腾讯利用社区资源，可以做它们做不到的东西，在这些领域不一定非要争第一，大家各占一块，寻找机会。

润物细无声中成长起来的腾讯在一步步脚踏实地地按照自己理解的商业逻辑前进。2009年3月28日在深圳五洲宾馆举行的IT领袖峰会上，马化腾先生发表了一篇演讲，通过这篇演讲你可以多少了解一些马化腾和腾讯的基因、风格和性格。最后，他用温总理精彩的一句话结束——明年春色倍繁荣！但愿互联网产业经过10多年发展，将真正进入繁花似锦的黄金岁月。

2009年5月15日凌晨

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

2018年的感悟

2009年开腾讯股东大会还是冷冷清清，今天腾讯已成长为中国最具影响力的世界级企业之一，我们每个人的生活、工作都离不开它，腾讯提供的已经不仅仅是产品，它大得像一个“国家”。马化腾先生说：“总书

记希望腾讯这样的高科技企业越多越好。”对于投资者而言，如果能投资腾讯这样的企业，是一种福气。天时、地利、人和，在腾讯身上体现得非常充分，“3Q大战”后腾讯变得更加开放，虽然移动互联网的增长已经放缓，但坚持做连接器的腾讯，会在未来的竞争中占据最有力的位置。腾讯拥有互联网行业头等舱的船票，是No.1。“明年春色倍繁荣”，希望腾讯长久倍繁荣！

路遥知马力

2010年7月10日，借中欧同学活动的机会到美的参观。

美的电器1993年上市，几乎和我从业时间一样长，但碍于行业竞争度，对美的电器的关注甚少，如果不是有同学在这个企业，这次恐怕也会与美的擦肩而过。30年改革开放，家电企业有的沉沦、有的崛起，现在美的几乎已成为家电行业的巨头，“美的的营收最近五年来年均增幅在30%以上，这在中国家电企业里面是前所未有的，而海尔仅在5%左右”。

参观的时候，想知道美的集团的旗舰企业——美的电器上市以来回报率的情况。简单列个表计算了一下美的电器上市17年的情况，其总资产复合增速20.7%，营业收入复合增速27.8%，净利润复合增速19.6%，市值增速22.4%。17年的回报率无论从哪个方面看都极为惊人。普通投资者极为关注的市值增长，截止到2009年达到了25.48倍。虽然这个回报比不上有更宽护城河的高增长的企业，但也算出色了。如果有投资者在1993年上市时买入，1993年美的全年（前复权）最高0.6元、最低0.43元，截止到2010年7月19日收盘价12.61元计算，回报率约20倍到28倍，如果谁有运气在1994年最低（前复权）0.22元时买入，持有至今回报约56.32倍。

随着上市企业不断增多，我想未来一定会有类似美的这样的企业脱颖而出，问题是我们能否及早找到它并持续跟踪。有朋友从不做上市公司调研，只看公开的资料进行投资，做得非常好，不过，我相信古人说的“行万里路，读万卷书”的道理，这些年越来越体会其寓意之深。如此，好的企业，才能坚持下去，拿得住。

2018年的感悟

路遥知马力，伟大公司往往给我们惊喜。美的集团从一家小型的乡镇企业，在何享健先生带领下成长为一个千亿企业。在中国第一代创业者中，何享健先生是非常成功也是非常值得人们敬重的一位企业家。薪火相传，2012年8月，方洪波接任美的集团董事长后，美的集团的治理结构进一步向国际规范化公司靠拢。2017年美的销售收入2419.19亿元，纯利172亿元，在《福布斯》全球企业2000强中排名第335位，海外销售占比达到43.5%，成为真正的跨国集团公司。2016年公司发起了规模达300亿元的四起跨国并购：收购东芝家电业务主体“东芝生活电器株式会社”80.1%的股权，2016年10月底完成收购意大利Clivet 80%的股权，要约收购德国库卡集团，收购了以色列科技企业高创。5年来，净利润年均增长近20%，研发投入达到200亿。每年生产3亿件终端产品、年销售额2000亿，不仅成为全球最大的白色家电制造商，也成了中国最大的机器人公司。2018年3月7日，美的集团在上海发布“人机新时代”战略，宣布以机器人、工业互联网和人工智能开启人机交互新时代。中国经济在过去40年创造了奇迹般的发展，美的的变化是中国经济的缩影。当然，未来美的集团除了要和格力等对手展开持久的竞争，还要面对小米等新业态企业的挑战，祝福美的集团！

另外，有幸和方洪波先生成为哈佛商学院CEO班的同学，与伟大的企业家们共同学习是一种幸运。

乘风破浪会有时，直挂云帆济沧海

很多人说，你能不能找下一个茅台或者下一个腾讯？投资经理的职责就是要寻找每个时代最优秀的企业投资，像巴菲特已经88岁了，苹果公司成了伯克希尔-哈撒韦第二重仓的企业，投资就是一个需要不断学习、积累并保持洞察力的行业。在我从业的26年中，好公司定期出现，就像NBA选秀一样，有大年有小年，但是每年都有好选择，每隔5年、10年都有大选择——出现现象级的伟大公司。

但单就茅台和腾讯而言，在可预见的将来，现在的茅台和现在的腾讯，很可能就是未来的茅台和未来的腾讯。

茅台的长期价值

美国股市的第一牛股是菲利普·莫里斯。2017年菲利普·莫里斯继续创出了历史新高。这个企业创立于1847年，成立时间已经长达170年，上市也有近百年了，上市以来不断创历史新高。

我们都知道罗杰斯先生，1976年底，与现在中国人均收入差不多的时候，34岁的罗杰斯以10.7万美元从罗马教会手中买下了纽约中央公园旁边建于1899—1901年的百年老宅。当时适逢美国经济大萧条，教会还给了他低息贷款，允许罗杰斯在32年内分期支付这笔房款。2006年罗杰斯以1600万美元卖掉了房子，忽略通货膨胀因素，罗杰斯当年的这笔投资增值近150倍。但如果1976年罗杰斯先生不买这个房子，用10.7万美元买入菲利普·莫里斯的股票，回报则高达230倍，价值2465万美元。所以好股票的回报好过最好的房子。当然，房子容易坚持，股票不易坚持，市场一波动投资者有可能卖出股票。不过，如果你有眼光，在1957年就用10.7万美元买入菲利普·莫里斯的股票，50年的复合回报率约9.26亿美元。

表7 标准普尔500指数中保持结构独立的前20名业绩最优公司（1957~2006年12月）

排名	1957 年的名称	2007 年的名称	1957~2006 年的 回报率（%）	所属行业
1	菲利浦·莫里斯	阿尔特里亚集团	19.88	日常消费品
2	雅培制药	雅培制药	15.86	卫生保健
3	克瑞公司	克瑞公司	15.47	工业
4	默克公司	默克公司	15.43	卫生保健
5	百时美公司	百时美施贵宝公司	15.43	卫生保健
6	百事可乐公司	百事有限公司	15.40	日常消费品
7	安美糖业公司	小脚趾圈公司	15.12	日常消费品
8	可口可乐公司	可口可乐公司	15.05	日常消费品
9	高露洁公司	高露洁公司	14.99	日常消费品
10	美国烟草	富俊名牌公司	14.92	非日常消费品
11	亨氏公司	亨氏公司	14.48	日常消费品
12	辉瑞制药	辉瑞制药有限公司	14.48	卫生保健
13	麦格劳－希尔图书公司	麦格劳－希尔公司	14.31	非日常消费品
14	先灵公司	先灵葆雅公司	14.22	卫生保健
15	美国箭牌糖类公司	箭牌糖类有限公司	14.15	日常消费品
16	斯伦贝谢公司	斯伦贝谢有限公司	14.06	能源
17	宝洁公司	宝洁公司	14.05	日常消费品
18	好时公司	好时公司	14.02	日常消费品
19	克罗格公司	克罗格公司	14.01	日常消费品
20	梅尔维尔制鞋公司	CVS 连锁药店	13.85	日常消费品

茅台与生产香烟、啤酒、食品的菲利普·莫里斯相比，产品的企业特征要更好。这表现在好几个方面。首先，很少有产品能像茅台这样长期以一定比例涨价。茅台1951年出厂价1.28元/瓶，现在969元/瓶，GAGR（年均复合增长率）11%。其次，很少有企业像茅台的库存，不仅不贬值，还会增值。茅台2016年年报显示，公司库存中有23.6万吨基酒和1.6万吨成品酒，这部分库存假设全部成熟进行出售，能给公司带来超过4500亿的收入，占其9000亿市值近一半比例。而这近5000亿的库存每年还在自然以超过10%的速度增值。再者，很少有企业像茅台一样，拥有行业的定价权。企业的定价权，即企业提价之后是否会因为竞争而损失客户，反映了企业的综合竞争实力。茅台不仅可以自由决定自身的市场定价，不去考虑竞争对手，甚至整个白酒行业的定价标准都随茅台酒而起伏，可谓一荣俱荣、一损俱损。最后，很少有企业像茅台这样，拥有天然的壁垒和不可复制性。茅台的工艺之所以不可复制，其中

重要的一点在于其堆积发酵过程中的空气微生物发酵，茅台镇的空气是带不走的，因此自古至今有“离开茅台镇，酿不出茅台酒”的说法。

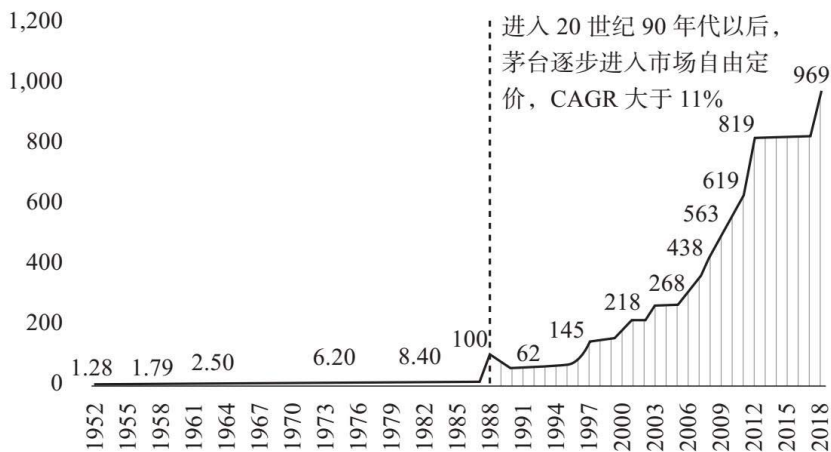


图12 茅台酒出厂价（1951–2018）

除此以外，酒业经久不衰的特质，能够保证茅台长期的提价增长。茅台1951年出厂价1.28元/瓶的酒现在大概值几百万，这是老酒，比出厂价涨得更多。改变民族的文化非常难，需要100年到1000年。只要中国的白酒文化不变，茅台大概率会存在200年，甚至1000年以上。哪怕其产品价格以2%的速度增长，100~200次方都会是一个天文数字。做投资都喜欢用DCF（现金流折现模型）来计算企业价值，一个企业存在20年与200年，计算是非常不同的。茅台如果GAGR每年提高2%，按200年计算，以2017年的利润为基数， $270 \times (1 + 2\%)^{200}$ ，大概200年后是1.41万亿元利润。

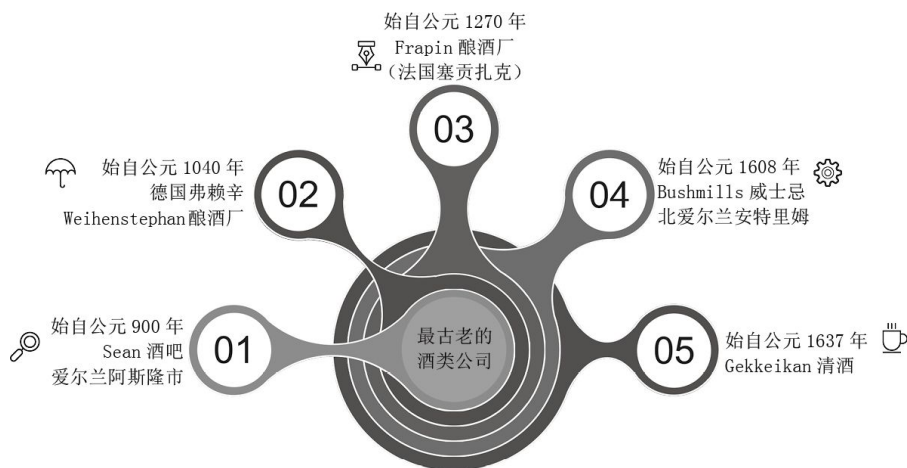


图13 世界上最古老的16家公司中，有5家为酒类公司

众所周知，一张纸对折一次，厚度变成原来的2倍；对折第二次，变为原来的2的2次方倍，即4倍。我们以此类推茅台的指数效应，即使每年增速很小，到最后也会成为一个天文数字！



01	以2%增速看200年后	02	以5%增速看200年后
	200年后的利润为： 141.709 (单位：百亿元)		200年后的利润为： 466.899682 (单位：万亿元)
03	以2%增速看1000年后	04	以5%增速看1000年后
	1000年后的利润为： 1,075,314,559 (单位：百亿元)		1000年后的利润为： 4.17506E+19 (单位：万亿元)

图14 以2017年净利润推算茅台未来利润水平

白酒行业的经久不衰与茅台的提价能力和稀缺性，让茅台酒本身具备了非常好的金融属性。2017年有个新闻，有个阿姨1973年在银行存了1200元钱，2017年到银行取走时是2684元钱。1973年那个时候我6岁，吃一根冰棍是几分钱，而一瓶茅台的零售价是4.07元。当年拥有1200块钱算是富人了，如果买茅台酒的话，大概可以买290瓶。我特意问过卖茅台老酒的朋友，1973年的茅台酒一瓶现在大概卖四五十万，290瓶茅台老酒的价值就超过了1亿。如果当年买的是茅台酒，现在还是富人，可惜如今取出的2684元只够到高档餐厅吃顿饭。可以说茅台的金融属性甚至超过了绝大多数的理财产品，这一切的原因，除了茅台本身的特质，还有人民生活水平的不断提高，中国人财富的不断增长。

茅台的价值估算

从短期来看，2018年茅台每股收益大概是29元，以目前价格来算市盈率大概是25倍；若按2019年每股收益36块钱计算，市盈率大约为20倍。以茅台成长空间及稳定性来论，参考全球食品饮料龙头的估值（25~35倍市盈率），茅台的短期估值尚处于合理的位置。

稍微看远一点，茅台若能在8~10年达到8万吨的极限产能，同时出厂价提高一倍到1650元的话，加上系列酒和财务利息，估算净利润可以提升6倍。按2017年大约270亿元的净利润来看，未来8~10年能达到1620亿元的净利润。对应现在市值9200亿元，市盈率不到6倍。所以说茅台就是给大家送钱的活菩萨。

表8 茅台估值

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	终值
茅台基酒产量	50,000	56,000	60,000	—	—	—	—	—	
茅台成品酒销量	33,453	33,708	33,000	34,201	37,149	43,500	48,720	52,200	
销量 / 基酒产量	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	
茅台酒平均出厂价	1,097	1,218	1,352	1,501	1,666	1,849	2,053	2,278	
茅台酒收入（百万）	66,646	74,540	81,002	93,185	112,350	146,029	181,543	215,906	
增长	29%	12%	9%	15%	21%	30%	24%	19%	
系列酒收入（百万）	7,434	9,665	12,564	16,333	21,333	27,603	35,884	46,649	
现金及等价物	94,565	129,364	172,211	222,578	282,326	355,877	451,714	572,450	
CAPX	1,750	1,750	1,750						
分红现金	18,275	22,298	25,184	29,874	36,775	47,919	60,368	73,646	
金融收入（百万）	3,684	4,988	7,169	9,978	13,518	18,044	24,045	32,029	
简易金融收益率	4.2%	4.5%	4.8%	5.1%	5.4%	5.7%	6.0%	6.3%	
总收入（百万）	77,764	89,193	100,735	119,496	147,101	191,676	241,471	294,584	
增长	29%	15%	13%	19%	23%	30%	26%	22%	
净利率	47.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	
净利润（百万）	36,549	44,596	50,367	59,748	73,550	95,838	120,736	147,292	
增长	35%	22%	13%	19%	23%	30%	26%	22%	
估算自由现金流	34,799	42,846	48,617	59,748	73,550	95,838	120,736	147,292	3,829,596
折现自由现金流	32,221	36,734	38,594	43,917	50,057	60,394	70,448	79,577	2,069,011
DCF 估值									2,480,954
对应每股价格									1,975

我们也可以使用现金流折现进行估值，假设以2020年6万吨的基酒产量来推算2025年的茅台酒销量，同时茅台酒价每年以10%的速度上涨，系列酒到2025年收入超过460亿，金融收益率从目前的4%上涨到6.3%，净利率回升至50%，则2025年公司的净利润近1470亿。若采用8%的折现率进行估算，将未来8年的企业自由现金流和2025年的终值（4%的永续增长率）进行折现，现值高达每股2000元。若假设50%的分红，以700元的价格投资，拿到2025年的隐含回报率高达21.7%，仍然相当可观。

2018年2月10日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

一场生存与荣华的竞赛

在查尔斯河畔，我有幸和张邦鑫成了哈佛商学院CEO班的同学，投

资好未来已经四年多的时间了，聆听他对教育行业的分析，让我获益良多，更感受到好未来商业模式里令人着迷的基因。

美国作家杜兰特在他的著作《历史的教训》中提到，生物史的整个历程展现给人类的第一个教训是，生命即竞争。自由与平等是永恒的不共戴天的仇人，一方取胜，另一方即死亡。越有能力的人越渴望自由，而平均水准以下的人群渴望的则是公平。一个折衷的社会机制，就是在最大程度上，保证法律与教育的公平性，从而让最有天赋和潜力的人得到价值发挥的自由。教育，是通向生存与荣华的必经之路，这并非中国之特例，只是在压抑了上百年的这片土地上，人们第一次拥有了依靠自身努力来实现各种梦想的自由，竞争才会如此的激烈。但就像杜兰特说的，这已经算是最大程度的公平了。

中国式的应试教育，僧多粥少，竞争激励。从原先赤手空拳的冷兵器时代，到后来专业化的课外辅导机构，把教学知识点系统化和程序化，在快速提升分数的枪炮时代，求学者永远和优秀的教育资源不匹配，竞争变得越来越激烈，但最后生存和繁荣的量并没有变，甚至结果也并无不同，只是竞争过程变得更加残酷和血腥而已，同时养肥了一群“军火商”。我们也一再思考，应试教育的课外辅导机构，作为这场竞赛推波助澜的帮手，是在为这个社会创造价值还是毁灭价值？就像是现实中核武器的发明，究竟是保家卫国的必要手段，还是人类通往毁灭的捷径，似乎并没有个定论，或者二者是矛盾的统一和平衡。

从我们投资好未来的2014年开始，公司累计涨幅超过660%。营业收入从不足20亿元人民币到如今上百亿元，净利润也从当年的不到3.8亿到如今超过11亿元。一方面说明了中国教育竞争的残酷，而另一方面也体现了中国家庭对于教育的重视，以及对好未来等优秀辅导机构的认同和赞许。数学、英语、语文、物理、化学，春秋季、寒暑假，许多讲专题的短期班、三大竞赛班等课程，在各地开班时都人潮涌动，家长挤破头把孩子送进好未来。

在深圳，一个孩子一年一门课的花费在1万~2万，虽然家长和孩子的负担都加重了，但在这个竞争压力因为“武器”的发明而骤增的环境下，就成了生存的一条主流渠道。至少在目前中国的优质教育资源依然短缺的环境下，这种状况不会减弱。即便没有好未来的存在，历史的另一种版本可能也在演绎着其他的课外辅导机构疯狂吸金的故事，好未来的存在可以说是一种生物历史竞争的必然。

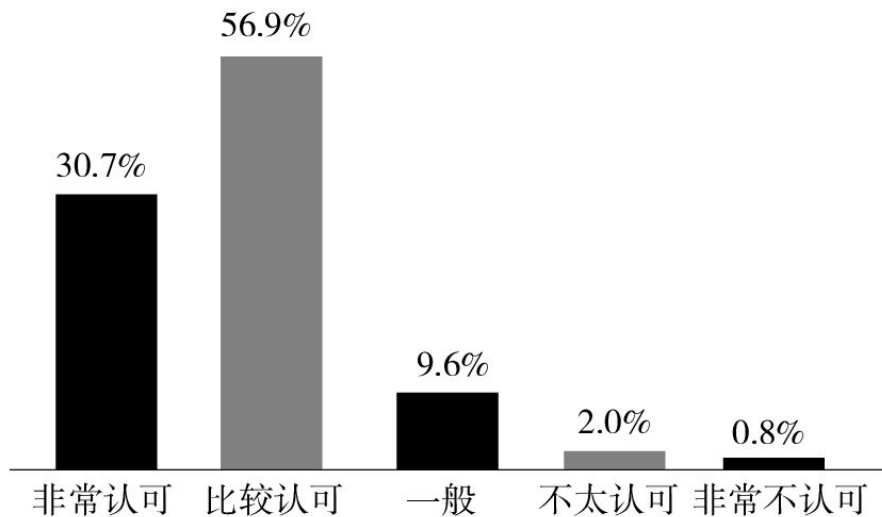


图15 2016年中国家长对中小学课外辅导重要性的认可情况

数据来源：中国辅导教育行业及辅导机构教师现状调查报告

只要能够提高成绩，报辅导班不管花多少钱我都愿意

31.6%

愿意拿出家庭可支配收入的50%用于孩子的课外辅导

26.6%

孩子的课外辅导支出上限是家庭可支配收入的20%

34.5%

用于孩子课外辅的花费必须控制在很少范围内

5.7%

孩子课外辅方面的钱能不花就不花

0.6%

以上全不符合

1%

图16 2016年中国家长对中小学课外辅导的支出意愿

同样以“武器”的竞争思路来思考辅导机构的商业模式，想要自身的武器生意红火，最好的方式就是打造最好的兵器并向高手推销，借高手的成名来为自己打广告，产生正向循环效果。同时，要把成名的武器推广至更多地区，就要解决武器快速、高质量、量产的问题，不能够仅仅依赖于一个两个出名的工匠，而是需要一套流程和制度。这就是教育行业以及课外辅导机构的制胜关键。

好未来的竞争模式，正是这种思路：通过标准化的优质课程设计，同时保证了量产和教学质量，降低了教师在扩张过程中的限制作用。然后通过优秀学生的升学录取记录，打出了自身的品牌，制造了一种要上名校必须先上学而思培优的焦虑和态势。这种教学质量和教育声誉所形

成的正向循环，导致了好未来的护城河不断加宽，这就好比我们看到名牌学校的排名一般在短短十年内很少有大幅度的变动一样，好未来在课外辅导行业的领头地位，短期内很难被动摇。

2016年，中国教育学会在《中国辅导教育行业及辅导机构教师现状调查报告》中提到，2016年中国课外辅导行业的市场规模超过8000亿元，参加学生规模超过1.37亿人次，辅导机构教师规模估计在700万~850万人之间。中国课外辅导行业的市场规模，每年有8000亿元人民币。在这个巨大的行业中，以好未来和新东方为龙头的课外辅导机构，市场占有率不足1.5%，这是个巨大而分散的市场。而具备一定的教学系统研发和组织能力的机构，不外乎好未来与新东方。通过在各地设立教学点，好未来招收的学生人数逐年在上漲，从2014年的100万人次涨到2017年的400万人次。借用巴菲特自传里的比喻来说就是，好未来所处的雪道很长，公司的模式和壁垒所筑的雪很厚。

很多人会担心好未来长期估值过高的问题。从2015年起，其PE估值一路上行，目前维持在100倍静态PE的位置，让很多人望而却步。诚然，我们也一再思考着好未来的估值问题。一方面，100倍PE估值确实太贵，即使考虑到公司进行异地扩张，未成熟的门店导致利润率短期受压的原因，12倍的PS估值也显得公司处于历史最高的估值水平；但另一方面，公司在克制扩张速度的前提下，收入高达70%、净利率近60%的增长速度，也确实可以在教育行业这条长长的坡道上保持不错的增长。诚如对课外辅导机构的善与恶的思辨，我们在估值与伟大公司之间，还是选择了与伟大企业同行。

还记得我第一次到好未来公司调研参观的时候，有感于公司领导层全部是80后，这是一个年轻而富有创造力和活力的企业。祝福好未来在张邦鑫同学的带领下，为中国的教育事业做出更大的贡献。

2018年3月15日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

腾讯公司为什么能够持续创造惊喜？

我们关注并持有腾讯已经有12年了，这期间腾讯的发展是十分惊人

的，不仅仅给股东创造了超额回报，更重要的是腾讯的产品深刻地改变了中国人的生活。从我自身的感受来说，几乎醒着的每个小时都要用到腾讯的产品，用微信跟朋友聊天，通过公众号获取信息，用腾讯投资的美团点评找餐馆，吃完饭再用微信支付结账，用腾讯投资的滴滴和摩拜来出行，行程结束还是用微信支付，我还一直用腾讯视频看《权力的游戏》的每一季，总之日常生活的方方面面都要跟腾讯这家公司打交道，它真的做到了马化腾说的“连接一切”。

腾讯这家公司的神奇之处在于，每次大家觉得这个庞然大物的扩张已经差不多了的时候，它就会在大家意想不到的领域开创出一片新天地，而且这个新天地还可能大于以前的领域。我们这些年观察下来，它的现金牛产品从最早的移动梦网代理业务变成虚拟商品销售，再到游戏，再到现在的游戏和广告双轮驱动，甚至将来金融、商贸零售和企业服务也会成为现金牛，它的即时通信平台从QQ变成微信、QQ两大平台并驾齐驱，旗下产品从腾讯网、QQ空间到现在的互联网各个细分领域全面开花，这远远超过我们多年前的预想，我相信十年前也没有人能料到腾讯的业务变化会如此之大，商业边界扩张得如此之广，甚至马化腾先生也曾一度回避媒体，他的理由是“不知道如何对别人讲述腾讯的故事”，可能腾讯的成长也令他很惊叹吧。

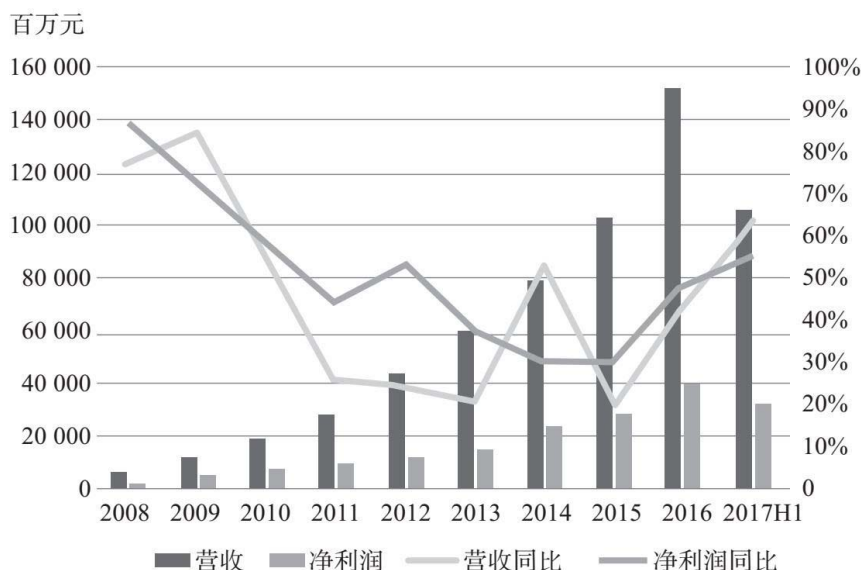


图17 腾讯过去十年营收和净利润增长情况

我一直在想，是什么造就了腾讯持续创造惊喜的能力呢？我想到的

原因就是好的生意模式和好的管理层。

熟人社交网络实在是一门很好的生意，在这种产品诞生之前，人与人的沟通从未如此便捷，信息的分享从未如此顺畅。可以理解为没有社交网络的时候，人们是离散的点，其间有些零零星星的连线（通过短信等方式的低频沟通，很少涉及日常生活状态的分享），社交网络出现之后就给每个离散的点创造了连接的可能性，一下子从稀疏零星的连线变成了一张密密麻麻的大网，而且每个节点之间的连线都是可以高频传递图文视频等多媒体内容的信息高速公路。这张网越结越密，人们的一切信息传递都可以通过它来实现，大部分日常行为都会在这张大网上体现。这样的大网一旦形成，就会滚雪球一样地成长，到一定规模后其地位就很难被撼动了。不仅如此，由于人们的大部分信息都发生在这张网络里，结网者就拥有了上帝视角，自然能够敏锐地发现大众需求，做出的产品又可以通过这张网络得到最快的分发。所以，理论上它就获得了参与这张网络涉及的一切生产活动的可能性。

基于这样的原理，腾讯的触手伸到了方方面面，回想十几年前，大概2005年左右三大门户把持着新闻资讯，腾讯网还刚刚崭露头角，但腾讯网通过QQ弹窗推送的高频率和强覆盖迅速实现了逆袭，做到了行业第一名，这一点对我们触动很深。那年腾讯还决定进军网络游戏市场，从零起步，用了一两年时间就把棋牌游戏做到了行业第一，超过了当时风头强劲的联众棋牌室。腾讯很快四面出击，并战果累累，一度被人骂为“抄袭者”，这样的恶名一直到现在也没有完全摆脱，这种从零起步、后发先至的能力从那个时候就开始展现，到现在依然有效。近几年最漂亮的一战要数微信支付从春节红包入手，从零起步，花了两三年时间就在支付份额上即将追上支付宝的案例，这一战被马云称为“偷袭珍珠港”。然而，强大如阿里也不能在自己的互联网金融领地被侵犯的时候来一场复仇式的“中途岛海战”，只能看着微信支付一天天长大。

好的生意模式决定了腾讯公司壁垒高筑，并且提供了广泛扩张的可能性，好的管理层保证了腾讯能够利用好自己的资源，抓住扩张的机会。我们从企业文化就能看到管理层的水平，在此我想到一些网上看到的事例和腾讯的朋友给我讲过的例子。腾讯内部每个老板都有很强的产品思维，马化腾自称“腾讯第一产品经理”，曾半夜回复邮件提出产品修改意见，甚至某个小文案的改动都会提及。腾讯的创始人之一张志东先生，也经常耐心地体验产品，他曾在内部讲话中提过微信的bug（漏

洞），具体到微信Mac版本在部分屏幕尺寸下字体大小不适配和断网丢消息的问题，以及微信消息导入导出麻烦的问题。腾讯的朋友还跟我说，腾讯内部的快递通知会附带快递中心的直播链接，方便员工看到当前去取快递是否拥挤，腾讯周年庆还同样会给离职员工发红包和祝福。这些小事反映出来的是公司内部上上下下都非常关注用户体验，这种精神对于一家做to C（对消费者）产品的公司来说是至关重要的。

内部赛马机制也是我们非常欣赏的腾讯文化之一。腾讯的文化是允许适度冗余的，以保证团队的创新活力。腾讯历史上一直是这样的，移动端即时通信趋势来的时候内部有三个团队做即时通信软件，最后跑出了微信，据说直播繁盛的时候腾讯有六七个团队在做直播，新闻产品也是有腾讯新闻和天天快报两个团队在做，这种方式保证了腾讯总能抓住大机会。

此外，管理层的开放心态也令我们很钦佩。腾讯在“3Q大战”之前是相对封闭的，什么事情都自己做，树敌很多又不见得都能做好，但是这件事情之后，腾讯的管理层转变了思路，将一些自己做不好的事情交给合作伙伴来做。到现在回看，这一转变实在是太重要了，在这一思路的指引下才投出了京东、美团点评、滴滴等巨无霸企业，腾讯通过投资充分享受了其他领域的增长红利。

过去这十来年，对社交平台网络效应的认可和对以马化腾先生为代表的管理层的欣赏，支撑着我们抵挡住了腾讯股价暴涨的诱惑和下跌的恐惧。过去一年腾讯股价又大涨一倍，市值突破了5000亿美元，接下来我们需要思考的问题就是腾讯在这么大的体量上还能不能保持快速增长。我觉得腾讯的增长要分成目前看得见的增长和目前看不见的增长两部分，鉴于我们上面的论述，我相信腾讯会持续在新领域创造惊喜，也就是创造目前看不见的增长，在这里就简单展望一下看得见的增长吧。

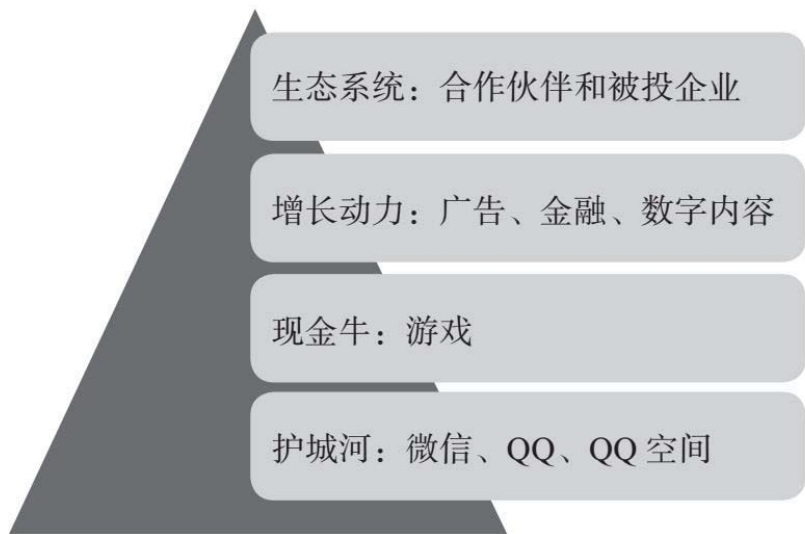


图18 如何理解腾讯：腾讯的四层逻辑

腾讯目前的业务主要就是游戏、广告、数字内容服务和金融这几块。游戏可以理解成一种比可口可乐还好的消费品，巴菲特可以连续几十年每天喝5罐可口可乐，现在的小孩子会从幼儿园开始就每天打游戏，他们的这个习惯也可以延续几十年，而且每天打游戏的人应该比每天喝可乐的人多。我自己没有太多时间打游戏，但经常问年轻的同事们都在玩什么游戏。从我的观察来看，周围的年轻人花在打游戏上的时间都是越来越多的，在游戏上的花费也是越来越多的，甚至一些年龄大的朋友也越来越迷恋手游了。所以从这个角度看，游戏行业的长期增长是可持续的。游戏还有一个特点是单个游戏的可预测性差，所以小厂青黄不接就经营不下去了，集中度就会越来越高，而腾讯在游戏的研究、发行和渠道整个产业链上下游都是最强的，这种垄断优势会继续加强。

广告就是一门流量生意，流量在哪里广告预算就在哪里。我看到一组数据是腾讯系App消耗了中国移动互联网时长的60%，而且过去几年这个比例是一直提升的，而腾讯在移动广告市场里的份额还不到15%，移动网络广告市场也在增长，这两个数据差距很大，所以腾讯的广告业务涨得很快，至少可以保持现在40%~50%的增速三五年。

再谈谈数字内容业务，大家都知道马斯洛需求层次理论，中国人现在已经丰衣足食了，自然花在精神消费上的投入要越来越多。文化娱乐支出占中国居民消费支出的比例只有3%，远低于发达国家9%的平均水

平，这个差距是会慢慢变小的。精神消费主要就是娱乐和教育，所以这是我们长期看好的领域。在娱乐业，腾讯拥有最全的布局，包括阅文集团、QQ音乐、腾讯视频、腾讯动漫、腾讯体育、企鹅影业等一系列产品，所以潜力很大。而且这些布局不是孤立的业务，而是一个有机结合的整体，阅文和腾讯动漫垄断了IP创造的源头，这是文娱大板块长久发展的源泉，通过视频、电影、游戏等下游产品开发这些IP，这些IP资源就会成为活水，爆发出更大的价值。IP这种东西的好处是越用越有价值，可能在不久的将来，腾讯旗下可以诞生类似国外的海贼王、米老鼠这样的超级IP，让我们拭目以待。另外，我们发现大家对这些文娱产品的付费意识是实实在在地在提高的，比如我现在也成了腾讯体育的会员，公司里很多人也充值成为腾讯视频的会员，估计以后很多人就会慢慢有听歌付费、看动漫付费的习惯，这对腾讯来说当然是一个很好的趋势。

网上有个说法是，移动支付、高铁、网购和共享单车并称为中国的“新四大发明”，我们这里只谈移动支付，我觉着移动支付列在新四大发明里面是当之无愧的。这几年中国的移动支付发展实在是太快了，我生活在深圳，也经常去全国各地的大城市出差，印象中上一次取现金还是好几个月以前的事情了。支付宝和微信支付连接了各种各样的交易场景，所以现在出门在外有手机买什么东西都很方便，忘带手机心里就会很慌（事实上我几乎不会忘记带手机）。这两个支付工具逐步替代了银联的角色，其信用工具还会一定程度上替代信用卡，再进一步渗透到理财、借贷、保险等金融业务中。单单一个支付的角色就已经很有价值了，可以看一下美国的三大卡组织（维萨、万事达和美国运通），都是几百亿上千亿美元的市值，这些年业绩都在稳定地增长。更不必说理财、借贷等更大的金融子行业了。虽然互联网金融受到很多政策的管制，但是管制只能暂时改变技术革命的进程，不能影响长期的方向。这种连接社会生产里一切交易活动的平台未来会爆发出很大的价值，这方面我认为资本市场还没有充分认识到，蚂蚁金服和腾讯金融还是远远被低估的资产。

虽然站在当前的时点上，腾讯的估值处于高位，或许有回调的风险，但是以中长期的视角来看，腾讯的成长空间还很大，预计未来还会给我们持续创造惊喜，这就是我所理解的腾讯公司。

2018年3月2日于深圳（部分内容 by 支东兴先生协助完成）

贝佐斯思维推动亚马逊成长

如果有人问我心目中21世纪最有创造力的企业家是哪三位，我会毫不犹豫地說出三个名字：苹果公司的史蒂夫·乔布斯、特斯拉的伊隆·马斯克和亚马逊的乔治·贝佐斯。企业家是人类商业进步的重要推手，而最伟大的企业家不仅仅在商业领域贡献卓越，甚至还会上升到思想家的高度，乔布斯、马斯克和贝佐斯就是这样的人。

这两年美国投资界有个很有趣的话题，就是“下一个被亚马逊颠覆的行业会是什么”，某家投行还出了系列报告，可见亚马逊是一个多么可怕的公司。回看亚马逊的历史，可以说是一部颠覆史。亚马逊最早做书店起家，打败了美国最大的书店巴诺。后来，从书店这么一个细分领域，进军整个零售业，到现在市值超过了美国八大零售连锁店之和。再后来，这个零售公司又做起了云服务生意，如今已经是全球最大的云服务提供商。2017年开始，又通过收购全食超市进军生鲜食品市场，收购当天，沃尔玛、塔吉特、好市多、Sprouts等连锁零售商股价应声大跌。

亚马逊的商业版图没有边界，除了上面提到的业务，亚马逊在智能家居、视频流媒体内容领域也开展得风生水起，最近还在尝试快件承揽业务和药品销售服务，不得不令人惊呼“亚马逊统治美国”。正是这种持续扩张保证了亚马逊的高增长，上市以来的这20年，除了互联网泡沫破灭之后的2011年，亚马逊每年都保持了20%以上的营收增速，到目前仍然没有丝毫减速的迹象。

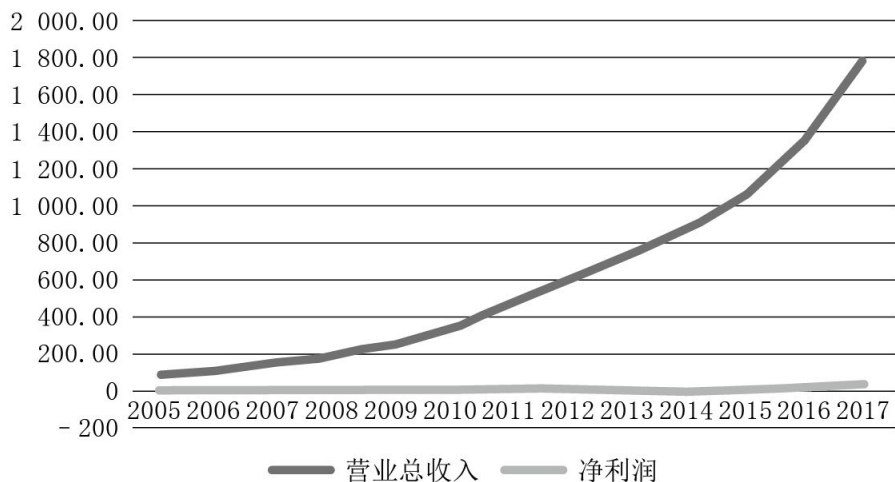


图19 亚马逊历年收入和净利润

亚马逊为什么能有如此辉煌的经营历史和强大的扩张能力呢？这很大程度上跟贝佐斯的思维方式有关系。贝佐斯提出了很多开创性的经营理念，比如飞轮效应、以消费者为中心、公司保持节俭的文化等等。在我看来，贝佐斯思维最大的特点就是“think big, think long”（目光远大），想问题总是立足长远，立足伟大目标，自然就能拨云见日，提出别具一格的思路。

贝佐斯在亚马逊创立之初就立下目标要做“世界上最以消费者为中心的公司”，这些年也一直坚定不移地围绕这个目标开展业务。在他看来，只要消费者需要的服务，亚马逊就应该提供，只要是亚马逊卖的商品，就要做到物美价廉，很少关注竞争对手，因为“过于关注竞争对手会让你最终做得跟它们一样”，也不太看重资本市场的看法，因为“规划三年的公司很多，但是规划七年的公司寥寥无几，一定要着眼长期”。亚马逊提倡的以消费者为中心可不是简单地说说，是真的投入真金白银要做到极致。有个美国的朋友跟我说，美国的快递都是扔在门口的，偶尔就会有丢失的情况，有次他在亚马逊买的书没有收到，给亚马逊发了一封邮件，就很快收到了一本，这令他对亚马逊好感倍增。亚马逊当初做Prime服务的时候，贝佐斯不顾管理层的反对，执意要定价99美元，这明显是赔本的生意，但是贝佐斯还是选择了牺牲一部分利润以换取更高的消费者忠诚度，如今Prime在美国家庭中的渗透率已经超过了50%，Prime还作为一个连接器把亚马逊的电商服务和软硬件生态连成了整体，电商是刚需，音箱是入口，软件是附加价值，用Prime会员把这些融合起来就形成了用户黏性最强的生态系统。由于贝佐斯总是着眼于长

期利益，所以亚马逊常年亏损，到现在也利润微薄，公司把多余的现金都用于投资未来，只要保留稳定的现金流维持公司正常运转就可以了。

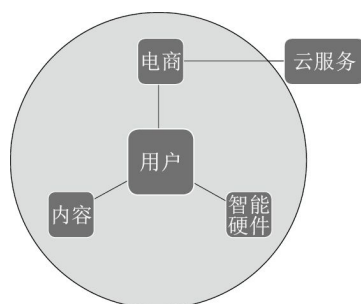


图20 Prime会员体系

由此我想到，做资产管理公司也是这样，如果总是想抓住短期的赚钱机会，就会陷入市场博弈，焦头烂额，但如果能够顶住压力，像贝佐斯那样“think big, think long”，那么最终的结果必然不错。这大概是我研究亚马逊以来最大的收获了。

行文至此，Facebook之后，紧接着亚马逊也卷入了舆论纷争当中。美国总统特朗普近期发推文抨击亚马逊占美国邮局便宜，声称要让亚马逊付出代价。电商对零售的改革是不可回头的时代潮流，我们并不担心亚马逊会因为某位总统的牢骚，竞争力受到影响。从亚马逊在电商以及云计算的更长远发展方向上看，此次事件或许只是一个小波澜。

2018年4月1日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

我这样理解新零售

今天早上看到一条新闻，标题是“时隔两年多，阿里巴巴市值再次超越亚马逊”，股价每天都在波动，偶尔涨多一些并没有什么特别，只是这条新闻触发了我的回忆。这几年资本市场对阿里的态度可谓几度起伏，2015年阿里的股价从高点下跌了一半，而2016年和2017年又大涨，当前股价已经是2015年低点的三倍了。公司还是那家公司，并没有在两年时间里出现那么大的变化，但是资本市场对它的认知却发生了翻天覆地的变化。究其原因，阿里巴巴是一家战略驱动的公司，其管理层总是高瞻远瞩投资未来，效果不会是立竿见影的，往往要投资好几年才见效，

所以资本市场对它的预期有时候也飘忽不定。

回想阿里巴巴的历史，公司在2004年就做了支付宝，目的是解决家和卖家的信任问题，但是当时很多人是不相信支付宝能够解决好这个问题的，用了好几年才被广泛认可。公司早在2009年就着手投入云计算，但这个事情产出成果是在项目启动的四五年之后，而资本市场开始给阿里云合理估值要到2017年了。另外，阿里早在2010年就开始推广淘宝商城，也就是后来的天猫，当时大家也很费解，好好的淘宝就能满足需要，为什么要搞一个淘宝商城出来？但是到今年，天猫交易规模已经快要追上淘宝了，增速还是淘宝的三倍左右，可谓令人惊叹的成长。还有，阿里巴巴早在2013年就布局文娱，2014年就开始做新零售，目前看来文娱战略并不算成功，新零售这一两年得到了广泛关注，但是具体将来能成为什么样子，我相信资本市场还是有很大分歧的。

简单来说，阿里巴巴是一家战略驱动的企业，研究清楚阿里巴巴管理层提出的战略，就能看清公司未来几年的走势，也可从中一窥中国零售业的发展趋势。那么当前阿里巴巴最重要的是哪个战略呢？就是新零售。那么，什么是新零售呢？新零售为什么会发生呢？将来会成为什么样子呢？这些就是当前我对零售业最关心的问题，我一直通过自己的购物体验 and 观察家人朋友的购物习惯来思考这些问题。

零售无非“人”、“货”、“场”三要素的结合（在此我姑且把服务业的消费也归类到“货”里面），我们从这三个角度依次来看这些问题。

购物渠道（“场”）的演变大致经历了四个阶段，目前处于第三和第四阶段的交接处。第一个阶段是实体店购物为主，特点是消费者的购物都局限于较小的生活区域，供应链是一级一级分销的模式。这一阶段地段对于商店非常重要，地租按比例平摊在商品价格里。店铺受到地域限制，能服务的顾客不多，提供的商品种类也少，代理商抽成和高昂的地租导致商品价格较贵，沃尔玛这样的大型商超在品类、供应链、地租这三方面都比小店有优势，通过规模效应做大了份额，而区域小店由于地理位置的方便，可以在当地存活下来，这个时代的渠道集中度并不特别强。

第二阶段是网购迅速崛起，挤压实体店零售。网购刚起步的时候，我意识到网购的商品种类极其丰富、网上开店成本很低、供应链大大缩短、足不出户就能买到东西，缺点是买家卖家的信任度低、物流慢。

支付宝的出现解决了信任问题，三通一达的出现缓解了物流的难题，网购的巨大优势迅速催生了行业的崛起。网购天然有很强的网络效应，形成了如今行业前三占据90%以上份额的格局。

第三个阶段是线上零售智能化，线下零售数字化。网购发展到成熟时期，流量红利逐步消失，网店的成本跟实体店差不多，消费者的购物诉求也从低价转移到高品质上来，所以这一阶段的主线是线上销售的智能化，也就是给用户推送更好的商品，这正是当下兴盛的趋势。同时，实体店过去四五年迅速实现了数字化，这个事情可以看作意外之喜，主要是移动时代造成的，智能手机的普及带来移动支付的盛行，推动了线下支付、结算的数字化。之所以说这个是意外之喜，是因为中国零售的业态借此实现了跨越式发展，很多零售小店跳过信用卡支付、线下会员卡体系，直接实现了移动支付、线上会员体系和智能收银系统，在一定程度上提前实现了数字化。

第四个阶段就是线上线下数据、物流、资金互通，边界融合，消费体验全面提升。线上线下购物的边界逐渐模糊，数据互通、物流互通、资金互通，消费者从关注商品的功能属性转移到关注购物的体验属性。人类购物的基本需求是多快好省，线上或线下只是一种手段，而非目的。以前线上和线下购物的界限很清晰，是因为以前的资金流、物流和信息流都没有达到可以互通的地步，而不是由于融合没有价值。我们当下的购物体验依然有很多是需要改善的，比如网购生鲜食品、衣服、艺术品等非标产品所见和所得不一样，而实体店购买又不方便货比三家，得跑好几个地方还不一定能看到合适的东西，这就是需要线上线下结合的新零售解决的问题。

如今线上购物的全面普及和线下商店的数字化为融合的解决方式提供了可能。可能未来三五年之内，我们的购物体验就会有很大的变化。比如，网上买的衣服如果不合身可以去附近商场调换，在实体店看过的商品扫码自动能加入淘宝收藏夹，在淘宝上刷到但还没买的宝贝到了实体店也能收到相应的推荐，线下连锁店和线上品牌店的仓储互通，无论在线上还是线下单，商家总是选择最快捷的方式配送等等。

购物群体（“人”）也在慢慢发生变化，消费主力从追求性价比的50后、60后、70后，变为新生代年轻人和新崛起的富裕阶层这两个群体。新生代年轻消费者将释放巨大的消费潜力。新生代消费者主要是生活在城镇的80后、90后和00后。BCG（波士顿咨询公司）预计，在2016—

2021年间，新世代消费力的同比复合增长率为11%，是上一代增长率的两倍以上。这群人的消费增长贡献比将达到69%，而上一代贡献比仅为31%。他们是未来企业关注的焦点，与我们这些老一代的人相比，他们出生在物质条件充裕的时代，从小就受到国际知名品牌的影响和熏陶，因此对产品的需求更多样，消费意愿也更强。此外，根据BCG的《中国私人银行2017》报告，家庭可投资资产值在100万美元到500万美元，以及500万美元到2000万美元这两个区间内的家庭数量增长最快，2017年的210万户和30万户，将在2021年分别达到约340万户和50万户。预计从2017—2021年，这两个群体的财富值将以13.6%的平均速度高歌猛进。2016—2021年，上层中产（每月可支配收入12000~22000元）及富裕家庭（每月可支配收入22000元以上）数量将翻一番，超过1亿户，共同拉动75%的消费增长。

商品（“货”）品质的变化也挺大，人们的消费需求从基本的温饱需求升级到对品质生活的追求，所以看到享受型和精神型消费的崛起，其代表就是海淘的崛起、品牌店的崛起、旅游消费和文娱消费的崛起。我们看到，全国零售企业销售额增速逐步下滑，甚至进入负增长。传统线下零售堆砌商品的那一套不再管用，80后、90后消费者几乎不逛超市，因为他们很难从线下超市中找到自己所需要的商品，而线上则可以通过精准搜索或推送实现。我们看见，新的超市不再追求大面积卖场模式，而是缩小面积，精选货架，开设会员店、便利店，将传统超市1.5万~2万的SKU（库存量单位）减少到3000~5000 SKU。而线上的流量也趋于集中化，品牌电商的销售增速快于过去低价格的淘品牌增速。这个过程中，对于厂商来说，由于SKU的减少，集中度的提高，品质的重要性提高，小厂商的产品更难进入商超，生存越来越艰难。对于经销商来说，厂商们生存艰难的时候就更愿意跳过经销商，减少中间环节加价，更愿意直接面对客户，更好地服务于客户。对厂商没有附加值的经销商就很难生存，单纯的倒手加价的生意难以为继。对于终端来说，旧的模式里摆满SKU吸引消费者的模式走不通了，消费者的主动性提高了，店家更需要关注消费者体验，同时消费者使用移动支付、线上筛选产品的习惯也逼迫终端不得不加入新零售变革。

概括来说，网购和实体店购物各有优劣，适用于不同的商品和场景，现在二者的红利都用尽了，倒逼它们通过融合来提升购物体验。这种融合的方式确实是更好的购物体验，以前没做到只是因为条件不成熟。如今，移动支付的普及、品牌店线上线下双渠道并进的普及提供了

可行性。同时，新消费人群的崛起、品牌意识的增强将会推动这一趋势的发展。新零售不仅仅是消费方式的变化，还会带动供应链和制造业的变革，供应链的去中介化、直采模式占比提高、制造业更讲究品质和效率，都是必然的趋势。

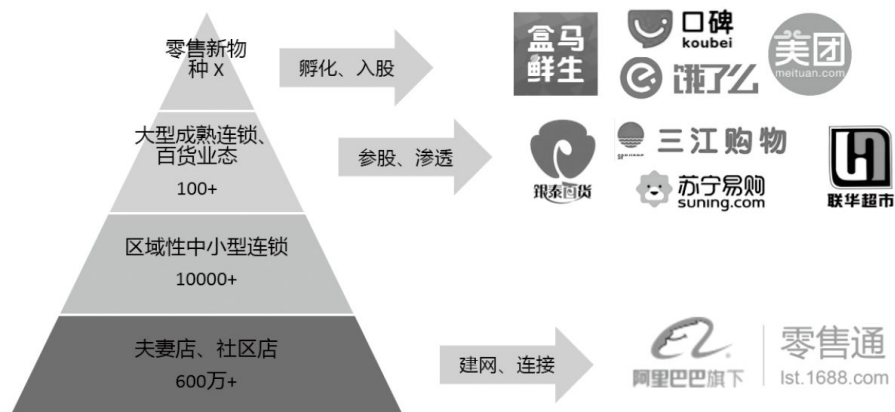


图21 阿里巴巴在新零售的布局

这就是我理解的新零售，在我看来，新零售是个自然而然、水到渠成的事情。而阿里巴巴又是这一大潮的领头人，也是将来最受益于新零售的公司。电商发展已经很成熟的今天，渗透率也就十几个点，还有80%以上的交易是线下发生的，电商进一步渗透的阻力越来越大。如果能够在新零售中有所建树，那么阿里巴巴的天花板就彻底打开了，未来五到十年还有可观的增长空间。我对新零售的趋势毫不怀疑，但是对于发展速度还没有把握，这两年去过几次杭州的银泰百货，虽然银泰跟阿里合作好几年了，但是新零售的进展还不是很明显，毕竟线下商业改造不会像线上那么快，这是我们将要持续关注的地方。

2017年10月11日于深圳

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

Facebook为什么没有像腾讯那样业务扩张

我们很早就研究了腾讯的模式，意识到了社交网络平台的巨大价值，所以我们在Facebook一上市就密切关注了它。扎克伯格很年轻，没有读完大学就创办了这家公司，此前没有管理经验，但他却是一位深谋远虑、领导力强的优秀企业家。这些年在他的领导下，Facebook从校园

起步，做到了全球社交领域的绝对龙头，改变了全球三分之一人口的网络社交活动，公司旗下的社交平台矩阵不断扩充，已经拥有了Facebook、Instagram、Messenger和Whatsapp这四个用户数超过十亿的平台，公司业绩也保持了高增长，除了上市第一年外，股价一直稳健地上涨。

Facebook的社交地位并非高枕无忧，在移动端转型过程中，大家曾一度认为Facebook步伐落后，即时通信领域面临Whatsapp的挑战，年轻人也有离开Facebook网页端的趋势，上市第一年股价很低迷，甚至跌到了发行价的一半。现在回头看，市场显然低估了熟人社交平台的生命力，低估了好友关系链的强大黏性，公司管理层通过推出Messenger、放弃H5转做App、收购Whatsapp等一系列动作很快就扭转了危局，社交龙头地位得以在移动时代延续。近两年Facebook还面临Snapchat的挑战，不过我们还是对Facebook平台的熟人关系链壁垒很有信心，Snapchat用户数是Facebook的子集，而且Facebook旗下还有Instagram与Snapchat正面抗衡，Snapchat的产品创新并不能形成壁垒，我们认为长期看Snapchat很可能在竞争中落败，当然也有被Facebook收购的可能性。



图22 欧美国家主流社交软件

Facebook和腾讯在社交网络领域的地位相当，但是这家公司跟腾讯还有个挺大的区别，腾讯的业务越做越多，估值水平越来越高，而Facebook虽然也尝试做其他业务，但是主业从来变化不大，始终都是广告业务贡献95%以上的营收，估值水平整体上是越来越低，这是为什么

呢？这是个很有意思的问题，我谈谈过去做的思考，而且在未来几年还会保持对这个问题的探索，毕竟公司的战略和业务也是动态变化的。

这个话题得从国外用户的使用习惯谈起，我们发现国外的产品功能专一，每个产品各居其位，举例来说，美国大部分年轻用户的手机里同时装着Facebook、Messenger、Whatsapp、Instagram和Snapchat中的三四款，Facebook作为最通用的平台，他们可能像我们刷微信朋友圈那样刷一下所有好友的动态，同时也作为个人资料的展示平台，发一些相对严肃认真的动态，然后拿出Messenger或Whatsapp跟死党聊天，再用Instagram或Snapchat的修图功能发一些有趣活泼的内容，只展示给同龄好友。

再比如，Yelp和Groupon也主要是做商家信息的展示，不会像美团和大众点评那样还支持订单结算、预约排号、外卖配送等五花八门的服务，PayPal也仅仅有个支付功能，并不会像支付宝那样支持各种理财产品，还提供淘票票、口碑、水电煤缴费等日常生活和娱乐服务。其实这个现象背后是欧美的文化习惯，欧美人的餐具、农具都要比东方人分类详细，至于这个文化为什么跟东方人区别这么大，就不在本文的讨论范畴内了。

总之，我觉着限制Facebook业务拓展的首要原因就是国外用户的使用习惯，他们对在主App中加入新功能的接受度不会太高。另外一个重要的原因是商业环境不同，中国的商业竞争环境要激烈得多，不主动出击就只能等别人打上门来，所以过去几年我们看到BAT（百度，阿里巴巴，腾讯）三家公司都分别把对方的主业尝试了一次，更别说一些格局不稳定的小市场了，而美国大公司由于语言和文化的优势，可以扩张到国际市场，所以与其跨界进军别人的领地，不如把主业推广到国际市场来得容易。Facebook过去几年花在全球用户数增长上的精力要比放在业务多元化上的精力多。

不过，随着Facebook国际化做得越来越成熟，社交平台的广告变现开发程度进一步提高，Facebook也就有更多的动力来做业务多元化了。我们看到Messenger上进行的社交电商探索就是不错的方向，官方称该平台上已经有超过8000万用户参与过电商交易互动，让我们一起期待更好的成效吧。

近期，Facebook被卷入了用户隐私泄露事件当中，股价一度回落了

20%。经营企业一路上总是如履薄冰，砥砺前行，纵使最伟大的企业也是如此。而作为投资者，只有对企业核心的商业模式有深入的理解，才能在伟大公司遭遇恐慌抛售时保持独立的见解，不受市场的影响。

2017年12月19日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

人工智能芯片的垄断者

我们一直很庆幸东方港湾从成立之初就是横跨三个市场来投资，这样便有利于我们在更大的可选择范围内找到某个行业最顶尖的生意。在人工智能领域，英伟达的地位可以说是近乎垄断，目前无人能超越。英伟达的股票代码是NVDA，我们也可以用NVDA四个首字母来看看英伟达的竞争实力究竟有多强。

N for Newcomer

英伟达以前是一家游戏公司，显卡主要用于游戏图形加速。而那时候，人工智能深度学习算法一般是用CPU（中央处理器）跑的，虽然每个CPU核心处理能力很强，但无奈数据量太大，跑一次深度学习需要花费大量的时间。再后来，谷歌在一次图形处理比赛中使用了显卡，效果拔群并获得第一，从此英伟达携带着GPU（图形处理器）作为Newcomer（新来者）加入到了深度学习的行列。但这Newcomer，却有着比CPU在数据处理上更加优异的性能，CPU单核处理能力很强，但无奈核数太少，GPU单核处理能力可能仅为CPU的一半，但GPU的核数是CPU的上千倍，算力可以简单理解为单核频率与核数的乘积，这样GPU的算力可能是CPU的成百倍，在数据处理中的算力优势就十分明显了。同时，英伟达也是AI淘金者的送水人。

V for Volta

Volta是著名意大利物理学家福特的英文名，同时也是英伟达新一代GPU架构的名字。英伟达每一代显卡架构都以著名物理学家命名，上一代是Pascal，下一代是Ampere。而英伟达的老对手AMD历代的显卡架构则是以星座命名，对标Volta这一代的是Vega，上一代叫作Polaris。然而可悲的是，理应对标英伟达Volta显卡的AMD Vega显卡，性能只和

Pascal相当，就是说英伟达领先其主要对手AMD至少一代产品的距离。业界甚至有一段时间传言，AMD的存在，是为了防止Intel和NVDA垄断，一旦Intel和NVDA被判定垄断，会面对分离业务的惨痛损失，所以还不如在AMD快要挂掉的时候给它送钱，防范业务剥离的风险。当然，这可能只是个玩笑，但是却能反映出NVDA与AMD的强弱关系。

D for Data Center

Data Center（数据中心）是英伟达发展最快的业务，也是承担其高估值的业务。这是一块从0到1的业务，据统计，2016年新增服务器的中GPU占比仅为0.24%，AI的需求使得服务器GPU占比提升，假设2020年到达1%的渗透率，那么此业务将4年内翻4倍。

A for Autonomous

选择投英伟达的另外一个原因是其赛道，未来2~3年看的是数据中心，那么3~5年看的则是自动驾驶。假设汽车成为下一智能终端，传统汽车将经历手机一样的从功能机到智能机的蝶变，无人驾驶芯片提供商将成为智能手机时代的高通。目前英伟达在无人驾驶领域的格局依旧明朗，潜在对手是Intel的Mobileye。之前有传言特斯拉因为数据的原因要自己做无人驾驶芯片，但芯片是一个需要资金、技术和经验积累的行业，是否成功仍是未知数，即便特斯拉的无人驾驶芯片能成功，其竞争对手如ABB也不会用它家的芯片。而目前来说，NVIDIA的Drive PX 2芯片是无人驾驶芯片中的顶级产品，这一优势也有望在未来延续。

近期，英伟达因为Uber自动驾驶致死事件而暂停了其自动驾驶系统的公开路测，引发了股价的暴跌。事实上，英伟达早已表示希望通过将使用英伟达芯片的合作伙伴传回来的数据输入公司的仿真模拟驾驶系统，在短时间内实现实地场景中无法触及的测试历程，并模拟任何驾驶场景。类似这种负面新闻，在伟大企业的发展中层出不穷，我们相信只要不触及企业核心竞争力，这些都只不过是前进潮流中的小波浪。

2018年4月2日

本文不构成投资建议，投资有风险，须谨慎！

微软的王者归来

滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄。在这十年间，我们目睹了市值曾高达1250亿美元的雅虎以48亿美元卖给Verizon，也目睹IBM从成为巴菲特购入的第一只科技股到2017年的清仓，然而，本以为凋零的微软，却在这十年间绽放，市值从2000亿美元一路上扬至7000亿美元，完成了PC巨头中最成功的转型，也可能是仅有的成功的转型。

互联网世界中，异军突起成为巨头的很多，掉队了还能回来的却屈指可数，微软就是那位走失了还能回来的，实在是难以想象，昔日的PC霸主，是踏空了整个移动互联及社交网络。

过去投资微软，投的就是它的成功转型。其实14年前的微软和14年后的微软是两个不一样的微软，分水岭在于鲍尔默的隐退和纳德拉的上任，鲍尔默时代的微软，是“唯我独尊”的气息，拒绝使用苹果的产品，换来的却是夜郎自大和强弩之末，而纳德拉的微软，则更加开放及温润如玉（大家可能不太清楚，纳德拉有一个患脑瘫的儿子，这让他在处理事情上更具有同理心），他在Build大会上会使用MacBook，同时也让SQL Server有了Linux的版本，这在十年前是无法想象的。虽然14年微软的股价停滞不前的锅不能让鲍尔默全背，然而，纳德拉的确激活了前两位CEO的“管理遗产”，让微软焕发出新的活力。

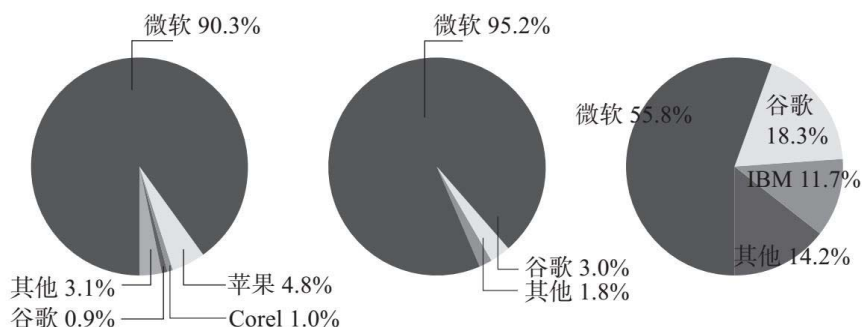


图23 2015年办公套件（消费者）市场份额、办公套件（商业）市场份额、邮件应用市场份额

资料来源：Gartner、招商证券整理。

未来十年，微软的布局也更加鲜明。腾讯占据的是中国人的生活时间，而微软则是占据全球人的工作时间。没有一款办公软件能像Office那样左右人们的工作，即使是快上市的WPS在中国市场占有率达到27.81%，其全年销售额可能连Windows Office的零头都不到。而且在欧盟区的某些国家，Office的营收是与其GDP成正比的，仿佛是一种税收

的存在。这将为微软构成深深的护城河，并且提供稳定的现金流。

在云计算方面，微软也势不可当，Azure上季度增速90%，这一季度增速98%，呈现加速增长的态势，同期主要对手亚马逊的AWS增速仅有42%。Azure现在是全球第二大公有云，占20%的市场份额，随着大企业的云迁移需求逐渐增长，那些能够提供全产品服务的（IaaS+PaaS+SaaS）及能够提供一致性体验的混合云的公司将更具吸引力。这或许是将来Azure超越AWS成为第一大云服务商的核心所在。

（百万美元）

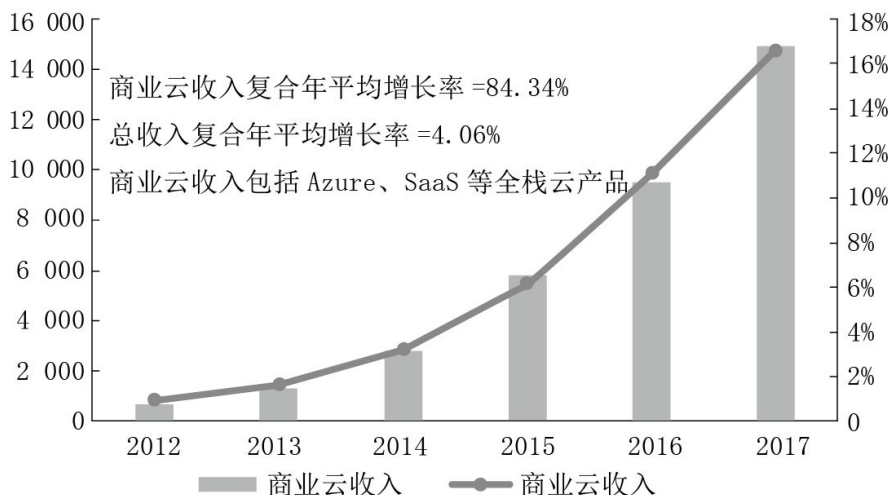


图24 商业云收入扩张迅速

资料来源：微软时报、招商证券。

过去二十年，智能终端从电脑转向了手机。每一个智能终端，代表着一种新的人机交互，电脑是通过键盘和鼠标，手机则是通过触控屏。每一次人机交互的革新都往更自然和效率更高的方向发展。2017年智能手机出货量14.62亿部，首次出现下滑，而市场正呼唤下一个智能终端的出现，也就是新的人机交互模式。如果大家体验过微软的HoloLens，就会惊讶于微软在人机交互领域的深厚底蕴，这是一款2015年的产品，但是两年过去了，仍未被超越。所以在下一个智能终端，微软将是最有可能成为苹果对手的硬件公司。

微软创始人比尔·盖茨，除了用Windows系统改变了人类生活，成就了首富的地位之外，在过去的20多年，他更是因慈善事业而为世人尊重。2006年巴菲特宣布将其资产的85%捐给5个基金会，而其中最大的

一笔就是给了盖茨基金会。我们为盖茨的慈善事业和人格魅力所打动，也祝福微软在新的时代能够继往开来，继续屹立于时代创新的浪潮之巅。

2018年1月19日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

改变人类生活的伟大企业

投资是不断学习成长的长跑，查理·芒格说自己不见40岁以下的基金经理，巴菲特在耄耋之年重仓了第一个科技企业IBM，虽不尽如人意，我们还是在伯克希尔最新的投资组合中，看到了另一家科技龙头的身影——苹果。

iPhone掀起了移动互联的大时代，让诺基亚、摩托罗拉等传统功能机巨头凋零，也在数量上超过了PC机，成就新的人机交互时代。很难想象，失去手机，生活会变成什么样。有人忘了带手机上班，就会觉得浑身不自在；有人出门可以不带现金，但不会不带手机；占据人生活时间的通信、视频、游戏，也大多在手机这一硬件上完成。

iPhone自然是这一领域的佼佼者，2017年占约20%的全球出货量，却占据了80%的行业利润。乔布斯的苹果公司自带一种“现实扭曲力场”，很多人没有发现自己有触控屏的需求，而乔布斯会告诉你有。

（亿美元）

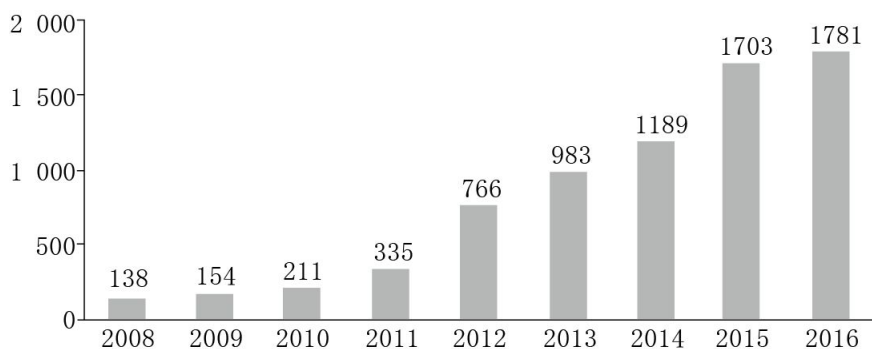


图25 苹果品牌价值

资料来源：Interbrand，中信证券研究部。

在这个过去十年爆发力最大的行业，在这个爆发行业中护城河最深的公司，成功成长为全球市值最大的公司。同时带着大家的期望，向万亿美元市值突破。

长期持有苹果，可以简化为两个指标。第一是低市盈率。苹果远期市盈率目前为14.6倍，明显低于谷歌、微软以及亚马逊等科技公司。优异的产品带来惊人的现金流，苹果的海外现金储备高达2500亿美元，而在行情好的情况下可以考虑除去现金，那么市盈率将低至10倍。同时定期以及可预测的分红和回购，强大的消费者品牌也是其核心竞争力之一。而目前，苹果已经成为巴菲特的第二重仓股。巴菲特说“苹果公司最打动我的地方是，拥有一个很有黏性的产品，人人爱用苹果手机，而且特别有用”。

第二个则是ROE（净资产收益率），一家公司的赢利能力也很重要，巴菲特给自己制定的目标是，未来十年年化ROE要达到15%，他过去52年的平均业绩是每年19%。这也是巴菲特选股的最重要标准。而苹果公司过去十年平均每年ROE为30%，是其标准的两倍。

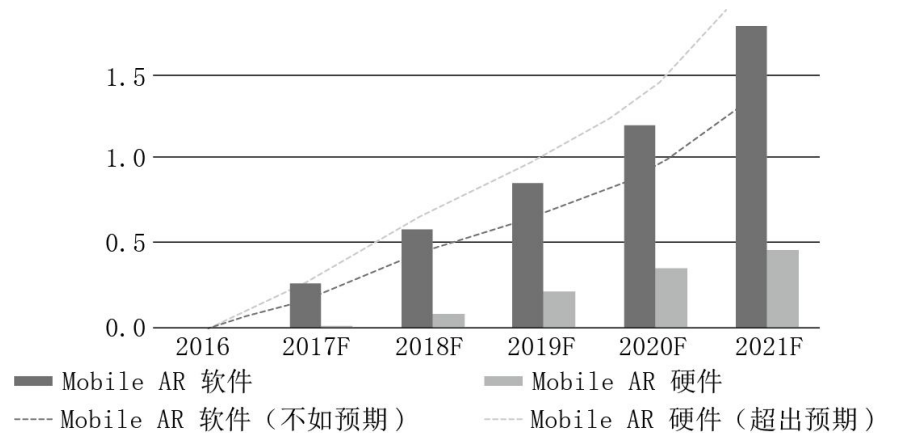


图26 Mobile AR应用安装与硬件数量预测（10亿）

资料来源：Digi-Capital。

目前很多人质疑苹果的超级周期是否停止，当前我们却认为，苹果的超级周期只是暂缓，并没有停止。对消费品，我们用费雪的闲聊法进行调研，问身边的人觉得iPhone如何，得到的几乎都是正面的反馈，同时也可以发现，随着时间的推移和iPhone价格的下降，身边用iPhone的人越来越多。未来库克时代的苹果试图通过3D Sensor和AR开启一个不亚于触控屏的时代，库克看好的3D Sensing是不亚于触控屏的一次巨大

机会，带来新的人机交互变革。

截至今日，苹果股价再创新高，超过9000亿美元市值。可能就在2018年，苹果将成为人类历史上第一个突破万亿美元市值的企业。我们祝福这样伟大的企业！

2018年2月28日（部分内容由刘政科先生协助完成）

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

向达·芬奇致敬

有家公司，让我联想到漫威题材中的一位英雄人物。这个超级英雄是奇异博士（Doctor Strange），他拥有一颗名叫阿戈摩托之眼的时空宝石，能去到任何时间点。那么我们将时间回到1495年，这一年达·芬奇设计了第一个仿人型机械，他于是被认为是世界上第一台机器人的发明者。

时间回到1995年，美国直觉外科公司（ISRG）诞生（这家也就是我们想介绍的公司），为了纪念达·芬奇带来的对机器人的启蒙，他的创始人弗雷德里克·H·摩尔（Frederic H. Moll）博士将他们设计的医疗手术机器人系统命名为“达芬奇手术机器人”。

我们知道美的收购的库卡很牛，与ABB、发那科、安川等并称机器人四巨头。然而在手术领域横行霸道的，其实是达芬奇手术机器人。这是一个如芯片领域的ASML般的存在。

在21年的持续创新下，已有300万个用户，3.3万受过达芬奇手术机器人培训的医生，1万多篇发表的文章，在6个大洲64个国家拥有3660台医院的装机量，全球3345名员工，已发表2250个专利（同时还有1550个待发表），全球每60秒就有一名外科医生使用达芬奇手术机器人产品。

达芬奇手术机器人有三个组成部分，分别是床旁机械臂系统、成像系统、外科医生控制台。而目前美国FDA（食品药品监督管理局）已经批准使用达芬奇机器人手术系统的领域有普通外科、胸外科、泌尿外

科、妇产科、头颈外科以及心脏手术。达芬奇手术机器人能实现远程手术（一开始NASA是给宇航员做手术用的），同时能解决医生手抖的问题。

过去十年，我们投资达芬奇机器人，主要看重以下几点：

1. 近乎垄断

医疗机器人是个门槛很高的行业、复杂的FDA审批流程极大地限制了外来竞争者，同时直觉外科公司持续的研发投入构建了技术壁垒（在手2250个专利，还有1550个专利待发表）。在手术界，达芬奇手术机器人如垄断般存在（常年毛利率70%）。

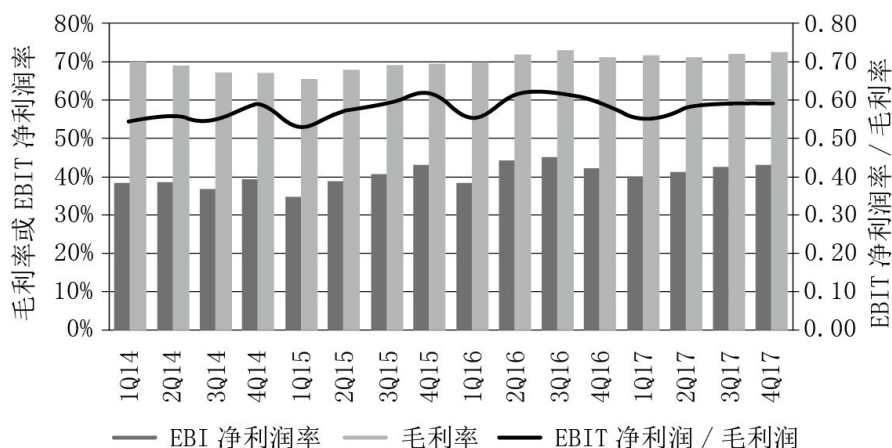


图27 达芬奇手术机器人毛利率、EBIT净利润和经营效率趋势图

数据来源：公司官网、摩根士丹利整理。

2. 收入来源具有可持续性

可能大家以为直觉外科是一家卖设备公司，毕竟一个达芬奇机器人系统售价高达2000万元，同时医院对之趋之若鹜，然而它其实是一家卖配件耗材的公司。收入结构中达芬奇机器人系统仅占销售额的29%，而配件和耗材贡献了50%的营收。全球每60秒就有一名外科医生使用达芬奇手术机器人产品，而每条机械手臂（一条10万元左右）使用10次后就需要更换，每次手术根据需要需多条机械手臂参与。同时达芬奇机器人手臂所持刀片，是必须定期、定使用次数置换的。

维修服务费也为公司挣得了19%的利润，强制性保养维护费用从8万美元/年，到17万美元/年不等。配件、耗材和服务，为公司贡献了强

大的现金流。

纵观达芬奇机器人在中国的十年，也是从不被信任，到被奉若“女神”的十年：2006年12月，中国人民解放军总医院引进中国第一台达芬奇手术机器人，它令人新奇、惊叹，但是不被信任。然而到了2017年2月，被引进到中国各大医院的达芬奇手术机器人已达59台，成了中国顶级医院的标配，成了手术室里的“女神”。

若将阿戈摩托之眼往后调十年，或许我们仍会持有直觉外科公司。理由如下：

- 1. 市场日益扩大：医疗在人口老龄化和消费升级的双重叠加下，愈加体现万亿美元市场的格局。
- 2. 产品迭代周期开启：美国已迭代更新第四代Xi机器人系统，中国香港有唯一一台Xi达芬奇机器人系统，内地仍以第三代Si机器人系统为最先进，产品迭代有望开启。

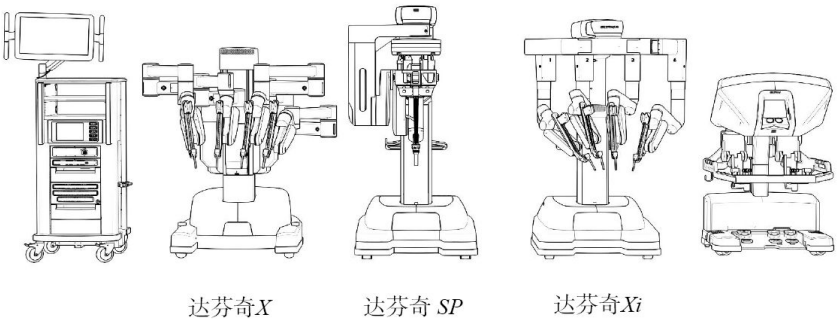


图28 达芬奇手术机器人历代产品展示图

- 3. 新市场拓张：美国市场营业额占公司全球收入比例的73%，其余27%来源于美国之外的国际市场。中国、日本市场有望进一步拓展。
- 4. 竞争格局更为优越：强大的装机量（4400+）、强大的用户黏性、不断拓展的应用以及持续研发投入巩固竞争格局。

史蒂芬·斯特兰奇在成为奇异博士前是一名外科医生，但在遭遇一次车祸后，双手再也无法握住手术刀，不能继续他的医生职业。然而，达芬奇手术机器人的出现，或许能让斯特兰奇安心地当他的奇异博士了。

从量变到质变，成长中的商超龙头

2017年9月，我有幸和永辉超市的副董事长张轩宁成了哈佛商学院CEO班的同学，在听完张总课堂上对于永辉超市的描述之后，对永辉超市充满了兴趣。在海外巨头纷纷不断收缩战线的超市行业，永辉超市是凭什么一路高歌猛进、捷报频传的呢？

我们认为，一家企业的成功必定是天时、地利、人和共同作用的结果，永辉也不例外。如果以历史发展的眼光，结合宏观环境和行业背景，梳理永辉的发展脉络，全面客观地总结永辉各个阶段的发展模式，我们将看到一个成长中的商超龙头企业。

中国高速发展的宏观经济为连锁超市业态的爆发提供了必要的经济基础，永辉诞生于中国连锁超市的初级阶段，可以说永辉赶上了行业大发展的历史浪潮。中国1995—2004年经济飞速发展，城市化加速进行，GDP平均增速超过9%，虽然2000年人均GDP不足1000美元，但是部分发达城市的GDP已达到发展大型连锁超市的水平，如北京、上海2000年的GDP分别为2914美元、3584美元，社会消费品零售总额保持高速增长态势。

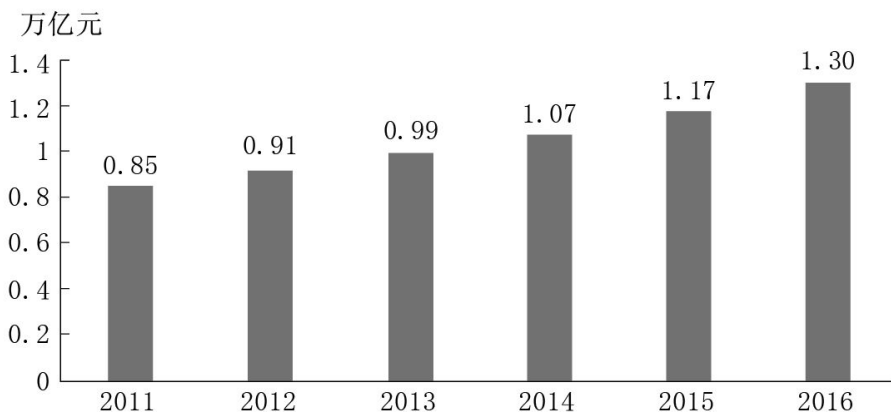


图29 2011—2016年中国生鲜超市行业市场规模

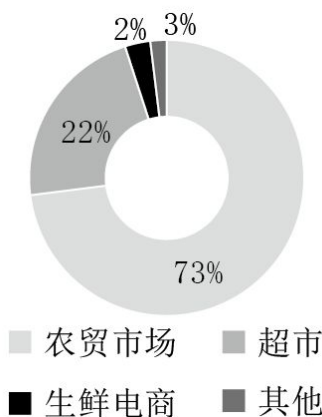


图30 中国农产品流通各渠道占比

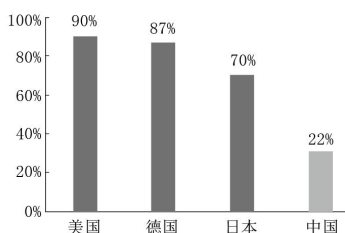


图 31 主要国家农产品超市渠道流通比重

图31 主要国家农产品超市渠道流通比重

从发达国家的发展经验来看，超市是生鲜商品核心流通渠道，生鲜也可以成为超市的主要盈利部门。从国外零售业态的演化规律来看，当人均收入上升至一定水平时，超市以其快捷、便利、卫生的优势会成为生鲜食品销售的主要流通渠道。同时，发达国家超市经营中生鲜产品毛利率可以达到20%左右，是超市业态的盈利部门。以销售额计算，发达国家50%~90%的生鲜产品是通过超市进行销售的，而发展中国家的生鲜超市多数处于起步阶段，但从发展态势来看，超市渠道的渗透率有望逐步提升。

与此同时，永辉的发展可以划分为四个阶段。第一阶段初创期（2000—2004年），创始人在中国连锁超市业态崛起以及政府推广农改超项目之时，在福建省福州市创建并崛起；第二阶段生鲜壁垒成熟期（2005—2010年），永辉有与生俱来的危机意识，在行业高速发展期没有高枕无忧地坐享行业红利，而是踏实地锤炼经营能力，构筑强大的生鲜经营壁垒；第三阶段快速扩张期（2011—2014年），扩张永辉模式，依靠资本助力快速扩张，在实体零售商超一片颓势中逆势扩张全

国；第四阶段新零售转型期（2015年至今），打造全球供应链体系，“云超+云创+云商+云金”四大板块协同运作，业态迭代升级。

2007—2016年，公司一直保持快速、稳健的增长，收入和净利润复合年均增长率各为33.43%和28.52%。2016年，公司实现收入492亿元，同比增长16.82%，归属净利润12.42亿元，同比大幅增长105.18%（与2015年基数较低和2016年确认转让联华超市股权的投资收益有关）。

2017年1月1日公司隆重推出主打“餐饮+超市”结合的新业态超级物种，结合永辉的生鲜供应链优势和消费者对新鲜、高端食材的消费需求，推出了包括鲑鱼工坊、波龙工坊、盒牛工坊、麦子工坊等在内的8个工坊。从目前开业的门店来看，温泉公园店营业面积不到500平方米，万象城店营业面积近950平方米，每家门店的坪效都能达到十几万，其中餐饮收入占比70%~80%，超市收入占比20%~30%。同时，超级物种店还通过永辉生活App提供外卖服务，最快30分钟送达，超级物种也是公司发展O2O模式的重要尝试。截止到2018年2月底，已开店34家，2018年公司希望开到100家。

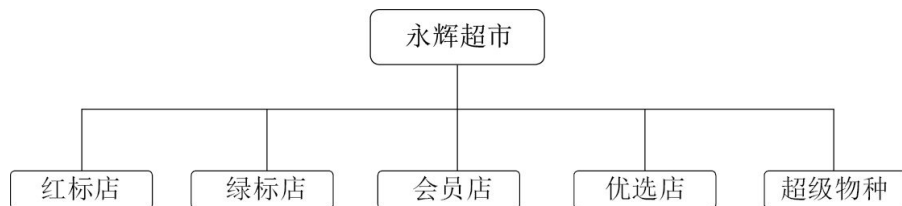


图32 永辉超市的新业态

永辉和沃尔玛有诸多相似的成功基因：都曾把握历史机遇，乘行业东风崛起；都在行业低迷期抓住决定性机遇，将行业危机化为企业契机；都实现由区域龙头至全国巨头的蜕变；都注重供应链能力的建设；创始人都有丰富的商超运营经验。同时，中国连锁超市业集中度相对国外较低，零售企业在电商等的冲击下进入转型期，强者恒强的马太效应会进一步凸显。基于永辉生鲜领域的竞争壁垒和长期发展潜力，在新一轮行业浪潮中，永辉有望成为实体零售转型升级的大赢家，发展成为沃尔玛级别的全国巨头企业。

作为同学，我希望张总的企业能有健康长远的未来；作为股东，我也祝福永辉有朝一日成为中国超市行业能媲美沃尔玛的存在。

“纸牌屋”背后的Netflix

追了多年美剧，从最初的《老友记》，到后来的《行尸走肉》，再到近年来的《权力的游戏》以及《纸牌屋》，每一部美剧都让我记忆犹新。美国流媒体行业发展如此迅猛，已经悄悄地出现在了我们身边，这一切离不开Netflix（奈飞）的“推波助澜”。

2017年开始，Netflix开始试图通过爱奇艺进入中国市场，计划将《黑镜》《怪奇物语》等精品自制剧引入中国市场，同时将我国的自制剧《白夜追凶》带入世界市场。Netflix正在试图建立一个贯通全世界范围的流媒体帝国。

这家公司的成立源于一个有趣的故事，早年的美国视频行业是由Blockbuster所垄断的DVD租赁市场，该公司采用传统店租赁模式。因为具有垄断的特性，Blockbuster难免就有了“店大欺客”的嫌疑。Netflix的创始人哈斯廷斯，在一次租赁DVD的过程中，因为稍晚归还DVD而被强制收取了押金。愤怒的哈斯廷斯决定颠覆这一传统的租赁模式，以达到自己“报复”的目的。于是，轻资产化运营、无店面、网上运营、快递到户、会员付费模式的Netflix于1997年诞生了。在Netflix互联网模式的冲击下，Blockbuster的生意每况愈下，于2011年宣布破产。随着老牌巨人的倒下，Netflix成了行业新的领航者。

2006年，随着美国家庭宽带普及率大幅提升，Netflix推出了流媒体及在线视频业务，通过推出较便宜的会员模式（10美元/月）、自制内容、无广告的视频，快速成为美国主流视频网站。2011年Netflix将其在线视频业务推向了国际市场，现在已经覆盖全球190多个国家，2017年，Netflix试图通过爱奇艺进入中国市场，其全球化布局已经初步完成。

Netflix的成长也并非一帆风顺，其历史股价的两次大幅震动，也间接反映了公司从一个视频行业的参与者，逐步走向行业的垄断者的过程。Netflix历史上股价出现过两次大跌，均是因为提价导致，2011年公

司将互联网订阅与DVD租赁业务拆分开，变相提价50%，股价因此跌幅超过70%；2014年提出将订阅价格由7.99美元增加至9.99美元，股价也因此下跌25%左右。随着公司的市场认同度及市场占有率不断提高，Netflix已经成为美国人民心目中不可或缺的一款产品，Netflix在美国的市场占有率超过了50%。2017年Netflix再次提出提价计划，这一次提价非但没有使股价下跌，反而大幅上涨，美国本土用户增长近200万，超过之前预期的130万。独播剧的市场垄断以及强壁垒，让Netflix真正成长为流媒体视频行业中的巨人。

截至2017年，Netflix的会员用户数已经超过了1.1亿，其中美国本土会员数5.4亿，国际业务会员数6.3亿。国际业务经过6年多的拓展已经超过了其本土市场的规模，同时，国际业务也于2017年首次实现了扭亏为盈。随之而来的是Netflix的股价增长近200%。这也是互联网企业从成长到成熟过程中所展现出来的惊人的爆发力。

2018年3月15日

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

清洁能源生活方式的潮流

美国是个伟大公司与企业家层出不穷的地方，这个时代出现了苹果的乔布斯、微软的盖茨、Facebook的扎克伯格、亚马逊的贝佐斯和特斯拉的马斯克等一批改变人类社会、值得尊敬的企业家。回想我们从2013年30亿美元开始研究特斯拉，已伴随企业走过了近五个年头。五年里，特斯拉从Model S到Model X再到Model 3，依然供不应求；SolarCity最终也并入了特斯拉，实现了新能源汽车真正从源头就做到环保。回想整个持股过程，当初的投资逻辑至今依然成立。

新能源汽车是个潜力非常巨大的行业。按照简单的测算，如果2020年新能源汽车能够替代5%的汽车市场，总体市场规模可达近2400亿美元。整个汽车市场未来向新能源汽车转换，市场空间巨大无比。

2014年，我们到奥马哈参加伯克希尔股东大会，会余在纽约和加州约见了马斯克的两家企业——特斯拉和SolarCity，近距离地接触到了我们投资的两个公司。

特斯拉位于旧金山湾区北部的佛利蒙特市。旧金山从19世纪的淘金潮以来，华人数量就非常之多，在墨尔本发现了新金矿之后，San Francisco才被称为“旧金山”。后因气候和时差的关系，成了在美国最适宜的华人移民城市之一。而如今，旧金山举世闻名，每年吸引全球无数访客，却是因它拥有世界科技的中心——硅谷。我们到旧金山的第一站，拜访的就是汽车产业的颠覆者——特斯拉。四个轮子，一块电池板，一个电动机加一块iPad，特斯拉重新定义了汽车这种产品。

从技术上，特斯拉电池系统能够稳定地使用大量能量密度最高、产量最大的钴酸锂电池，这是日产Leaf、BMW、E7等电动车所无法比拟的。特斯拉说它们从来没有把这些电动车当成竞争对手，因为像E7从一开始就走错了路线，新技术的普及从来都是从高端开始的。它们的竞争对手目前是保时捷和玛莎拉蒂等高档跑车。从经济性上看，480公里续航的Model S充满一次电只需不到10美元，而普通汽车加满一次油至少需要50美元。而特斯拉也不用像传统汽油车一样需要更换机油、机油滤芯和火花塞等部件，只需定期更换雨刷器、刹车片和轮胎等易损部件就行。从环保性上看，2015年覆盖全美98%地区的超级充电桩都将搭上太阳能发电板，特斯拉最终将真正做到零排放。在第一次试乘中，董秘将车最短时间内加速到200公里时速的时候，还真是吓出了一身冷汗，驾驶的快感确是文字所难描述的。

我们思考，特斯拉所构建的竞争壁垒主要在于两个方面。其一，从2008年第一台Roadster跑车交付以来，特斯拉用了4年时间向用户展示了特斯拉汽车的性能和安全性，拥有一定时间安全行驶里程，使2012年Model S的发售具备了市场信赖的基础，这是一般新能源汽车企业没法节省和跨越的领先时间；其二，特斯拉的电池技术保证了产能、行驶里程、行驶安全性、充电速度及成本下降速度。这来源于其使用了最普遍的18650 NCA电池，保证了产能的相对充足。同时7000多个高能量密度电池保证了超高行驶里程，电池管理系统也保证了电池系统的安全性。而特斯拉的超级充电桩充电速度更快，并且充电对特斯拉免费。且特斯拉联合生产电池组件，比市面上要便宜30%，成本也在一路下降。凭借这两个壁垒，特斯拉将其产品从高端入手，随着技术成熟逐步切入低端市场。相比其他厂商从低端车入手的做法，要更靠谱。

从2015年开始，特斯拉的销量迅猛攀升。2015年销售汽车5.16万辆，2016年全球销量达到7.6万辆，2017年全年最终实现销量10.1万

辆，同比增长了33%。单看2017年第四季度，攀升交付新车29870辆，同比增长27%，环比三季度增长9%，这也刷新了特斯拉历史最佳销售记录，其中Model S交付15200辆，Model X交付13120辆，Model 3交付1550辆。2017年是公司历史上极为关键的一年，公司Model 3全球订单超过40万辆，同时实现了Model 3车型的交付，电动卡车特斯拉Semi及下一代跑车Roadster亮相，Model S和Model X的产量与交付量均创下纪录。

2014年的时候，我们简单地测算了2020年特斯拉各车型的销量与收入，给予4倍的PS，得到特斯拉2020年大致940亿美元的估值。2018年随着Model 3的交付，公司的市值进一步创新高，达到了550亿美元，离940亿估值的距离在逐步缩短。

新能源汽车为人诟病的一点是，消耗的电能大部分来源于传统能源发电，依然会对环境造成污染。为了解决这个问题，马斯克与堂兄成立了SolarCity，希望通过美国居民的屋顶进行光伏发电，利用这种分布式发电替代传统集中式传统能源。配合特斯拉的家庭储电中心，为家庭的特斯拉汽车充电，实现特斯拉汽车的全程清洁能源。同时，通过改造高速公路的充电桩，添加太阳能发电棚，实现充电桩电力的自给自足。

2014年，我们在纽约的时候也有幸与SolarCity的董秘艾伦共进午餐。和艾伦一直都是通过邮件联系，一直很感谢他即时通信般地回我们的邮件，对我们了解SolarCity有非常大的帮助。借用斯坦福学光伏的朋友的一句话，美国太阳能的发展，还是“the beginning of the beginning”（刚刚开始）。过去20年来，成本不断下降的能源也就只有太阳能了，很快光伏发电就将进入平价时代。而SolarCity凭借太阳能特有的分布式特性，将原本“电站——电网——用电端”压缩成“发电即用电”。作为一个发电企业，它收取了用电端的电费，取缔了电网的价值，其市场也是年年成倍增长。

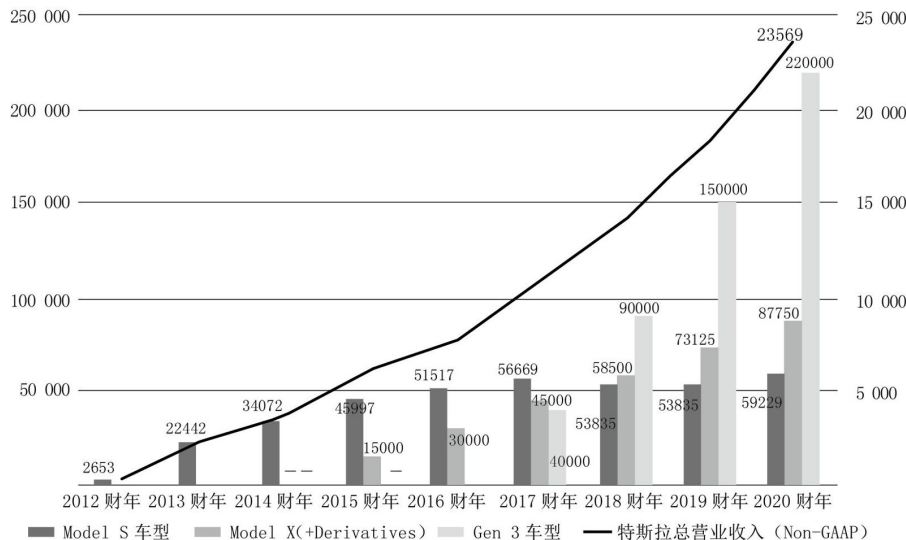


图33 特斯拉汽车计划

2016年末，SolarCity正式并入特斯拉，虽然一定程度上增加了特斯拉赢利和现金流的压力，但两者在业务的合作上将更加紧密，同时加强两个业务各自的经营壁垒。这也是一条长长的雪坡，对人类的影响极其深远，我们期望公司在为投资人带来收益的同时，为人类做出更大的贡献。

后记

2018年3月，特斯拉碰上了公司上市以来最大的一次危机。特斯拉Model X自动驾驶系统致死的车祸尚未调查清楚，Model S又因螺栓失灵被卷入质量风波，全球召回12.3万辆，而Model 3的产量爬坡目标遥不可及，信用等级却突然被穆迪进一步下调至“垃圾级”。一个月间，特斯拉的消费者和投资者仿佛对公司都失去了信心，股价下滑一度高达30%。市场担心特斯拉的现金流会因此变得更加紧张，著名对冲基金经理汤普森甚至认为特斯拉在未来18个月内有破产风险。汤普森认为，特斯拉的估值是福特的两倍，福特2017年生产了600万辆汽车，利润高达76亿美元，而特斯拉只生产了10万辆，亏损了20亿美元。此外，福特有120亿美元现金应对不测，而特斯拉在未来3个月可能会耗尽所有资金。

的确，产能和公司现金流问题一直是困扰特斯拉成长的主要因素，但凭借目前公司的实力和信誉，此类事件还不足以摧毁公司的募资能力和现金流周转。人工智能在汽车上的不成熟应用，换成其他品牌也容易

出现相同事故，不单单是Model X的风险。而汽车召回事件在其他品牌上就更加普遍了。特斯拉的估值也确实比传统车企高得多，但在新能源汽车的时代，因为互联网和智能驾驶的引入，汽车行业有可能会像手机行业一样，垄断程度加深。伟大企业短期的受挫，是为了公司能够健康地走更远，我们希望在不久的将来，能够看到电动车高比例地占据大街小巷，而特斯拉依然能够是新时代的领航者。

2018年3月30日（部分内容由黄海平先生协助完成）

本文不构成投资建议，投资有风险、须谨慎！

投资札记之三：投资最难的是什么

投资，最难的事是什么？我的阅历告诉我——就是在最艰难的时刻在正确的方向上坚持！

坚守的回报

对于充满致富渴望的无数投资人来说，巴菲特正是他们的精神领袖。价值投资是本·格雷厄姆和菲利普·费雪的核心思想。这是缔造财富的一个流派。格雷厄姆的学生最终都变得很富有，只不过巴菲特是最杰出的。

“一鸟在手胜过百鸟在林！”这是巴菲特在其旗舰上市公司——伯克希尔-哈撒韦公司的年报里引用的《伊索寓言》中的谚语。在从1965年开始的投资生涯中，巴菲特通过长期持有为数不多的股票，击败了华尔街的投机炒家，证明长期股权投资是一条可以走向成功的可选择之路。

早期收购伯克希尔公司、GEICO（政府雇员保险公司）和《华盛顿邮报》，巴菲特亲力亲为去拜访公司管理层。之后的收购行动则较少这样做。为什么会有这种转变？巴菲特比较认同数据背后的真相。你怎样才能看到这个企业长期的竞争力，这个难度是比较大的。也就是说，定量的方法不是投资当中最关键的，定性的东西才是。

1987年10月，美国股票市场暴跌，巴菲特手中仅持有三只股票，分别是价值10亿美元的美国广播公司、7.5亿美元的GEICO以及3.23亿美元的《华盛顿邮报》。将20亿美元的投资全部集中在三只股票上，这在当时的机构投资者中相当少见。幸运的是，巴菲特有足够的智慧，挑选并拥有好的企业，以抗衡各种各样的危机。

“如果我们不愿意拥有一家股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟。”这是巴菲特选择企业的原则。对长期股权投资者来说，深入了解一家企业是最核心的问题。巴菲特所认同的正是那些个人利益与股东利益相一致的管理人员，并尽可能与之建立私人友谊。20世纪90年代逐渐风

行的“关系投资”理念，巴菲特是最好的身体力行者。他认为成功的投资应该是股东、管理者、客户共赢的结果。因此，挑选优秀的管理者，与他们长期坦诚地合作，是股东当仁不让的职责。

巴菲特的投资哲学和其他人比较，开始的时候没有什么太大的差别，但是走得远了差别就出来了。对于人生，你在某一个时刻，你只能选择一条路。

选择价值投资，实际上是选择了一条人迹罕至的路。这种一以贯之的、深入灵魂的坚守障碍重重，是最难的。投资碰到危机的时候，最简单的解脱办法就是卖出股票，一卖了之。但这就永远到不了彼岸。也有很多人都宣称自己是价值投资者，但为什么没有巴菲特这样突出的成绩？

拿巴菲特和索罗斯做一个比较。两个人都从事金融投资，业绩都很出色。如果我是导演，要拍一部投资大师的电影，通常都愿意拍索罗斯，因为索罗斯的投资生涯很精彩。整个人生经历跌宕起伏、绚烂多彩，充满了戏剧冲突。但是拍巴菲特就很不容易，要想把巴菲特这个人物很完整地表现出来，需要很高超的导演技术。比如说，在越南战争开始的时候，在1962年古巴导弹危机、苏美两个核大国处于紧张对抗的时候，巴菲特怎么处理他的长期投资？在那样一个历史关头，他的内心世界是怎样变化的？巴菲特没有写过自传，一个导演要把这种内心世界的波澜起伏拍出来很难，要反映人物精神世界的变化是非常困难的。

投资中有许多非常态的事件会伴随我们，这就是风险。对风险思考的角度不同，会带来截然相反的投资决策和悲欢结局。巴菲特的伟大不在于他70多岁的时候赚了多少钱，而在于他很年轻的时候明白了投资的道理，然后用一生的岁月去坚持，并善于在历史的关键时刻认真思考和做出交易抉择，这非常重要。

投资最难的是什么？

投资，最难的是什么？

那些在市场里蹦蹦跳跳的人会说，也许是对大盘与个股高低点的预测和把握。但谁能准确地告知我们这一切？如果有这样的人，能告诉我

们明天开盘后，股市一定怎么走，他不是上帝就是在冒充上帝。

那些价值投资的信奉者也许会说，关键点在选择好的企业。但同样的好企业，今天可能市盈率估值30倍，下一个阶段可能市盈率估值15倍，再一个阶段市盈率又可能估值到50倍。你怎么能判断出市盈率50倍的企业就一定不能投资？如果超过50倍市盈率就不能投资，那么之前低市盈率时，买入的股票是否又要卖出？如果超过50倍市盈率就不能投资，而早期的头寸又因为“高估”不再坚持，我们如何在沃尔玛、星巴克、微软、Google等伟大企业身上赚取足够多的财富？价值投资是否也要进行“荡秋千式”的高市盈率抛出、低市盈率买入的游戏？

如果认同这种“荡秋千式”游戏的话，我相信绝大多数人内心实际上是这样想的，哪怕他口头上自称坚持什么，当然，这样想也没错。但如果我们真的按这种——我相信也是绝大多数人采用的游戏规则做，我们最终可能与那些有史以来最伟大的企业失之交臂，骑上“黑马”容易，但走完全程就非常困难了。

沃尔玛在1972—2006年34年的时间内，投资回报率达到了1343倍，从有记载的历史资料中，我们同样可以看到那些伟大的企业在相当长的岁月中始终保持着高市盈率的特点，特别是在企业高速成长的阶段，而越是好的企业，经历的这个周期越长。长长的岁月当中，总要经历经济与股票市场的繁荣与萧条，但无论怎样艰难的日子，伟大企业的竞争力总是会在恰当的时刻显示出魅力，但我们有可能在开始的某个阶段，因任何一个原因，让自己身处恐惧中，早早迷失我们的洞察力与判断力。

现实生活中，哪个国家的经济都有弱点，哪怕是全世界最伟大的企业也会有弱点，哪怕我们处于太平盛世中，也有太多的理由，自己吓自己，卖掉我们曾拥有却在未来岁月得以证明的伟大企业的股票。

长期投资的难点，其实是在对未来久远岁月不确定事件的判断上。但有一点是确定的，如果我们或一个家族用足够长的岁月来坚持做一件正确而有前途的事情，回馈是相当惊人的。

以投资为例：博格尔发现过去100年美国股票市场的平均年回报率是10.4%，1000美元，100年的投资收益
 $= 1000 \times (1 + 0.104)^{100} = 19811043$ 美元；如果一个家族在1842年开

始投资，100美元，年利率12%，今天的财富（未考虑遗产税）
 $= 100 \times (1 + 0.12)^{165} = 13212157451$ 美元；如果一个英国家族在1368年（相当于我们的明朝）开始在欧洲投资，10英镑，年利率6%，今天的财富 $= 10 \times (1 + 0.06)^{639} = 148063463502813000$ 英镑，这是一个天文数字。

当然，人类历史上，还没有这样的财富故事发生，以后也不可能有这样的奇迹出现。不过这个数字游戏告诉我们，长期来看取得超越5%的年回报率都是相当困难的。短线交易者理论上每天、每月、每年多次交易，等于放大自己的生命，但为什么精彩的生活，没有给他们带来足够的财富？

世界100强的企业，似乎没有一个是靠投机胜出的。它们胜出的原因，是在一个或几个领域里坚持数十年，甚至上百年经营的结果。它们并没有在经济或企业高潮的时候卖出它们的事业，然后等经济或企业低潮时再买进。这些企业的领导者关注的是企业长期的竞争力，至于经济周期的变幻，就像航行在海上的轮船一样，风高浪急，也必须前行。当然，开始的时候，你可以将自己的船建造得更坚固一些，最好像诺亚方舟，但是，一旦航行起来，你需要选择浩瀚的海洋作为你事业的基础，虽然不时会遇到旋风和台风，但它可以给我们更广阔的市场。惊涛骇浪你也一样要坚持，而坚持本身就非常非常困难！

投资，最难的事是什么？我的阅历告诉我——就是在最艰难的时刻在正确的方向上坚持！

2007年7月17日

本文由陈文先生根据我的博客文章进行整理，并于2007年4月发表在
《21世纪商业评论》杂志上

穿越周期 穿越企业 穿越历史

我看到衬着蓝天的高山、春天里的一片嫩叶……我感到爱永不止息——献给两位友人。

2005年4月8日，我的一位友人打电话给我，希望将他留给妻子和孩子的钱交给我们理财，期限是20年。感动之余，有些惊讶！不仅是因为

委托时间的长久，而且这个朋友本身从事的也是投资事业，他在国外学习多年（持有美国绿卡），目前也在国内一家投资机构做投资经理，从专业上，是我非常敬重的一个人。没想到自己做投资的人，竟然也会委托别人打理其家庭财富，而且是留给自己妻子和孩子的。

我无从探究其委托我们理财的真正原由，他只是说：在国内我找不到第二个人让我如此信赖！这让我非常非常感动！委托理财投资不就是“为了这份信任，奉献回报吗”！2005年4月23日，另一位友人，可能同样出于为孩子们的未来着想，交给了我一份更加沉甸甸的责任！接电话的时候，语言已经难以形容我的感动，泪水好像就要流淌下来……

每次，和新的合作伙伴签约开始投资的时刻，我都要说一句话：“如果投资亏损了，一定是因为我们的专业技术，而绝不会是因为我们的人品。我保证！”我和我的搭档，周明波先生、张敏女士、郑卫峰、吴慧玲女士、黄海平先生，有同样的信仰：我们相信一个融合了善意之心和社会良知的企业能够走得更加久远！如果我们真的能成就一个伟大的企业，那一定是上帝假借我们之手回馈她——永不止息的爱！

穿越周期

一位让我极为敬仰的朋友，在近两年的汽车股的投资里经历了很大的起伏，而之前他的投资极为成功。有人评价他：一定会成为中国最有钱的一类人，我深信！他为人极其坦荡、爽朗，我视之为良师益友。我们讨论其投资业绩的波动时，我说，巴菲特曾说过，带轮子的股票不能买，这自然包括了汽车和航空类的股票。我也曾在汽车股上损失过，那么，我们为什么不选择经营周期相对长的行业中的企业投资呢？

以他的专业能力，研究透一个企业不难。如果数次深入，能研究到一个好企业，而其又能保持十年甚至更长时间的高成长，这比每隔一两年又要重新选择，不知要提高多少效率。穿越周期非常不易。但为了对我们的客户及受托的资产负责，我们必须这样想，而且这样做。好的企业像王冠上的珍珠一样稀有、珍贵！穿越周期——是让我们试图找到它们并珍藏！

穿越周期还意味着我们要思考人类社会所经历的几千年的苦难和繁荣，当我们面对人类的不幸，诸如战争等事件时，我们如何在恐惧中处理我们的投资，让我们的家人和后代，因我们的远见而受益。这也是此

刻，我在处理两位友人交付给我的责任时，正在思虑的问题。

穿越企业

2003年春天，我去参加一直关注的一个企业的股东大会。这家企业从许多方面看，都是非常难得的好企业，而且事实也证明，至少到今天为止，它们的确运营得非常出色，也让投资者在自2001年始的大熊市中有了极其出色的回报。但开完股东大会，我们始终没买这只表现出色的股票。为什么？

我们希望我们的投资能穿越企业。对该企业的领导人，我们始终放心不下，虽然他头顶有各种光环。巴菲特说，“我希望与我喜欢、信任并且敬重的管理人员共事”。我们也一样。我们希望我们所投资企业的管理者能让我们发自内心地尊重！而凭直觉，虽然可能有失误，我们对他少了这样一份信任。

如果两家企业，业绩同样好，随着领导者自然更替，我们更倾向于投资能保持企业稳定经营甚至有新气象的公司。我们对枭雄式人物领导的企业有种天生的担忧，我们希望最好的企业是由一个具有道德感的领袖来经营，希望他“不喜欢不义，只喜欢真理”。

长期投资，需要更加严格地挑选公司。虽然我们性格中有某些理想主义的色彩（庆幸岁月并没有将它们抹平），但我们也不失沉着和冷静。天真和质朴、待人真诚，这是个人和好企业长存的价值，我们竭尽所能在广阔的市场中寻找它们。找到它们，我们也就能承担起此刻的责任！

穿越历史

才能、远大的眼光和识别大好机遇的天赋，是成就伟大事业的基础，也是你们寄予我们厚望的基石。

灿烂的星光来源于亿万年前的闪烁，我们的生命只是短短的一瞬，有幸在穿越历史长河的此刻，得到你们的友谊和信任。就这一点，已经让我们感动！

2005年4月27日晚于深圳报业大厦

投资其实是追求小概率中的大概率事件

2007年4月20日到23日，封闭四天学习《管理数量方法》，学习的过程中有一节“衡量不确定性：概率函数”，这让我联想起股票市场的概率问题。

什么是概率？我的简单理解就是用数量表示某个事件可能发生的程度。绝大多数投资者来股票市场投资是为了赚钱或存续财富，但在股票市场连续变化的不确定状态中，其概率有多大？换句话说，在股票市场里赚钱到底是小概率事件还是大概率事件？

上证指数在2006年大涨128.7%。《中国证券报》举办的2006年度投资者收益情况网上调查显示，70%的投资者盈利在10%以上。其中21%的被调查者获利10%左右，30%的人收益率为20%~50%，14%的人获利50%~100%。此外，5%左右的被调查者收益率超过100%，从而跑赢大盘。大盘上涨不等于投资者均能获利。在调查中，14%的投资者表示不赔不赚，7%的人亏损10%左右，亏损20%~50%的占7%，亏损超过50%的占2%。

从股票市场已有的历史数据看，指数在一年里大涨128.7%，与70%赚、30%亏的比例，都是小概率事件。如果没有指数上升128.7%的结果，正常的盈亏比例关系按过往的经验看，应该是5%跑赢大盘、10%赚钱、15%不赚不亏、70%亏。

当然，上述是以年计的概率事件。在一个特定的时间，比如说100年，90%以上的企业可能是要死亡的，即便是大企业的寿命，在充分竞争的市场里面，也很少超过人类寿命的一半。荷兰皇家集团的估计，大型企业的平均寿命不及40年，约为人类寿命的一半！为什么70%甚至更高比例的人最终会损失金钱？如果投资的企业有90%的概率注定在100年内消失，对大多数人而言，亏钱是常态。

股票市场的市值最终是由那些能剩下的蓝筹企业来支撑的，对于那些想穿越周期积累并延续财富的人，能否投资到幸存下来的5%~10%的企业中，就成了问题的关键。这5%最优秀的企业，也不可能避免波动，甚至在股票市场危机来临时还会大幅下跌，但重要的是，经历了停滞之后它们能恢复生机，进入一个新的高度。

1000股万科的故事

2007年6月28日在珠海见一位初中同学。谈到投资，她说这么多年来，不仅没有赚多少钱还亏了不少，每次赚一点就卖，套牢了就放在那，还是做实业踏实。她这么多年来，主要从事贸易和实业投资。视股票投资为一项长期事业的想法，她似乎很难接受。

因多时未见，我们聊到1990年大学毕业她去佛山工作的事，没想到年纪轻轻的她，刚去不久就通过房地产赚到了她人生的第一桶金—20万人民币，这在那时候应该是一笔不小的财富。谈到这，她想起，她用这笔钱的一部分在1991年花一万多买了500股深宝安，1993年花两万多买了1000股万科。

当年，买完股票就跌，加上人从佛山移居珠海，如果不是见到我，提起往事，她几乎忘了她在佛山还有股票的事。过去，我只是通过媒体知道某某人持有股票多少年赚取多少倍，而今天无意中，我身边竟出现了这样一个故事。我告诉她，万科的一个股东刘元生1988年投资了400万，现在市值大约有20亿人民币，而她的这笔投资现在至少有几十万，如果每次配股不放弃，包括股改给的权证，应该至少有上百万人民币。她感到非常惊讶，觉得有点不可思议。

她告诉我，回去她找找原始凭证，2007年7月2日她要去一趟佛山。我特意请她打一份对账单出来，时间越久越好。2007年7月3日晚和同事吃过饭给她打电话询问此事，她告诉我，她去了，原来开户的国投已经不存在，现在的名称变成了广发证券营业部，营业部已经几易其主，听里面的员工讲，已打印不出14年来的对账单了。现在的市值宝安1.4万左右，万科36万，工作人员讲如果每次配股与股改的权证都要的话，大概是72倍的回报，接近150万。

我的这位聪慧无比的同学，昨晚谦逊地告诉我，她的一生总是这样，也许是傻人有傻福，不过通过这件事，她好像对金融有些开窍了，她准备多拿些钱用来长期投资像万科这样的好股票。我开玩笑：那就买

司机给基金经理上投资课

在云南昆明参加中信证券组织的企业调研活动，一行30余人，多数是基金经理或研究员。

从云南铜业调研出来，到云南白药时间还早，中信证券的组织者建议沿着昆明最好的地方游车河。大巴行驶到翠湖边的“云南陆军讲武堂”前停车休息。

大巴车司机问：“你们是干什么？为什么到公司参观？”一位研究员回答：“我们是研究股票的。”司机接话：“股票！上午股票大跌200多点，是买入的好机会。这个时候有多少钱都敢买，抵押房子都可以……我看，到奥运会之前不会有什么问题……我买了一个ST股票，1块多买涨到8块多，还有一只没有ST之前就是不涨，带上ST马上来了三个涨停板。”

“那你拿住了吗？”我问。司机回答说：“如果我拿住了，我早回家开宝马泡浴池，谁还开什么大巴！”“你炒股票几年了？”一位原来君安同事，现在某基金任基金经理的朋友问。司机回答：“我炒股票十年了，但一直亏，差不多亏了一套房子（估计是按昆明标准），这波牛市回来了半套房，还差半套，估计今年能回来。”

司机的半套房能回来吗？我心里想。

2007年5月30日随笔

2018年的感悟

2018年3月14日上午，证监会通报了三起近期查处的资本市场违法违规案件。其中，厦门北八道集团被证监会开出史上最大罚单——罚没款项共计约56.7亿元，打破了2017年鲜言的34.7亿元罚单纪录。从公告披露的信息看，厦门北八道集团利用300多个股票账户、100多台电脑、10多位操盘手同时交易，大量使用配资，采用频繁对倒成交、盘中拉抬

股价、快速封涨停等异常交易手法炒作多只次新股，赚了9.45亿。这从另一个侧面也说明A股投资人有多么不成熟，像大巴司机这样的股民何其多。江山易改、秉性难移，A股的投机文化改起来真是非常困难！近些年证监会做了很多工作，希望扭转投机之风。依据相关法律法规，开出罚单肯定有用，但要想在长时间的范围内产生效果，必须上升到刑法，类似案件应该像美国一样立法，判重刑，才能从根本上起到抑制作用。

估值的艰难与挑战

职业投资者只要思考投资，每天萦绕脑海的可用两个字来概括——估值。

2008年2月15日晚，与几位朋友吃饭。在座非常喜欢估值万科并将全部投资额的90%买入万科的朋友朱湘，说他只能对两个企业估值，一个是万科，一个是茅台。我认同他的“企业整体价值的评估不应是某几项资产简单地叠加，而是建立在对企业真正了解基础之上的，一种对企业资产综合体的整体性、动态的价值评估”的说法。

但即便如此，这一过程也充满挑战。从长期看，股票市场的价格是由上市公司内在价值所决定，但“价值”与“内在价值”本身也是充满了主观估计色彩的概念。18世纪法国重农学派的代表人物杜尔阁说，商品具有客观价值和主观价值，前者由市场决定，后者则取决于让渡自己物品的人对物品的主观估计。英国著名经济学家马歇尔也说，“价值”这个词是相对的，表示在某一地点和时间两样东西之间的关系。

理论上内在价值的定义很简单，巴菲特在《写给股东的信》中说：企业价值等于某家企业在其剩余的企业寿命中所能产生的现金，经过折价后的现价。如果投资真是如此简洁，我想会计师与精算师应该是这个世界上最富有的一群人。但事实不是如此，而且巴菲特先生也从来没有在如何评估企业价值方面给出我们任何一个独创的数学公式。巴菲特在一次和投资人的见面会上，侃侃而谈内在价值，其身边与他合作近四十年的伙伴芒格，忍不住插了一句：“我和巴菲特合作的这几十年来，从来没有看到过巴菲特用他所说的现金流折算过他说的任何一个公司的内在价值。”被当众揭穿的巴菲特顺势幽了一默，他说：“你知道内在价值的

计算和评估是多么的重要啊，我是不可能白天当着外人计算任何一个公司的内在价值的，如此重要的工作，我都是安排在夜深人静的晚上，一个人悄悄地计算公司的内在价值。”那世上真有这样一个人靠评估企业价值成为世界级富豪的秘笈吗？

国际上评估企业价值的基本方法是以现金流量折现法（DCF）为核心的基础价值估值法，其基本原理是如同巴菲特先生所述的，一家企业的价值等于该企业预期在未来所产生的全部现金流量的现值总和。还有一种相对估值法，认为企业无所谓内在价值，只有相对价值才有实际意义。我们在企业估值的实践中常常根据企业估值方法的计算特点，将企业估值方法分为五类：（1）资产负债表估价法，包括账面价值法、调整账面价值法、清算价值法、重置价值法和市净率法；（2）损益表估值法，包括多因素分析法、市盈率分析法；（3）综合估值法（商誉估值法），包括经典商誉法、欧盟方法、会计专家方法；（4）现金流量折现法，包括自由现金流折现法、股权现金流折现法、红利折现法等；（5）价值创造法，包括EVA（经济增加值模型）、经济利润法、现金价值增加法。在证券投资实践中我们熟悉的PE估值法、PB估值法、PEG估值法、EV/EBITDA（企业价值倍数）估值法都属于主要采用乘数方法的相对估值法。现金流量折现方法、期权定价方法等则属于主要采用折现方法的绝对估值法。各企业情况不同，复杂程度不一，针对不同的估值方法的特点，在运用上一定有其不同的效应和结果。

以估值万科为例，我也认同几乎将全部身家重押万科朋友的说法，不赞成用PE估值法，朱湘认为应该用账面价值法、调整账面价值法结合现金流量折现方法来估值。不过，在较为成熟的香港市场上，对地产公司的估值传统上采用RNAV（重估净资产）的方法，我们的研究机构一般也采用此法，即根据开发项目和持有物业的现金流状况，进行现金流贴现或者租金资本化，再根据公司已有的净资产与负债数据进行调整。开发进度、实际建造成本和相关费用、销售进度、楼盘售价、市场利率水平等，都会影响RNAV的数值。而且RNAV是个静态概念，计算的是公司现有项目和资产的价值，并没有充分考虑地产市场的前景，以及公司运用回收现金流进行再投资的回报，所以一定程度上会低估开发能力很强的地产公司的价值，相应地要对RNAV数值进行溢价调整，不同公司的管理能力和可持续发展能力不同，溢价的比例也有所不同。

朱湘认为，第一步是定期将万科的每一块土地与各项资产的价值相

加，计算基于资产的企业价值。但这里值得我们重视的一个概念是沉没成本，我们应该知道，账面价值所反映的是历史成本，多属于沉没成本，在财务管理上，它与投资决策无关。仅靠此做股票买卖的决定是一种机械的运用。

第二步，用企业价值模型（DCF_M）计算万科基于现金流量的企业价值。企业的未来现金流量以及把未来现金流量折算成现值的折现率，是决定企业价值的两个非常重要的参数。他非常强调重视折现率。折现率是一个反映风险程度的指标，企业风险通过影响折现率，影响着企业价值的大小，风险越大，投资者的预期收益率就越大，企业的资本成本也就越大。他说他集中思考的一点就在折现率的多少。

第三步，强调只有站在系统的角度，才能够看清楚万科的价值所在。企业价值还存在于与其他企业互补互换的关系之中，万科的每一次并购重组都是这种系统论哲学价值原理的体现。与许多投资者相比，朱湘无疑是下了很大功夫在研究企业上，我们的工作与他类似，东方港湾的周明波等同事，主要的工作就是做这种细化的研究。但就万科而言，基于选择权，即万科期权如何影响企业的价值，我们也在认真思考。

聊天的过程中，朱湘曾说，他的工作就是通过适当的分析方法和技术，对公司价值进行估值，以求无限地逼近它最真实的价格。我想这也是所有职业投资人所共同追求的事业。但我内心也有一种疑惑，理论上说企业价值等于企业未来现金流量的折现值，如果属于自然物理意义上的，这种确定性容易把握，但企业生长在政治、经济、社会环境的变化中，单就经济环境而言，竞争对手的行为、管理决策的行为、运营效率的高低都会随机影响企业的“未来”。折现率也会随各种风险状态和经济环境处在不断的变化之中。“未来”和折现率的不确定性及不可预知性，某种意义上决定了企业价值本身的不确定性和不可预知性。我们可以通过强调安全边际（股价与企业内在价值的差距，巴菲特强调至少要有25%的安全边际），来规避其缺乏的确定性，较大的安全边际空间能帮助我们应对岁月的变迁，但安全边际也必须要经得起时间的磨损。

谈到这点我给朱湘出了一个考题。我说我们现在不估值万科，就估70年代罗杰斯先生花费10.7万美元买进，1600万美元卖出的那座房子。房子是静态的，属于自然物理意义上确定性高的事物。请你用所有能找到的估值方法，在给出它足够的安全边际的情况下，站在70年代的角度来估值这座房子30年后的价格，还有就是你自己现在住的房子，也请估

出它30年后最真实的价格，我希望你能无限地逼近。

我不是倡导企业估值的不可知论，但我们确定一座物理意义上的静态房子的真实价格都如此困难，更不用说“确定”影响因素繁杂、随机变化中的企业的价值，这实际上更是估价者的一种主观认定和评价，是一种预测和期望。企业估值是一个非常深邃思考计算的过程，对任何人来说，它都是一种挑战，需要付出艰苦的努力。要达到极致非常艰难！

2008年2月19日随笔

投资的难题

2008年6月21日听一个朋友说：“他太太在刘元生手下工作。刘先生坚持持有万科，他非常信任王石，相信王石先生的持久‘竞争力’。”

2008年6月24日的此刻，似乎已经没有人再愿意提起刘元生先生，而刘先生本轮在万科上的财富也从高峰期的约33.65亿，下跌至13.13亿。当然，他并没有在王石变“王10”的过程中，有任何抱怨，而是一如既往地像他当初用400万元支持王石一样，坚定地站在王石一边。厚道有眼光的人，自然会受到上天的眷顾与厚爱。

当然，刘先生在万科上的投资用的是个人的钱，他只要说服自己就可以坚持，但假如是“刘元生资产管理公司”（虚拟名）持股，而且能够随时买卖，这个公司应该怎样操作？“刘元生资产管理公司”的决策者，（忽略掉无数次中小型的市场波动）当然希望能做到（之前黑市交易的两次大的波动不算）在1993年1月将万科在36.70元时卖掉，等到1996年6月的3.19元时再买入，到2001年4月的15.83元时卖出，2005年7月3.12元时再买入，2007年11月40.78元时卖出，2008年6月24日9元再买入。这是一个最理想的皆大欢喜的资产管理公司的运作模式，挑选一个最具竞争力的公司，在上面进行“价值+价值投机”。我1992年开始从业，到今天已经16年，从来没有听说任何一个机构“价值+价值投机”做得比刘元生先生更出色。如果有，当然希望有人能告诉我。

2008年6月23日，我们在做一个香港上市的运动品牌公司的DCF估值，在贴现率与分红率确定的情况下，根据情景法，将奥运会后其增长由正10%变成负10%，结果相差甚远。这可能也是许多大行报告估值多

变的原因。2007年许多人非常羡慕那些做风投和市盈率私募的投资者，2007年有些未上市企业的叫价已达10~15倍市盈率。今天那些“久经考验”的许多蓝筹股能以约10倍的动态市盈率在交易，也是基于很多投资者估值的背景板变换了，让他们产生了最坏的情景想象。根据这些多变的因素做决策的投资，是一种不错的选择，但那些被关“紧闭”，“做牢”做了很多年，无法根据情景想象，让自己的恐惧和贪婪实现的大小非们，在有20%、30%折价的情况下，再次惊人地以它们用时间换来的低成本（如果当时能即刻买卖，我相信，很少有人和机构能坚持到今天），让今天的市场参与者惊悚和“愤怒”。

基于背景板不断变幻的投资——价值+价值投机，基于企业长期竞争力的投资，两种投资方式，谁优谁劣？这是一个投资难题。为什么长期投资难于坚守？基业长青很难——发现挑战智慧，时间越长，不确定性越高。波段操作诱惑巨大。“投资心理倒错”扼杀长期投资——前景理论：亏损的痛苦=2.5倍赢利的快乐，盈利减少的痛苦=1.5倍持续赢利的快乐。估值的艰难——模糊的正确与精确的错误，同行业比较充满挑战，跨行业比较，对判断力更具挑战性。市场跌宕起伏，世界动荡不安，守股比守寡还难！

虽然面临这么多挑战，但彪炳投资史的还多是长期投资的胜利者。细心的朋友可能会注意到我的名片上有一句话：与伟大企业共成长。为什么我们在二级市场上，要借鉴主要是做风投和私募的这种说法，是因为我们更信任基于企业长期竞争力的投资。

2008年6月24日

价值、安全边际与长期投资

格雷厄姆在《聪明的投资者》中提到，对谨慎投资的归纳浓缩到一个词就是“margin of safety”（安全边际），即证券价格相对证券价值的折让。证券包括了债权和股权，我们这里仅讨论股权。

不论证券本身是否盯市计价（mark to market），价格都是相对容易获得的。

价值是什么？

对于无法永续经营的企业，就是清算价值，对应收账款和存货、PP&E（机器设备厂房）等根据实情进行打折，忽略无形资产特别是商誉，当然也会考虑与债权人对债务的协调结果，来得出股东从变现资产的过程中，可以回收什么。

能够永续经营的企业（永续更多时候只是假定的理想状况），其价值就是存续期中能够给予股东的现金流，按照合理贴现率贴现加总的现值。

①我们假定一个模型企业，权益资本为1000万，无负债，ROE为15%，折旧与维持企业的资本开支一致，盈余就是可分派现金流，并且完全以股息方式回馈给股东。社会要求的股权资本成本是10%，这样的企业，其价值是多少？

$$V = \frac{1000 \times 15\%}{10\%} = 1500 \text{ 万}$$

如果社会对股权资本的要求回报率长期而言保持在10%，那么市值可能就始终维持在1500万。

股东付出的价格是1500万，得到的价值是每年150万的股息，对应派息率10%。

②我们对上述的模型企业稍作调整，假定现金流中的 $\frac{1}{2}$ 用于股息分派， $\frac{1}{2}$ 用于再投资，那么企业的价值又该是多少？

根据戈登增长模型：

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_1 \times (1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_1 \times (1+g)^{n-1}}{(1+r)^n} = \frac{D_1}{r-g} = \frac{1000 \times 15\% \times (1 - \frac{1}{2})}{10\% - \frac{1}{2} \times 15\%} = 3000 \text{ 万}$$

将盈余现金流用于再投资，会大幅提升企业的价值（当然前提是ROE超过权益资本成本 r ）。

股东付出的价格是3000万，得到的价值是75万的股息（派息率

2.5%) 和股价的提升：

$$V_1 = \frac{D_2}{r - g} = \frac{75 \times (1 + 7.5\%)}{10\% - 7.5\%} = 3225 \text{ 万 (资本增值 7.5\%)}$$

价值就是加总股息与资本利得的10%复利回报。

长期持股对于模型企业①而言，绩效会远远低于模型企业②，因为①是单利模式，而且投资人一般而言都不能善用分派的股息，找到高于社会资金成本的投资机会；②在股价的资本增值方面是个复利模式，这是由企业运用盈余的方式和效果决定的。如果一个企业所处的行业提供的发展机会，合并企业管理层的能力，能够创造一个长达20~30年的“复利机器”，那么长期持股的投资人就可以获得惊人的回报。

菲利普·费罗在《普通股与不普通的利润》中着重讲的是如何寻找模型②（他将之定义为“成长股”），并且归纳了这种类型的企业需要符合的15个要点，要投资人进行对照，包括：

要点1：这家公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能大幅成长？

要点5与6：这家公司的利润率高不高？这家公司做了什么事，以维持或改善利润率？

以刘元生在万科的投资利润，就是长期持有模型企业②，获得优厚回报在现实世界的一例。万科自20世纪90年代初上市以来，历年的平均摊薄净资产收益率为13.68%，高于一般的权益资本要求回报率，这既有地产行业的钱比较好赚的属性，也有万科管理层保持合理投资回报率的诚信和能力。历年的盈余中平均有26%用于派息，74%用于再投资，这既有地产在中国城市化进程中有发展空间的因素，也有万科管理层异地扩张的雄心。尤其不能忽略的是万科经常性地以高融资补贴老股东的模式，新股东投入的资本金大幅增厚了刘元生占有的净资产，使得刘元生获得了相对其他后续投资万科的股东同期同比更快的利润增速。

安全边际

对证券的价值达致合理认识后，安全边际的存在，就是以折扣的价

格购买的意义在哪里？

1. 计算证券价值的过程中，会对诸多因素进行假设，比如获利能力和再投资机会，涉及行业和公司能力的复杂评估，出错的机会很大，安全边际的存在，使得如果实际情况比假设差，真实价值低于当初的评估价值，投资者仍不至于遭受重大损失。

2. 如果假设的情况兑现甚至实际情况较佳，那么投资者可以获得远高于社会平均的权益资本成本的回报率。一个面值100的存续期30年的6%复利零息债券的价格，理论上应该是17.41元，但是如果以理论价格（实际工作中要考虑当时的市场利率期限结构）的5折，即8.71元买到，那么付出8.71元的价格，得到的价值是30年复合8.48%的回报，远远超过了6%。

安全边际的反面？——对长期持有投资策略的探讨

理论上，无论是上述的模型企业①或者②，如果能在价值与安全边际上给出企业“精确”的判断，最好的做法当然应该是在企业价值低估时买进，高估时卖出，以此循环往复，但问题是定量这种东西往往是以大量的定性假设作为基础。企业是“活”着的东西，时刻处在“人和环境”变化的过程中，要想精确地计算其每天都在发生变化的价值是非常困难的。巴菲特在2002年伯克希尔的年报里说：“我和我公司的CEO查理，不仅不知道我们企业明年赚多少钱，我们甚至不知道我们公司下一个季度赚多少钱。我们对那些能准确预测自己企业赚多少钱的CEO保持怀疑，如果他们经常能达到他们预测的利润目标，我们就要保持高度警惕，并开始减持他们公司的股票。”格雷厄姆追求“价值远超过价格的安全保障”，这种证券分析方法永远不会过时，但它对巴菲特投资理念的更大帮助，可能在于格雷厄姆提供的是投资的智力理论和应具备的精神状态，而不仅仅是分析方法。

常识告诉我们，投资的基准和确定的过去无关，只和不确定的未来相关。投资的不确定性是商业活动固有的本色，建立在大量信息收集和严密逻辑推理基础上的分析和判断的过程，无论如何严谨，依然是预测而非事实，这可能也是投资某种意义上部分是“艺术”的根源所在。也许我们只能粗略而非精密地估算企业的价值。投资更多需要从动态的角度判断企业运用有形和无形资产创造未来现金流的能力，“有钱难买早知道”，与时俱进的动态评价过程的难度要高很多。

一个卓越的组织，在资源分配方面表现出色，从而持续提升企业价值，极可能超越投资人的初始和跟踪过程中的判断，我们追寻的可以长期投资的公司类型便在此处——最好是在有足够安全边际的条件下买入，但在持有的过程中，在某一时点上，安全边际或在一定程度上消失了，但上升的价格对应着持续上升的公司价值，如此，通过持续跟踪，业务经营卓越的公司就可能被长期持有而没有被抛售，比如伯克希尔、沃尔玛、飞利浦莫里斯、富国银行、西南航空、汇丰、长江实业等公司的长线投资人，中间一定碰到过安全边际消失的局面，甚至遭遇过复杂的政经环境对判断产生极大的干扰。当然，遇到上述情况，出于审慎原则可以即刻卖出，但也可以从更长远的角度探索企业的价值与该企业市场价格之间的差异，从而选择坚持。要做出一种正确的判断，选择坚持或放弃都不是一件容易的事。

长期投资的成功，除了格雷厄姆强调的安全边际、财务分析和费雪的优秀企业外，商业思维和对一项投资事业未来的“天赋”预期以及冥冥之中的运气，都是成功投资的基础。

2009年9月2日

（部分内容由周明波先生协助完成）

忧虑、希望和梦想

读书的时候，常和同学一起讨论中国的未来和希望……

1991年，和许多怀抱希望和梦想的青年一样只身南下广东，1992年到了中国改革和开放的先锋城市——深圳。

几乎是到了深圳，就开始从事投资事业，而某种意义上一个投资者的未来，其根本取决于一个国家的未来，因此，我对中国未来的思考从来没有间断。

早期的投资虽然基于技术分析，但在敢不敢长期持有股票这一点上，其实交织着一种深深的矛盾。当年，生活在深圳我看到的是日新月异的变化，但回内地看到工厂倒闭、职工下岗，问题与矛盾重重，又心生忧患与疑虑。但中国就是在这种彷徨和坚定中一路走来，并迎来了改革开放的第30年。彷徨的人，来来去去；而坚定的人，有了真正的未

来。

2007年12月，在我尊敬的许小年教授上“宏观经济学及政策分析”课的时候，我很用心地听了许教授关于宏观经济的逻辑推理过程，特别关注了长期分析中的新古典增长模型，中国经济增长的可持续性、新增长理论，以及制度与长期经济增长的部分。

对新古典增长模型，我非常认同他对索罗模型的深层见解：不可能仅依靠增加储蓄和投资来维持增长；资本收益递减法则将发挥作用；当资本收益率降至零，增长就停止了；实现持续增长的关键是技术进步。中国目前的困难在于固定资产投资占GDP的比例已突破40%，并呈现继续上升的势头，中国经济增长的可持续性面临重大的挑战，需要转换经济增长模式。

他谈到新增长理论：一是与新古典增长模型的区别。（1）技术进步不再是外生变量；（2）投资于技术而不是产能扩张；（3）技术进步突破要素边际收益递减的制约；（4）生产函数线上移而不是提高储蓄率。二是技术进步的含义。（1）劳动力效率的提高，教育和培训；（2）资本效率的提高，新技术和生产方式，研发和管理；（3）资源的更有效配置，市场经济制度。三是促进技术进步的政策。（1）财政：消减预算赤字，增加教育和基础研究投入；（2）制度改革和制度建设。

在这部分，他认为“西方的兴起”，是界定和保护产权的结果。英国“光荣革命”确立的议会制政体，国王剥夺臣民的权力被削弱并受到限制，纳税者控制议会，产权保护得到信赖，产权制度得以确立。产权保护推动了私人投资的发展，为金融革命奠定了基础，刺激了储蓄和投资。尤其是知识产权保护：（1）没有知识产权的保护，企业家就无法得到研发投资的全部收益；（2）1624年垄断法包含了专利法，英国为世界上第一个形成完整专利制度的国家；（3）1698年塞弗伊申请了蒸汽驱动的抽水机专利，用于矿山排水；（4）在专利的保护下，瓦特对蒸汽技术做了一系列改进，1775年瓦特成功地将其专利延期25年，并于同年开始蒸汽机的商业化批量生产；（5）到1830年左右，英国基本完成了工业的蒸汽化，一跃成为世界头号经济和军事强国。

许教授提醒我们思考，持续增长的关键是技术。技术提高了投入要素的效率，但为何一些国家有更先进的技术，而另一些国家的技术却相

对落后？

制度决定技术。“四大发明”在中国的遭遇：火药，我们放炮仗，洋人造枪炮；罗盘，我们看风水，洋人用于远航；纸张与活字印刷术，二千年间刊印四书五经，禁锢思想，在西欧成为大学和文艺复兴的技术支持。

在制度与长期经济增长部分，许教授引入了威廉姆森的4个制度层级：一是非正式制度，风俗、传统、宗教、文化，其变化频率为100~1000年；二是正式制度（博弈规则），正式规则，宪法、法律、产权；政体、法律、司法、政府，其变化频率为10~100年；三是治理（博弈执行），公司治理、政府治理、交易治理，其变化频率为1~10年；四是短期的社会资源分配制度。较高的层级对以下的层级施加限制。

然后，许教授引用了韦伯关于非正式制度对经济影响的观点：一是近代资本主义发展的地理路径。荷兰、英国、瑞士、法国、德国、美国，均信新教。二是《新教伦理与资本主义精神》中所论述的。（1）信徒直接面对上帝，获得解救之路在自己手中；（2）职业为上帝指定，职业成功增加上帝的荣耀，因而增加自己获救的机会；（3）“贫穷是对上帝荣耀的贬损”，“以赚钱为天职”，“赚钱就是职业美德和能力的表现”；（4）追求财富不是目的，而是为了增加上帝的荣耀；（5）“以合理而系统的方式追逐利润”；（6）禁欲主义为资本积累创造了条件，同时准备了一批有节制的、尽职、勤奋、把劳动视为上帝所希望的生活目的的现代工人；（7）合理化的信徒生活需要法律规范。上帝将主权赋予国家和社会各阶层，两者关系的界定也需要法律。

为什么资本主义没有在中国出现？按韦伯《儒教与道教》的论述：（1）儒家对盈利的鄙视（“君子喻于义，小人喻于利”，“存天理，灭人欲”）；（2）君子追求修、齐、治、平，赢利的手段为“奇技淫巧”；（3）不择手段地逐利，享受奢华生活，而不是理性化地为增加上帝荣耀而经营；（4）“政治资本主义”，而不是靠精细的计算和理性的经营增加财富。

还有就是社会结构、观念与资本积累的差异：（1）士农工商的社会等级，商人赚钱后买地、建房、捐官，提高社会地位；（2）均平思想，诸子平分遗产，日本为长子继承制。

听完许教授的课，我最后举手提问：“许教授，从你的经济可持续性增长——技术进步——治理（博弈执行）——正式制度——非正式制度的理论和推理看，中国有没有光明的未来？”许教授回答说：“从他的推理和分析看，中国的未来很艰难。”

回顾过去中国几千年的历史，确实我们的未来之路可能艰难曲折，但一个民族经历了那么多的磨难，好运也该光临了。

生前身后都遭到诟病的李鸿章曾有“三千年未有之变局”来形容列强凌夷、国运多舛、清末时期的中国。今天的中国，情形已大不一样，中国的未来——何去何从？曾以《万历十五年》等著作名世的历史学家黄仁宇先生生前对中国历史与现状颇多个人见解，比如他认为中国今后不会乱。他指出：历史不会平白地重演，尤其以中国过去几十年牺牲之大，破坏之深，才能达到今日之局面。如果小不如意，即认为现局不能算数，须要一切重来，那不符合他所说的“历史上长期的合理性”……四分五裂，不是历史基点所指的方向，长期的合理性是需要统一。统一的方式有很多，如联邦制、邦联制、自治等，都可以讨论。任何一个国家现代化，都可能在新体制上产生问题，荷兰在16世纪的例子可供参考……他曾向大陆的朋友说过，在合适的阶段，以放宽视野的历史取代了时的意识形态，也就是接受历史的仲裁，传统经典里的社会价值与现代经济生活必会引导出来一套新的伦理观念。这都不是动乱可以解决的问题，动乱只会距这些目标更远……

我相信历史学家黄仁宇先生的判断，当一个民族经历了巨大的牺牲，在我们的父母辈还残存着战争、动荡年代悲惨的深刻记忆时，重回老路绝不是选择的方向，中国总的倾向应该是和平、温和、向上地发展。历史从来不是某一两个人在某个时间确定的，历史是所有人在不间断的时间长河中利益对撞平衡后的凝固状态，于是，过去的形态往往会表现出未来一种不可逆转的趋势，过去30年中国总体上呈现一种稳健向上的局面，虽然有挑战，但是一如既往发展下去的概率还是非常之大，这是所有人利益最大化的保证，也符合绝大多数人的利益诉求。那些对中国发展持怀疑论、犹豫的悲观者，也许会错失整个时代。

中国的国运，给了邓小平改革中国命运的机会。今天的中国面临着非常好的历史机遇，中国人民有机会一起推动中华文明的发展，迎接中华文明的伟大复兴。每一个热爱自己国家和民族的人，都充满了梦想和希望。

祝福我们的祖国和民族吧，希望它强盛、伟大！无论路途多么艰难、漫长，这应该是全球华人共同的心愿！也是投资人共同的福祉所在！

高估、坚持与商业模式的选择随想

4年前，茅台30元的时候，假如涨到40元，一般人会认为它被高估了。今天涨到五万至八万人民币一平方米的深圳顶级高层豪宅，4年前卖的时候，七八千一平方米，如果它当时叫价一万一平方米，一般人也会认为它不值这个价钱。但一个标的物到底值多少钱，包括我们正在估值的东西，只有未来的岁月才能证明。

但未来是什么？长期看，我们每个人都会死去，甚至包括人类。月亮会在约10亿年后脱离地球，北极冰雪之地会成为沙漠，如果那时还有人类，也会消亡！在可见的未来，人类还能繁衍，据科学家分析，地球上生物的繁盛与衰落遵从长度大约为6200万年相对固定的周期，平均每3000万年，地球物种就会遭遇大规模毁灭。3000万年，足够我们持续千秋万代，但问题是，我们往往低估了自然法则在万物中的重要性，而高估了自己或生活着的当代人的重要性。我们对企业的估值，是从一代人、10代人、100代人的角度，还是只是1年、3年、5年？

在伯克希尔股东大会上，一位来自慕尼黑的投资者在第二提问区问巴菲特先生：你能不能点醒一下我们，投资时是怎么决定内在价值的？你是用什么样的数量方法？巴菲特幽默地回答：我明白你的问题，但要装不明白，由查理来回答。芒格回答：尝试决定内在价值、安全边际等，没有一个简单的办法。你需要一个多重的方法。我觉得你成为一个出色的投资者不会比你成为一个鸟类学家来得快。在我理解，此类问题根本没有答案，从一年到一代人甚至更久远的岁月，思考的哲学体系完全不一样……每个人的答案完全取决于自身的天赋与思想的极限……

2007年9月6日晚上，一位朋友问我：什么样的投资是最好的投资？我回答说：坚持就是最好的投资！以房地产住宅投资为例，如果有能力，你只需要凭常识，买入一个国家中最核心城市的房子，然后挑选城市中靠海、靠江、靠湖、靠山、靠公园等风景极致地区的房子，不要担心经济危机或经济萧条，多考虑几代人的事，坚持就是福祉。

就股票投资，以专注长期股权投资方式持有伟大的企业，回馈更惊人。如果一个家族，从1896年道琼斯指数第一次发布时，每年用定投法选择性买入构成指数的股票，无论是经历战争还是处于经济萧条期，历经111年，绝对可以让这个坚持信仰的家族富可敌国。但如果这个家族真的想这样坚持，要经历什么样的心灵折磨呢？在1914年第一次世界大战来临、股票市场关闭前，他们要做出决定，是回避可能改变人类历史命运的重大战争，还是要继续买进；1929—1933年当股票跌了89%时，这个家族也要面临同样的选择——在有史以来最残酷的经济危机面前，是要保留家族仅存的果实还是要持续买进？在珍珠港受袭、美国要参与前途未卜的第二次世界大战时，还要面临痛苦的抉择。

人类的历史有必然也有偶然，如果德国早于美国拥有原子弹，也许人类历史就将改写。看看人类经历的重大历史事件，每隔十几年就要发生的历史性事件会不断冲击考验这个家族的信念。一个人的投资在有限的生命中，也许可以赶上风调雨顺的好时光，但如果让一笔财富永续地穿越各个时代，有些事情就无法避免，危机本身其实是投资的一部分，对于做投资的人而言，这是伴随一生的事情，唯一的路——你只能迎难而上，不退缩回避，勇于经受苦难与艰辛的岁月……

为什么要在苦难与繁荣的岁月中坚持？因为这是利益最大化的保证！上帝没有赐给人类在所有的时间知道所有事情的能力，但上帝赐给了我们短视与远见、软弱与坚强，赐给了我们所有好的与坏的天性。我们努力锤炼自己，就是想让自己的美德更多地融入我们的生活与事业之中。

我们学习到的知识告诉我们，长期持有卓越的企业会有多么美好的未来。我们尝试着让我们的伙伴，和我们一样有信心、有理想，相信未来。我们的商业模式，需要有客户坚定的支持，否则，即使是最佳投资策略，也无法创造出骄人的业绩。巴菲特于1969年解散了他的合伙公司，因为他厌倦了作为合伙公司的投资者带给他的压力，他选择自己收购企业，自由决定投资方向与投资策略。

1969年巴菲特向他的投资合伙人推荐了平均持股周期在10年以上的红杉长叶伙伴基金，那些转投红杉长叶基金的投资者，有些选择了离开，而那些在艰苦环境下仍然认同这种非主流的长期股权投资的投资者，最后获得了丰硕的回报。有许多朋友讲，资产管理是不能选择长期投资的，无论是公募基金还是私募基金的委托者，眼光未必那么遥远。

罗斯福总统曾说过：“最佳总裁是这样一个人，他精心选用一些优秀人才做他想要完成的工作，并约束自己，避免干预他们的工作。”

我们多么希望，东方港湾的伙伴都是罗斯福总统所说的“最佳总裁”，因为我们深信这是财富管理的长远利益之所在。

2007年9月7日随笔

难以复制的沃伦·巴菲特

“经历过无数次的沉浮，我们最终取得了成功。”沃伦·巴菲特有资格用古罗马诗人沃格尔的著名诗句回顾过去。但后人如果以巴菲特为榜样，想取得成功并非易事。

1956年，沃伦·巴菲特在丛林大街，用100美元租了一间房子，开始经营合伙公司，其管理的资产是10.5万美元。作为投资经理，巴菲特不告诉合伙人他买卖什么股票，怎样经营公司，他每年收取盈利的25%作为个人所得。那个时候，巴菲特经常到城里游说别人，主要是医生，加入他的合伙公司，当然，我们可以想象他可能曾经遭受的质疑与“白眼”。这个阶段的巴菲特是容易复制的，无论是他的商业模式还是投资方式，中国目前很多以股票投资为主营业务的投资公司都在重复走这条道路。

1965年，巴菲特收购濒临破产的价格极其低廉的伯克希尔纺织公司。收购伯克希尔纺织公司是巴菲特走向成功的起点，也是他第一次失败的经历，他最后不得不将纺织公司业务廉价卖给别人。《华尔街日报》曾评价，“这是少数几个让巴菲特赔钱的业务之一”。国内有些朋友，有的已收购有上市公司，其中有人告诉我他就是想从收购上市公司开始复制巴菲特的神奇……不过，巴菲特先生承认了自己收购伯克希尔纺织公司的错误。当年年报中记载着这么一段话：“我知道这是一桩很难做的生意……当时的我或者是傲慢自大，或者是天真无知。现在，我吸取了很多的教训。”

吸取很多教训，从“傲慢自大”变得谦逊的37岁的巴菲特先生，由此开始了一段人们可能永远无法复制的真正传奇的投资经历。1967年3月，伯克希尔出资860万美元购买了奥马哈的两家头牌保险公司——国

民赔偿公司和火灾及海运保险公司的全部流通股，合计拥有2470万美元的债券和720万美元的股票组合。至此，伯克希尔公司抛弃了纺织主业，开始了保险帝国的打造。1968年，国民赔偿公司保费浮存金收入2000万美元（浮存金是一项保险公司持有但不属于保险公司的资金。在保险公司的运营中，浮存金的产生原因在于保险公司在真正支付损失理赔之前，一般会先向保户收取保费，这期间保险公司会将资金用在其他投资上。通常保险业者收取的保费并不足以因应最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本），税后利润达到220万美元。巴菲特利用保险公司稳定的现金流进行证券投资组合操作。1969年底，巴菲特清算并解散了拥有100名股东的巴菲特合伙人公司，其合伙人的应得资产以伯克希尔股份的形式支付。

整个70年代，巴菲特一共购买了3家保险公司，并另外组建了5家保险公司。1976年下半年，伯克希尔买进了大量的GEICO股份，到1980年底，巴菲特总共投入4570万美元取得该公司33.3%的股权。由于GEICO不断回购公司的股份，15年后，伯克希尔在GEICO的持股比例逐渐增加到50%左右。

自伯克希尔1967年全力投资保险业以来，伯克希尔的浮存金每年以20%多的复合成长率增加。1968年底浮存金2000万美元，2006年底时，浮存金达到509亿美元，这些浮存金大部分时间的成本为零，甚至是负的，2002年伯克希尔的浮存金成本只有1%。如此低的资金成本成就了巴菲特的投资梦想，当然，他的伟大成就并非靠“垄断”的保险业得来，他还需要凭智慧、经验、直觉和勇气在正确的方向上运用财富，购买并长期持有美国运通、可口可乐、迪士尼、吉列刀片、麦当劳及花旗银行等许多伟大公司的股票，让巴菲特一手创建的伯克希尔-哈撒韦公司经过40年的风雨后屹立至今。

环绕在沃伦·巴菲特身上的财富传奇，让无数人敬仰。我们可以学习他的正直、谦逊、远见、洞察力、阅读和思考、坚毅的性格与面对压力下的沉着，但我们可能永远无法复制他，特别是其1967年以后运用的商业模式。

2007年9月22日随笔

基金管理人的华发

2008年1月10日晚上，与中欧几个同学小聚。其中一位同学问：“你头发怎么白了这么多？”“白发三千丈，缘愁似个长”，我开玩笑说就像李白《秋浦歌》形容的，是“缘愁”。

市场跌荡起伏，基金管理人承受压力是必然。深圳“早生华发”，见面孩子有可能喊他“爷爷”的基金管理人，就有同威资产管理公司的韩涛先生、万利富达资产管理公司的胡伟涛先生。他们的“满头华发”和我一样，也许就来自“缘愁”的股票市场。

2005年在河北去调研王朝葡萄酒厂的葡萄园的路上，看到农民鞭牛犁地，心生羡慕。对一个普通农民来说，他的生活如此简单，在大自然的广阔和远离尘世的山村中，他有可能静静地过一生。我虽然无法完全体会到农民最本质的生存压力，但对做投资的人来说，能做到巴菲特每天像跳着踢踏舞一样的心情去上班的毕竟少见。一睁眼，你就要思考所有影响企业与市场的因素，哪怕某个信息源自天边，甚至与所投资的企业毫无关联，你也需要抽丝剥茧。遇到忧虑的信息，焦虑便会涌上心头……

当然，还有来自客户的压力。2007年12月20日，我的同事发来一条短信：“昨天又被好几个客户追问，××甚至开始说再这样刻板地做下去就只能用脚投票了，××的客户也表达了类似意思。”我回复：“输掉一批客户不怕，但如果没有理念和信仰，我们会输掉整个事业。”

没有任何事业是容易的。投资在我看来不是个容易产生成就感的职业，你今天的成功可能会为未来的失败埋下隐患。你需要不断地挑战和考验自我，你需要把深邃的、影响人类生活方方面面的事情想清楚，并贯穿到自己的投资事业中。台上一分钟，台下十年功。在外人看来一帆风顺的事业，其实背后有着艰苦卓绝的努力。长远的目标、忍耐、坚持，简单的行为，背后的结构一定是复杂的。

为什么这个世界上只有极少数人有成就？读中欧国际工商学院时听过一个“30年理论”。从大学毕业开始的第一个10年，是以一技之长求生的阶段；第二个10年则靠人际关系的处理，靠团队，靠处理与他人关系来成就自己；第三个10年靠性格，真正的领导力，取决于抵御逆境的坚强性格。我相信只有来自内心的力量，才能在人生道路上行走得足够久远。

为什么理念和现实很难真正协调统一？为什么有些人在投资中想的和做的不一致？为什么会发生这种背离？我们每个人都有人性的弱点：贪婪、恐惧、懦弱、侥幸……但这个市场和世界很残酷，你有什么人性弱点，他就在哪里攻击你。某种意义上，早生的华发也许可以让我们更好地理解苏东坡《赤壁怀古》中“大江东去，浪淘尽，千古风流人物”的人生情怀，进而通过学习和思考让我们变得更睿智、更有远见，更有面临重大压力时做出痛苦抉择的能力和执行力。

2008年1月13日凌晨随笔

追求真理

多少年过去了，但一个人的名字永远留在了我的记忆里。那就是以写出《论无限、宇宙及世界》一书，信奉并传播哥白尼《天体运行论》，52岁时被视为“异端”和十恶不赦的敌人，被烧死在罗马百花广场上的乔尔丹诺·布鲁诺。

布鲁诺反对亚里士多德——托勒密的地心说。他提出了宇宙无限的思想，“认为宇宙是统一的、物质的、无限和永恒的。在太阳系以外还有无数的天体世界。人类所看到的只是无限宇宙中极为渺小的一部分，地球只不过是无限宇宙中一粒小小的尘埃”。不仅如此，他还提出了更为惊愕、“骇人听闻”的连那个时代被尊为“天空立法者”的天文学家开普勒也无法接受的思想：“千千万万颗恒星都是如同太阳那样巨大而炽热的星辰，这些星辰都以巨大的速度向四面八方疾驰不息。它们的周围也有许多像我们地球这样的行星，行星周围又有许多卫星。不仅在地球上生命，那些人们看不到的遥远行星上也可能存在生命……”

布鲁诺以其勇敢的一生，将束缚人们思想几千年之久的“球壳”搞得粉碎，但他也为坚持自己的信仰和思想自由而付出了生命的代价。我们是普通人，坚持自我认知真理的精神未必如布鲁诺那样坚韧，但好在我们不是身处中世纪，在我们认知真理的过程中，不会像那些先驱有可能成为殉道士。

在真理中追求生命的精神！庆幸自己选择了证券投资这个职业，对证券市场的认知也是一个追求自由思想、在生命中追求真理的过程。某

种意义上，这是一个可以通过怀疑和思考，通过逻辑与实证，通过激发自己内在智慧和思想，凭借一己之力或几个人的力量有所成就的事业。

这个领域里没有权威和束缚，它的成功建立在“不轻信的基础之上”。它取决于勤奋、努力、思考、清醒并真实客观地认识自己，这其中少不了磨难，但正如巴特菲尔德所言：“我们只是伟大历史过程中的一部分，我们自己不仅是开拓者，也是过客。”

2008年4月2日随笔

投资札记之四：给新股民的建议

发现伟大的企业，长期坚持投资，这种办法不仅仅成就了历史上那些最伟大的投资家，它应该也能够帮助那些愿意尝试改变的朋友。你只需要多阅读几本书，然后谦逊、耐心地学习，有一点天赋，也许就能成就自己的命运。

请善待自己的财富

要我给新股民一些建议，我首先想到的严肃的事情，就是请股民朋友，特别是刚刚进入股票市场的朋友——善待自己的财富！

多年的职业生涯告诉我，投资一定要用自己的余钱；不能透支，不能借钱；一定在满足医疗、孩子的教育、达到基本的生活保障的前提下，再来进行投资。2007年7月1日晚上与另几位朋友的交流中，有人告诉我，他的一个深圳检察院的朋友，把房子抵押了炒股票，这次一个大跌，压力非常大。

我希望股民朋友们，千万不要做这类有可能让自己面临困境的事。很多人生活虽然不富裕，但很快乐，创造更多的财富，并不一定是我们必需的，千万不要牺牲自己内心的宁静来换取刺激的有可能导致万劫不复的生活。

我们可以狂热地工作，但请一定采取正确的方法，就我理解的投资而言，如果我们有一笔不断积累的财富（哪怕很少的钱），我们只需要选择好的企业，投资真正好的企业。而且投资并不是一件非常困难的事，找到好企业，并不是少数人的专利。真正伟大的企业，一定是公众的，能让多数人参与、分享。我们只需要买入持有它，让企业为我们持续创造价值与财富。

投资是一项非常严肃的事情，我们要好好善待自己的财富，要少参与泡沫型资产的投机活动。

投资改变命运——致那些愿意尝试改变的朋友

2007年8月3日，看到汪丁丁先生发表在《财经》网络版的《这是怎样的再分配？》一文。丁丁先生对民众的人文关怀值得敬佩，他的核心观点是：“全面膨胀的资产价格和不断攀升的物价，最沉重地打击了都市里最贫困的群体。”

我相信税收的高增长（因企业盈利增长强劲，据说2007年深圳税收增长可能超过50%），将使政府有能力做力所能及的事。当然，如果我们就是弱势群体，可以怪罪社会环境造成我们贫穷，也可以因此被动、消极等待，但我们能否尝试着讨论一下——我们是否有机会通过投资改变自己的命运。

资产价格的全面膨胀是历史发展过程的客观规律，在美国也一样，1930年的一美元到2000年只剩七美分的购买力了。根据《经济学家》（*The Economist*）公布的数据，过去60年中，英国有4000%的通货膨胀，美国有1000%的通货膨胀。通货膨胀对财富的损害仅次于对财富的创造，这是经济学常识。所以把辛辛苦苦积累的财富变成银行储蓄的人，是被动地将自己绑在历史车轮前行的车痕中碾压，这注定不会有美好的结果。当然，我相信随着国家的强大，人们有基本的生活保障还是可以做到的。

但另一方面，即便我们没有能力参与固定资产的投资，是否可以通过股权投资在这场“全面、持久、深刻的购买力再分配运动中”主动改变我们的命运呢？

2006年10月，回开封见到了我们初中排球队的队友，其中不少是下岗工人，有几位命运可以用悲惨来形容，当年我们英姿勃勃、扣球犹有雷霆之势的主攻手，如今不仅下岗还病魔缠身，全家三口靠着低保维持生活。见面的时刻，心里酸酸的……当年我们当中最有希望成才，也是老师最喜欢的学生，仅仅为了早接班，早有一份工作做，就这样彻底改变了命运。

还有一位冯胜林同学，他父亲就是我们球队的教练和老师，至今还

记得初一刚入学时冯老师教我们“滚翻救球与鱼跃救球”的情景。那次见面后，他把家里的积蓄陆续拿出来让我帮他理财，2006年10月19日他在自己的股票账户中存入4999元人民币；2006年10月23日转入5000元；2006年12月5日转入10000元，他说：“我们全家就靠你了！”一句话让我百感交集……

从开封回来，和周明波说起这事，明波说这是你应该帮助的人，你能改变他们家庭的未来。一个人的能力有限，基于社会关系的无私帮助也是有限的。东方港湾曾想将传播价值投资视为公司核心理念，我们是这样想，也是这样做的。

发现伟大的企业，长期坚持投资，这种办法不仅仅成就了历史上那些最伟大的投资家，也帮助了我这位拿出19999元人民币的同学，它应该也能够帮助那些愿意尝试改变的朋友，它确实是一个好方法。你只需要多阅读几本书，然后谦逊、耐心地学习，有一点天赋，也许就能成就自己的命运。

2007年8月4日于深圳

2018年的感悟

同学账户这些年的获益情况。截止到2018年2月28日，浮动盈利： $458009.19 - 98999 = 359010.19$ 元。希望投资伟大企业的复利的威力，能至少改善同学的生活。

注：2006年10月19日接手时总资产为4999元人民币；

2006年10月23日转入5000元；

2006年12月5日转入10000元；

2010年3月5日转入5000元；

2010年4月27日转入20000元；

2015年9月01日转入20000元；

2017年2月13日转入30000元；

2018年1月5日转入4000元。

因此，转入总资产合计为：4999 + 5000 + 10000 + 5000 + 20000 + 30000 + 4000元 = 98999元人民币。

投资成功必备的七种性格

成功的投资人取得成功，必然有一些关键的要素。实际上，投资者彼此的知识结构相差不多，差别只在于个人的性格。每个人所经历的生活苦难和挫折，所受到的教育和教训都将构成自己丰富的阅历，这些阅历最终会凝结到性格上，成为个人的财富。比如格雷厄姆和巴菲特倡导的价值投资，理解很容易，关键在于你能不能接受，能不能坚持下去。

德波诺的“驼峰效应”认为：“在任何生物系统中，这是最重要、最困难、最危险的效应。生物系统的运动总是以希望获得的事物为目标的。但是，眼前想得到的东西从长远来看可能是有害的。而长远的利益可能要求预先付出代价，做出牺牲。”人们全神贯注地盯着眼前利益，可能会失去将来更大的长远利益。这可能就是问题的关键所在。

基于人性，有人会受到性格驱使放弃或者坚持自己的投资。比如我的一个朋友先买了贵州茅台，结果赚了一点点钱就跑掉了，理由是赤水河可能被污染。后来他买东阿阿胶，听说当地原料驴皮出了点问题，又赶紧卖出去。类似的操作还有不少，这完全是他过于敏感的性格所致。

再比如坚持。我们在2003年买了高速公路股票，正好碰上SARS（严重急性呼吸系统综合症），情况很糟糕，一般人会赶忙把股票卖掉，但我们始终持有，这也是性格所致。

怎样的性格可以在投资中获得成功呢？根据我的经验，应该有以下几点：

第一，坚忍，应对困境的韧性和达观态度；

第二，坚持原则，在纷扰变化和外界压力之下不偏离原则立场；

第三，追求真理，持续学习，相信自己；

第四，与人分享的人生态度；

第五，大局观，放大看世界的视角；

第六，执行力，谋定而后动，绝不犹豫；

第七，细节不放松。

相信常识

现在入市的散户、新股民越来越多，很多人做股票很浮躁，投机心态很重。这是因为他们看不清股市投资的真正逻辑，忽视了一些最简单的常识。

做一个假设，假如巴菲特来中国了，在深圳大剧院召开一个大会，向大家阐释价值投资观念，鼓励长期持有股票。比如一万个人去听了，过了半年、一年，99%的人该怎么做还会怎么做。价值投资不是任何人都能做到的，这种人本身要有很高的悟性，要有人生阅历。

事实上，财富的涌动方向就是让少数人有很大的盈利，而这些有很大盈利的少数人的办法一定和多数人的办法不一样，如果都一样，行业利润就会是平均的了。为什么在资本市场都想赚钱的行业当中，有少数人成了全世界最富有的一些人？就因为他们采取的办法是绝大多数人没有运用的办法，而事实上它又是常识！很多人认为资本市场是零和游戏，相信买是徒弟、卖是师傅，但资本市场的本质是共赢的游戏，企业发展好了，所有的人都是共赢的，企业赢、员工赢、国家赢、投资者赢，这是资本市场最本质的逻辑，也是常识。但如果是常识的东西很多人又不愿意坚持，却把错误的东西当成常识，这就给按照合理的逻辑选择交易方式的人提供了一个很好的机会。这个市场对于价值投资者来说，是一个非常好的运用和创造财富的机会。

买最好的企业，莫要投机

对于最近新入市的股民朋友，面对现在的行情，我建议要买最好的企业，即便它有些贵。

投资胜出的关键点在哪里？我认为第一个是要在正确的地方赚到足够的钱。比如说我有100万人民币，平均配置在精心挑选的10个最伟大的企业上，如果50年下来有5个企业倒闭了，另外5个屹立不倒，仍然有强大的竞争力，则最终赚钱的多少，不取决于5个倒闭的企业，而取决于剩下的5个企业。如果挑选的企业经得起时间考验，即便剩下不到一半企业，50年的积累也是很可观的一笔财富。我们的投资不可能全对。截止到2007年，巴菲特重仓过的13只股票，其中7只股票赚了约270亿美元，成功的概率为53%。最伟大的NBA运动员乔丹，其职业生涯共出手投篮21686次，命中率为50.5%。所以，只要选择正确一部分，长期坚持，就足以保证我们成功，这也是为什么要做组合投资的原因。

第二个，好股票不是说不跌，它也会跌。但是好股票的关键是什么？关键是它跌了以后还会回来。为什么不能去做垃圾股的投资？因为垃圾股跌完它可能就回不来了，它就倒闭消失了。我有朋友2001年用在内地市场养成的投资习惯，去买香港的股票，专挑便宜股、题材股，最后选择到股价一毛多钱时有李嘉诚出手相救的庆丰金，当跌到几厘钱的时候，缩股回到两毛钱，然后再次跌到几厘。香港商业罪案调查科经调查发现，庆丰金在2001年2月至4月间，涉嫌与多家公司在内地开设多家珠宝金行，并通过在公司的财务年报中利用会计原则作假，进行虚假投资计划。随着庆丰金的退市破产，我的朋友也倾家荡产了。国内还很少有上市企业破产清算，但长期来看这种情况一定会出现。现在港股直通车，内地居民可以直接买卖香港股票，其中很多股票交易价格低得可能超出想象，但其中隐藏的风险也是巨大的，香港的普通投资者通常只买10元港币以上的股票，价格低廉的绩差股曾害苦过他们，养成好的投资习惯非常重要。

所以对投资者来说，如果你是一个短跑选手，在一年当中肯定90%的企业不会破产，你可以在广泛的范围内去投资。但如果你是一个长跑选手，那就要很慎重地选择企业。

因此我建议新股民要买就买那些公认的好股票，那些蓝筹股通常能经得起时间的考验，但如果你去参与这个投机狂潮，那对不起，有一天你可能输得很惨，我想这是世界通行的规律。中国股市不可能每年翻番涨，这是毫无疑问的。即便是大牛市，我们说10年牛市，它也是震荡向上的牛市，这个震荡的过程当中，从4000点跌到3000点，或者从6000

点跌到4000点都是很有可能的。如果你参与投机，即便是一个很伟大的行情，可能在某一个阶段就把你消灭掉了。

一个美国人所走过的人生历程

1809年2月12日，出生于一个贫苦的家庭；1816年（7岁），全家人被赶出住宅，开始居无定所的流浪日子；1818年（9岁），母亲去世，悲愁的生活雪上加霜；1831年（22岁），经商失败，债务缠身；1832年（23岁），竞选州议员落选，同年工作丢了。想攻读法学院，未获入学资格；1833年（24岁），再次借钱经商，同年年底再次破产，接下来他花了16年时间才把债还清；1834年（25岁），贫困潦倒的他再次竞选州议员，居然当选；1835年（26岁），订婚后即将结婚时，未婚妻死了；1836年（27岁），精神一度崩溃，卧病在床半年之久；1838年（29岁），争取成为州议员的发言人，没有成功；1840年（31岁），争取成为选举人，连参选资格都被否定；1843年（34岁），参加国会大选，又落选了；1846年（37岁），再次参加国会大选，一举当选，前往华盛顿特区，表现可圈可点；1848年（39岁），寻求国会议员连任，失败；1849年（40岁），自荐州土地局局长一职，遭到拒绝；1854年（45岁），竞选美国参议员，落选；1856年（47岁），在共和党争取副总统的提名，得票不足100张；1858年（49岁），再度竞选参议员，再次落败；1860年（51岁），当选美国总统，但5年后就被暗杀。

这个一生充满打击、失败和屈辱，历尽磨难美国人就是美国历史上最伟大的总统之一——亚伯拉罕·林肯。林肯在生前的一次演讲中说道：“每个人都应有坚韧不拔、百折不挠、勇往直前的使命感。努力拼搏是每个人的责任，我对这样的责任怀有一种舍我其谁的耐心、毅力和信念。”

证券投资是一个看起来容易、实际非常艰难的事业，投资这条路并不好走，充满人性的诱惑和考验。经历过几轮牛熊市的投资者应该有些体会，现实的情形是：10个参与者，7个输、2个平、1个赢。对任何一个选择其中的投资人来说，要有经受坎坷的心理准备，如果你选择，就要像林肯一样，从意志上不受命运的左右。这样，通过你的持续努力和学习，也许会有一个光明的未来！

偶遇港股两次大跌

2007年8月17日到香港参加平安保险2007中期业绩发布会，正好赶上美国次级抵押贷款引发的港股大跌。2007年11月16日到香港调研港交所与中保国际，再次遇到恒生指数下跌1136点，只是这次是在港交所的交易大厅里感受这种氛围。

在港交所投资者关系总监陈心愉女士介绍港交所历史的同时，我翻阅了港交所提供的《细说当年》的小册子，对其中两段有关股灾的描述印象深刻：

1973年3月9日，恒指在短短4个月内由不足700点升至1774.96点。怎料至1973年底，泡沫破灭，恒指急挫至约433点。翌年12月底，恒指收报177.11点。

1987年10月1日，气势如虹的恒指冲上3968.70点的高位，但到1987年10月16日这个黑色星期五，全球股市崩溃。在随后的星期一（10月19日），恒指急挫，收市报3362.39点，其后人称这一天为黑色星期一。

联交所于1987年10月20日至23日停市四天，其间恒指期货亦暂停交易。市场信心动摇，以致10月26日重新开市时，恒指一日内暴跌约43%（现货月份的恒指期货跌至1976点，下跌1544点，跌幅达43%）。

也许是经历过股灾，港交所的投资业务做得很保守，完全没有贷款，只是利用滚存的券商保证金做隔夜的拆息等无风险的业务。我的职业生涯也告诉我：不透支、不融资、不借钱可能是股票投资事业走得久远的保证。巴菲特2007年10月18日在接受福克斯新闻网商业频道的专访时，曾就“如何看待通过融资来购买股票或者说借钱买股票”的问题说：“我认为这有点疯狂。你看看伯克希尔公司，我们买入的时候是每股7美元，现在是每股129000美元。但在1974年期间，它的股价下跌了50%，2002年时，股价也从高点大跌50%。如果你的资金中有50%是通

过融资获得的，则意味着你已经破产了。但你不应该因为拥有一只从7美元涨至129000美元的股票而破产。1987年，伯克希尔的股价在两周内下跌了40%。因此，如果你通过融资来买股票，你的命运就掌握在他人的手里，这太疯狂了。”

股市潮起潮落，就像月有阴晴圆缺。但我相信人类总的发展基调，是螺旋上升的。如果没有乐观和信念，没有谁能在伯克希尔的股票上用42年的时间赚上近18000倍，这中间要经历多少次金融危机与市场萧条。但就风险管理而言，用余钱投资绝对是未来辉煌岁月的保证。否则，不用说大熊市了，一个波折就足以致命。如果我们知道我们的客户中有谁不是用自有的闲置资金投资，我们一定第一时间劝退他！

当然，此刻的港交所也处在因中国崛起而拥有的繁荣中，从2003年约40亿港币/天的成交量，到2005年180亿港币/天，2006年300亿港币/天，2007年700亿港币/天，十月份1600亿港币/天的成交金额，这都让港交所有了更理想的收益。听同行的中信研究员说，内地交易所也有可能要上市，这可是引人关注的一个信息。

听陈心愉女士介绍，港交所新增业务的90%与中国相关，它的成功也取决于中国与中国的未来。港交所2002年至今，已派息90%给股东。

会后参观交易大厅，一个很深的印象是，穿着红马甲的交易员多是头发斑白的老人，陈女士说：“他们是香港股票市场发展起来的见证！”

这些老人，再次经历了港股暴跌的一天。当然，这也是他们不平凡生命中平凡的一天。

2007年11月17日随笔

钱被“上帝”拿走了

2008年1月22日股市暴跌，晚上，一位做投资的朋友约我见面，结果来了三位。约我的朋友一见面就说：“约你就是想看看这历史性的一刻，有纪念意义的夜晚，你是什么样子。”

他说：“风雨飘摇的这几天大长了见识。他的主管平时是个谈笑风生的人，这几天郁郁寡欢。有个你认识的朋友（在国内负责一家大型券商的研究部门）刚才来电话说他的钱被‘上帝’拿走了，他在香港炒涡轮，2000万变成了200万，几年牛市赚的钱又回去了。电话里他说另一位比他更不幸，炒涡轮，2000万一分钱都没了。40多岁的男人在电话里哭泣……”

我问：“为什么？他们平时不都是价值投资的认同者，为什么会去做风险如此大的事情？”“他们也是被一些以少胜多的故事感染和自己的才智所激发才去做的。”他又说了一位这次损失也不小的我认识的朋友。听到他的名字，我大吃一惊。怎么也想不出，对每笔投资甚至买自住的房子都要列出数十项指标，严格论证后才去做投资的人，会高额透支炒涡轮。无论多么自信，也不该冒如此大的风险，可能让自己的家庭也陷入极大的危险境地。

2008年1月22日，对做投资的许多人来说确实可能是个不眠之夜，那些在香港或内地做透支盘交易的人，我相信此刻有可能正在盯着美国股票市场的交易情况。这次全球股票价格的变化还是源于市场行为，如果遇到像战争这样更重大的危机，投资人的日子会更艰难。但愿美联储此次将银行间隔夜拆借利率由4.25%降到3.5%，下调0.75个百分点的降息，能救正身处危难之中的人们。也希望这样的事情，能让后来人汲取教训。

对职业投资人来说，遇到市场危机与动荡，甚至极端情况的变化是再平常不过的事了。能帮助我们度过危机的办法，最终取决于我们如何看待这个世界，取决于我们头脑中哲学体系的价值取向。有些事业一次“挫折”足以要命，但投资这个事业是马拉松比赛（甚至是与永恒的时间相抗衡的比赛），首先坚持到终点才会有最终的成绩。在你途中跑遇到极限的时候，有人给你鼓励和掌声，这种激励会让你牢记并获得力量。但遇到喝倒彩与扔臭鸡蛋的人，你也不要介意，你只需要知道坚持下去，就会有不一样的未来。

在人类的投资史上，最大的概率事件是指数的螺旋上升，这是不以悲观和怀疑者的意志为转移的。看看道琼斯指数，虽然在关键的历史时刻都被危机和悲剧事件标示和占据，但人类仍顽强地创造着更美好的生活。对长期投资者而言，在慎用资金的条件下，我们的未来永远取决于我们选择的企业是否卓越，是否有足够的历史穿透力。做到了，危机降

临的一刻就会和平时一样，安枕梦中。

血汗钱怎么成了沉没成本

金融市场发生危机，股票市场大跌的时刻，一般人选择退出，通常的做法是首先选择卖出赚钱的股票，留下亏损的股票。但16年的从业经验告诉我，正确的做法应该是卖出亏损的股票，留下赚钱的股票。选择补仓，也要补大跌中仍然有盈利的股票。为什么？

2008年1月19日，教我们管理会计的许定波教授在讲管理会计相关分析中“相关收入、相关成本和决策过程”一节时，提到了“沉没成本”，并用股票投资来做比喻。我觉得非常有道理，经济学中有许多概念不仅有利于经营企业，而且对于认识投资，甚至认识人生也是有益的。在现代经济学和商业决策制定过程中，会用到“沉没成本”（Sunk Cost，或称沉淀成本）的概念，所谓“沉没成本”是指那些根本不可能再为企业带来任何利润的资本投入。投入得越多，损失越严重。从经济学的观点来看，对于那些纯粹是“沉没成本”的企业，不但不应该再有任何的投入，而且应该要通过兼并、破产等方式坚决关闭。

曾有人用一个收藏古董的老人的故事来释疑沉没成本的深刻含义。说是有一个老人特别喜欢收集各种古董，一旦碰到心爱的古董，无论花费多少钱都要想方设法地买下来。有一天，他在古董市场上发现了一件向往已久的古代瓷瓶，花了很高的价钱把它买了下来。他把这个宝贝绑在自行车后座上，兴高采烈地骑车回家。谁知由于瓷瓶绑得不牢靠，在途中“咣当”一声从自行车后座上滑落下来，摔得粉碎。这位老人听到清脆的响声后居然连头也没回继续向前骑车。这时，路边有热心人对他大声喊道：“老人家，你的瓷瓶摔碎了！”老人仍然是头也没回地说：“摔碎了吗？听声音一定是摔得粉碎，无可挽回了！”不一会儿，老人家的背影消失在了茫茫人海中。如果这种事情放到一般人的身上，又会是怎样呢？不少人一定会从自行车上跳下来，对着已经化为碎片的瓷瓶捶胸顿足，扼腕痛惜，有的人会好长时间精神难以恢复。

许定波教授说，他在香港科技大学会计系教书的时候，有一个教授在27元港币时买了香港人俗称“8号”的电讯盈科，该股跌到15元的时候，那个教授请教他，他通过研究和分析告诉该教授，电讯盈科不值这

么多钱，他失去的是“沉没成本”，劝该教授卖掉。该教授反应激烈：“卖掉后，我的血汗钱不都没了。”后来电讯盈科差不多跌到相当于1元多港币（5股合1股）的时候，该教授卖出了股票。许多投资者在计算他们的财富时，记忆永远停留在他们曾经达到的最辉煌的那一刻，常将某一天的最高市值视为已到手的收益，然后以那一刻的市值来计算他的得失。结果，变化的市值与最高市值相比，难免心态失衡。投资应该超越这种“财富观”。过去的市值包括买入价格等都属于“沉没成本”。有的人天天看自己账户上市值的变化，其实这没有任何意义，更容易唤起一种心里错觉，患得患失。据说，亏一千万的痛苦是赚一千万快乐的两倍，这也是人类奇妙的心理变化。做投资最重要的永远是未来，是投资的企业有没有更好的未来。无论牛市还是熊市，每一刻我们该反思的都是我当初以及现在的决策是否正确！

无论投资还是人生，我们总难免走过一些弯路，经历一些难以承受的挫折，如果利用沉没成本的概念来认识这些事，我们可能会赢得一种更为积极的人生！对投资而言，如果一笔投资无论做出何种选择都不能收回，理性的人只能忽略它。因此，无论此刻我们的处境是艰难还是畅顺，请保持我们的判断力。真正有意义的行动是如菲利普·A·费雪所说的：“真正要紧的，是不要放弃在未来会大幅度增值的投资。”

2008年1月29日随笔

投资札记之五：股市知与行

世界上什么距离最远——知与行。股票市场可能就是这句断语的经典体现之处。

投资像孤独的乌龟与时间竞赛

龟兔赛跑作为一个古老的寓言故事，对资本市场却有着特殊的意味。故事讲的是：领先的兔子，由于骄傲与松懈，让勤勤恳恳的乌龟最终赢得了胜利。

如果拿龟兔赛跑的故事寓意投资，就我的理解而言，兔子根本没有获胜的机会。因为投资是项长期的事业，有句古话，“千年的王八，万年的龟”。兔子跑得再快，也只能活几年，而乌龟可以爬一万年。考虑时间因素，胜负自然分明。

就投资而言，我们所扮演的角色，实际上是在乌龟与兔子之间进行抉择。从哲学的角度看，如果只能做一个选择，交易频繁的人只能成为兔子，而类似巴菲特式的长期投资者更倾向于成为乌龟，在岁月的历练中成长壮大。

投资像种树

我的一位极要好的朋友，看到了一段投资大师对投资比喻的文字。这位投资大师说：投资像种树！要想树长高、长大，只能是天天浇水施肥，看它的根是否扎得深、扎得牢，而不是看着树干，只想着它长多高。

那些频繁交易的人，恐怕是很少有耐心用几年、几十年的时间来对一个企业进行精心的研究与打理，他们只想着在有生的岁月里多拿猛跑，快速致富。只要那里有机会，哪怕道听途说也会迫不及待地买入。

大部分的人永远都无法保持理性，更不用说专注于长期目标，有耐心、制订计划并确实执行。听消息者、“只争朝夕”的人根本不可能相信，还有脚踏实地打败市场这样的事。

要为长期而买进

我的一位朋友，1989年6月初的一天，在香港汇丰银行跌到4~5元港币的时候，拼命地买，100万股、100万股地买。当时他在一家日本的基金公司打工，这样做的时候他面临着巨大的压力，这样做完以后他面临着更大的压力。仿佛每个人都在找他，问他为什么要这样做，最后他只好关掉手机，来躲避老板的盘问。

这是他告诉我的故事。直到离开那家日本基金公司的时候，那些当年他买入的股票还放着。当然，公司为此赚了大钱。假如当时他是个人投资者，能够按自己的意愿投资，500万港币买入100万股持有到现在，1999年1拆3，100万股变300万股，不算股利再投资，按照汇丰2003年12月均价116元港币算，市值有3.48亿港币，每年股息收入也有约1800万港币。我常跟他讨论的问题是：为什么他能做到这一点？更重要的是，为什么有人能一直持有汇丰几十年的时间？！

我想在香港只要是玩股票的，可能超过80%的人买过汇丰银行的股票，在其上赚几十块港币者也不在少数，但能够一直持有，历经岁月沧桑、繁荣萧条并享受到巨大盈利的人还是非常少见。

西方有一句古老的谚语：要为长期而买进！时间是最有价值的资产，我们今天所买入的股票不仅仅属于我们自己，还是整个家族的。我们应该为我们的子孙担负起此刻的职责。

和时间抗衡

2003年12月我们和一位合作者Amy女士制订并完成了一个从现在开始到十年后的投资计划：现在买入，十年以后卖出。我们挑选了一些公司，希望十年以后它们还在增长发展。我们的投资是基于对国家和民族的信仰，是基于中国经济增长将拥有10~20年黄金岁月的判断。如果赢利

了，我们约定：拿出一部分钱用于中国的慈善事业。

乌龟在千年、万年的爬行中默默承受着孤独，因为一切的过程都要历经岁月的磨练，甚至恐惧的事件，投资又何尝不是如此。我们只能祈求上天赐予我们做出正确抉择的智慧，然后做我们应该做的事，余下的交由上帝来完成。

生活中面临着许多抉择，从哲学（思考）的角度，如果你想让投资变得更成功，可能必须学着控制我们的思考方式。但有些抉择却是在开始时就必须明确的——成为什么样的投资者？选择寓言中的兔子还是乌龟？答案是唯一的，没有第二种选择。

也许从这里到永恒，我们只是在跟时间抗衡！长期的投资人请永远保持谦卑！

2018年的感悟

真正的伟大公司，经过2008年的金融危机、2013年白酒危机，以及2015年的股灾，在不断完善风控的过程中，更坚定了对伟大企业的坚持和信念。十年来，我们也不断地做了一些慈善的事情，也希望我们有能力做得更多。

致10亿年后的投资家

不知道10亿年后是否还有人类？如果科技的进步能让人类的心弦跳动不息，不知是否还有投资这个职业？

如果有，我真的很想知道，当月亮变成星星远离人类的时候，当我们以及后代的墓碑变成尘土，当我们熟知的潺潺的河流、碧绿的湖泊、深深的海洋变成荒寂的土地时……当你们永远离开地球故乡，从此飘忽于地球之外，踏入繁星苍穹的星际旅行时，你们怎样总结这10亿年来人类在地球这个资本市场上的博弈？你们将会在你们到达的每一个星球上都建立股票、期货等交易市场吗？

那时候，你们之间又会谈论什么？是安全边际？长存的企业？投资理念？去某个星球调研某个企业的情况？还是我们今天的人类穷尽所有

智慧也想不到的东西.....

我真的很想知道那时候你们的追求和梦想是什么？！你们最珍视的又是什么？！

2007年4月15日夜 星空下感怀

三百年一幅画

这应该是一本书、一部著作而不应该是一篇文章的名字，可惜，我是一个股票市场的实践者和预见者，没有时间也没有精力，更没有充足的资料让我完成对英美股票市场三百年的描述。如果有完备的资料、充足的时间、缜密的思考，以十年为一集，三十集为一部著作，也许我们可以勾勒出一幅恢弘的历史画卷。

据说，投资思想史在美国也仅属于少数人才能教授的顶级学科，这需要有广博的学识、深刻的思考和对投资实践的理解。这让我想起两年前看过的一套由丹尼尔·J·布尔斯廷所著的描述美国历史的三卷本著作《美国人》，如果说我们编辑的历史书像轻描淡墨的山水画，那么这部著作浑厚深沉得就像用油画表现一片树林的四季变幻。

人类的投资史就是一部人类为个人幸福而奋斗、追求眼前欲望和未来尊严的历史。1929年10月24日，这一天有8个金融投机家用生命抵偿了巨额债务。“黑色星期四”不仅导致了席卷资本主义世界的经济危机的爆发，而且还导致亚洲（日本）、欧洲（德国、意大利）法西斯主义的登台，在美国带来了罗斯福的“新政”。这是股票市场影响力的最好说明，精炼地囊括了一段人类历史。

“昨日的梦的确是今天的希望，也将是明天的现实。”液体火箭的发明者美国人戈达德完成了将自己的梦想变为现实的努力。1926年3月16日，他完成了世界上第一枚液体火箭的发射，实现了离开地球到别的星球作客拜访的第一步。可以想象当时的人们对技术进步有怎样的希望，那时成千上万人必然有一种共识，就像1998年末人们对网络革命的幻觉一样。每次人类历史上重大技术成果的突破都将带来一次投资狂潮。1929年与2000年，对于某些人的记忆是一样的，过去的历史是未来岁月的档案和记录。

整个20世纪20年代，德国人体会着深深的屈辱和挫折感，以及对战胜国英、法的愤怒。从美国的历史文献和电影中，我们可以看到旅居美国的德国人对他们母国的贡献，一些银行家与投资家的资金输入，导致那个只为强者而存在的国际讲坛——国联，不得不重新接受德国又成为一个举足轻重的国家的事实，为其留下了一个永久性席位，并几乎导致巴西和西班牙退出国联。今天人们对这些金融家的评价往往做另类处理，但对于一个爱国者而言，三百年的情爱亘古未变。导致第一次世界大战发生，将奥匈帝国王储斐迪南大公和夫人刺杀身亡的塞尔维亚青年爱国者普林西斯有过一段著名的遗言：“我建议你们把我钉在十字架上，把我活活烧死，我燃烧的身体将成为一个火炬，照亮我们人民通向自由之路。”

当然人类历史并不总是由这些沉重、不平凡的话题构成。在中国北伐战争开始的时候，1926年美国迪士尼公司推出了米老鼠卡通，此后，它那精灵般可爱的形象便赢得了一代又一代人的喜爱。股票市场实质上是由社会精英富有创造性的想象力、管理天才与辛勤劳动一点点缔结起来的，正是他们使股票市场成为活跃三百年商业社会最直接的智力源泉。

股票市场的视角比任何人都更广阔、更深远，它每天都处理着无数的信息，这包括投资市场、货币状况、商品价格、对外贸易、农作物状况、银行结算、建筑和房地产、信息产业、政治因素和社会条件等。这些信息又影响着市场的波动程度，并预示着商业繁荣与萧条的广度和深度。无论在哪个国家，只要建立了自由的证券市场，它们将自动地、不可逆转地发挥重要的作用。幸运的国家，当无情、公正的股票市场提醒前方有恶劣天气时，能抖擞精神全力以赴渡过难关；不愿接受市场无情判决的国家却会让市场成为经济萧条的替罪羊。这也是历史！

“彗星来去匆匆，而古老的地球既没变得更好也没变得更糟，更没变得更聪明。”希望我们不是如此！当我们执着、虔诚地创造历史并伴随历史前进时，至少能将山水画变得像一幅厚重的油画……

2001年4月29日

让股票市场自由运动

从实证分析的角度，我们可能很难理解为什么股票平均市盈率达到了相当高度，股票市场还在上涨。

其实股票市场并不总是价值投资者与实证分析者等人的天堂，它一经产生便自己主宰着自己的命运，若即若离地体现着它赖以产生的基础资产。每前进一步，它都代表着一种严肃的、经过深思熟虑的努力，而非像某些人所理解的如醉汉般在行进。股票市场是最公正无情的，它拥有所有的知识和见解，不管你是否理解都将面对它无情公正的判决。它行进着、运动着，以自己的方式、自己的规律。这是一门艺术，参与表演的人们拥有各种道具、面孔——伪善的尽管装饰吧！如果将它赋予一种符号的意义，说它是赌博也可以，它经常容忍内线交易者的“嘀嘀咕咕”以及“让某某股上涨或下跌之类的狂妄之语”……可惜股票市场的天空中多是一闪即逝的流星，少有恒星，不管它依赖的基础是什么。

我们的市场波澜壮阔地前进着，这背后一定有故事发生，它的内涵一定比我们任何人知道的都要大得多、丰富得多、深远得多。我们尝试着抚摸它、热爱它，但也仅此而已。我们的市场本质上倾向于牛市（即便有做空机制），它对繁荣的预见显而易见，但人们记忆深处却是对熊市的恐惧。上涨一倍没过多久就会让人遗忘，但下跌超过50%似乎就足以建立起所有的怨恨和烦恼。也许人们内心深处在不接受悲剧性艺术品的同时，又莫名其妙地参与着悲剧性艺术品的制造，否则早已要求不再参与这种演出。我们在旧中国的废墟上重新建立了股票市场，50多年的岁月让我们对这门艺术认识得更深切、体会得更清楚，我们终于知道了让股票市场自由运动的道理。

股票市场的运动从来不是偶然的、孤立的，一旦它向我们走来，就不再是个人的，而是一个民族、一个国家甚至整个世界的。在人类共同成长的家园里，这件艺术品以上涨的基调象征着社会的文明和希望，它需要一种冒险精神，以及一种靠智慧承担失败的能力，它不是猜测，也不是赌博，而是辛勤地工作，不停地工作。

2000年5月17日

庄家背后是什么

听过很多庄家的故事，都是如何厉害、身手如何了得等，而有的股评者也添油加醋，类似“如能摸透庄家的思路，必能百战百胜……”的文字常见报端。普通股民听起来似见真神，佩服者有之，满世界找庄家套消息的更是多数人的追求。如果笔者要说没有庄家，必然引起众人的愤怒，我们追求的东西你竟敢说没有！

数字告诉我们什么

假如市场上真的存在庄家，而且如某些人所理解的那样身手了得，这又意味着什么？我们多少知道些积少成多的知识，但你真正理解过复利的威力吗？10万元，如果每次赚一倍，第十次就是一亿零二百四十万元。如果庄家的说法成立，以10亿元作为坐庄的条件，复利计算第十次将达约一万亿。如果所谓的庄家的游戏规则成立，现在市场上所有人的钱很快将被一小撮人或一个小集团赢光，所有的投资者将只会剩下裤衩，连外套也不会给你留下。所以，想象中的庄家概念肯定不成立，资金再大，也只能是市场的一部分，有输有赢是必然的，而且左右市场输赢的小比例获胜的概率，同样适用于大资金，大资金输多赢少是必然的。

谁能赢钱

赚钱与否与资金大小无关，胜负取决于智慧和眼光。大资金不一定赚钱，但大资金的关系者有时候可以赚钱。比如用一笔大资金买入一只股票，5元钱开始建仓，买入完毕股价已达10元。5元到10元是大资金的建仓成本价，假如此刻有一位老兄正好与大资金的操作者关系密切，5元进、15元出，他是赚到了三倍，但大资金建仓成本、拉抬成本与最终离场的成本合计，在15元甚至更高的价位也不一定能赚到钱，甚至被套牢离不了场也是可能的。当然，大资金的“合作者”偶得富裕是可能的，但不会长久，因为如果这种游戏延续下去，复利计算，很快变得比原先的资金规模更大。当然，在任何国家这种现象一定会最终成为重点打击的对象。所以，就赚钱而言，偶得富裕的小捷径有，但成就伟业还需大智慧。

成功的梦想与评价

如果从10万元起步，理论上可以很快成为亿万富翁，只要你技艺超群。从这个角度看，人人都有靠勤劳与不断学习获得成功的可能性。生

活中，有靠先人的福祉过着富裕生活的人，这种人我们没有办法比，也不羡慕；也有靠自身努力成就事业者，长存者有关荣辱的事迹都在这里。相比靠出售股份，用资本运作赢得厚利的人，我更敬重踏踏实实创造出Windows成为世界首富的比尔·盖茨。对我们这样大的一个国家，盖茨这样的故事才真正让人动心，笔者的理解，这也才是国家强盛所在。所以，就投资市场，笔者眼力所及：庄家背后其实什么也没有，没有任何你可以立命的基础，我们应该追求更本质的东西。生存之道，不在庄家，不在消息，甚至也不在资金规模的诉求。真正的豪杰靠的是智慧和眼光，靠的是脚踏实地，靠的是辛勤汗水与努力。

2000年1月16日

灯下“黑”

2007年7月31日晚上和几位朋友吃饭，其中有张裕和招商银行的职员。谈到投资问题，我和朋友讨论说：“你只需要买你们自己公司的股票就行了，如果买进不能卖出，正好被动做长线，也许赚得更多。”

还有一次，也是几位朋友吃饭，其中有两位朋友相互持有对方公司的股票。腾讯的朋友持有招商银行的股票，招商银行的朋友持有腾讯的股票。我说：“为什么你们不持有自己公司的股票，难道是对自己公司没信心吗？”他们回答：“不是的，总觉得别的公司才是更好的。”而他们谈起自己公司的前景，都是充满肯定与希望。

上述现象，经常碰到。2004年在茅台时也有人问：买什么股票好？说到这点，管理审贷业务的招商银行的朋友用了一个很形象的比喻说，“这就叫灯下‘黑’”。

记得电视剧《雍正王朝》里有这么个故事：大将军年羹尧奉命到青海平叛，军耗巨大，但叛军避开锋芒，年羹尧没有办法找到叛军决战，同时，朝廷内外压力越来越大，年羹尧陷入困境。这时一位谋士对年羹尧说：我知道叛军在哪里。年大喜。这位谋士指出，敌人就在不远处的一座皇封寺庙里。年不信，谋士不慌不忙地说：这就是灯下黑，离自己越近就越不可能意识到，但却是最可能的地方。果然，大军一出，大获全胜。

我曾跟深圳税务局的朋友说：“实际上你们做投资，应该更有胜出的概率，企业的税收资料你们最全，而且产业背景与人脉俱佳，我想不出，还有哪个职业比你们更了解企业的真实情况。”

生活在深圳的投资者是幸运的，这块土地上多数公司是一点点靠着市场的力量做成优秀企业的。某种意义上我们不必满世界寻找企业，因为众多优秀的企业就在你身边。你看看我们身边有多少优秀的企业——平安保险、万科、华为、华侨城、中集、腾讯、赤湾港、招商银行、招商地产（还有将上市的招商证券）等等。如果你说招商银行服务有多好，内陆的朋友恐怕没有机会亲身感受到，但也有极大的可能，我们就对身边的事情视而不见。

就投资而言，我们好像到处都可以看到灯下“黑”的故事……

2007年7月31日

你居然不知道证监会副主席是谁

2007年6月27日，相交多年的老大哥郭总从北京过来，带着他的儿子来和我交流投资。这位人脉、关系与背景极为深厚的兄长，早年给过我很大帮助，1992年开始学习投资时的50万人民币就是这位兄长提供的。当年靠着技术与听消息，一轮牛熊市下来，50万从终点又回到了起点，郭大哥最后拿走钱时还是约50万人民币。想想这一切，仿佛又回到了15年前毛糙小伙时的岁月，时光荏苒，历经沧桑变幻……而当年的小朋友——他的儿子已成了英气勃勃的青年人。

在我之后，郭大哥委托过几个人不间断地炒过股票，但他说都不理想。他现在想将这份担子给儿子来挑，他准备一部分钱做长线，一部分做短线，也参与些有重大资产重组的股票投资。我相信郭大哥在中国的人脉资源能够让他有足够的信息来处理投资，但如果想通过证券市场积累很大的财富，而且能不断地保持增长，这样做是远远不够的，而且有时候，如果没有正确的理念做支撑，恰恰“关系投资”是害人最深的游戏。我试着告诉郭大哥，我认为好的投资方式——找到好企业，然后耐心等待，比什么都重要。

我举例：我的一个朋友，曾买了上百万股的东阿阿胶，本来最少能

赚5000万，但听到公司一个高管告诉她，企业内部在斗争，一害怕就早早卖掉了。我告诉她，类似东阿阿胶这样占据了国内70%、外销90%的市场份额，在专业领域有高壁垒、垄断优势的企业，不管哪一方斗赢了，还会继续经营好企业，这样的企业不该以这样的事为卖出理由。就像茅台，总经理出事时，也是这位朋友同样吓得要在92元卖掉，但投资类似的企业，其实开始的时候应该想清楚它和充分竞争性企业的区别，否则，私人关系越深，越容易动摇，特别是当你和要斗败的一方关系为好时，更是如此。人类的天性，这个时候容易让人失去客观的判断，从而对企业产生误判。

谈到这，郭大哥说他和茅台关系非常熟，接着他说：“XXX也出事了”，我跟了一句，这个“XXX是谁？”“XXX你都不知道！他是证监会副主席，搞投资做股票的连证监会副主席都不知道，这可是我第一次经历。”郭大哥很惊讶地表示。我告诉郭大哥，我确实不知道证监会副主席是谁，我们守法经营，万事不想求人，平时也不愿跟政府官员打交道，我们不愿意活在各类人物的阴影下，更何况，我们的这份事业是求自己的内心，求自己的智慧。

郭大哥表示认同，他告诉我：他的关系人都已近60岁，到了大批离休的时候了，以他的年龄，和50岁的人交往还有可能，和再小的交往有代沟。他的生意、他的路，儿子是没有能力重复走的，他也不希望儿子走同样的路，所以，他不想让儿子待在北边，他想让儿子往南走。他考虑要将事业交给新一代的人。

2007年6月27日 日记

投资需要开放的心胸

投资需要不断地学习，还要有开放的心胸。绝大多数人年轻时充满理想和胸怀，但随着年龄增长却失去了对“自由精神”的追求……我讨厌唯我独尊的人与事，我希望不带任何偏见地看待投资。

当然，我知道一个人能做到客观是极其困难的。

我们多数人无论思考投资还是人生，往往是从自我的角度出发，但是自由的精神就是让我们尽量站在他人的角度，理解别人的精神。当

然，能做好，在我也是困难的。

在历史长河的每一代人里，孜孜追求、永不放弃的人，很少，我希望学习和思考如何让自己变得杰出。我尽量按照我理解的自由精神在做事，我也希望它深藏在每一位投资者朋友的心中！

2007年7月12日

“小人”也能帮助我们成长

一位朋友曾发给我一条短信，非常精彩。短信内容：成功人士需要四人帮，即高人指点，贵人相助，小人监督，情人鼓励！

一位对投资感兴趣、正读大三法律系的小伙子，结束了他在东方港湾两周的实习，临别他问我有什么对他的“忠告”，我说：“如果你真想走投资这条路，能做好当然更有利于自己的成长。但不管怎样，永远不要放弃自己的追求！”

不过，现在想想，除了这些，就人生感受而言，还有更重要的东西。我也算走过些曲折的路，想想走过的每个关键时刻，有那些值得你一辈子感激、记忆的人，但也有一些“小人”实际上在帮助我们成长、实现飞跃式的发展。

2007年8月6日晚看金庸访谈，他13岁就颠沛流离、逃避战乱；日机轰炸、从死人旁爬起继续赶路；少年失去母亲；中年失去妻子；深爱的大儿子因情感问题在19岁自缢身亡于美国。经历过这些苦难的岁月，很能理解金庸先生的话，包括他曾两次遭“小人”暗算，被学校开除。

人的成就有时并不十分重要，能活着、生存下去，就是一个成就。我常想如果时光倒流几十年，我可能正在新疆、内蒙古或大西北的某个地方数星星，我的头发已斑白、背部已弯曲、满脸沧桑，甚至只活在亲人的记忆里……

所以，我想告诉这位即将踏上人生旅程的同学，如果还有机会——请永远记住帮助过你的人，如果不幸遇到“小人”，他们有时伪装得很好，你甚至还以为他们是你的朋友，等到发生重大变故时才会暴露……

但即便他们暗算你，你也要请上帝祝福他们，他们也不容易。你要相信自己！越过他们，走你自己的路！

这就是生活，请选择奋斗、选择坚持、选择忍耐、选择坚强！

2007年8月7日

2018年的感悟

大概是2008年前后，凭空捏造的两个谣言，让我见识了小人的“伎俩”。先有被打之谣言。试想如果真被打了，谁打的？一定有发生打人事件的时间、地点和人物。如果这些都没有，岂不是凭空捏造的谎言。真实的情况是：不仅没有发生过打人事件，让我感动的是，即便遇到席卷全球的金融危机，在2008年如此艰难的环境下，东方港湾的客户连打电话抱怨的都很少，来电更多的是激励甚至增加投资。资产管理行业，是为信任奉献回报的事业！从开始一直到现在，直到永远，我能感受到永不止息的爱！

第二个就是捏造的所谓内部会议纪要。2015年以前东方港湾的主要商业模式是专户理财，也就是说客户不赚钱，东方港湾一分钱的收入都没有。谣言出现的2009年，更是如此。

制造以上谣言的人，我把他当成成长经历中的“反向激励者”。我成长过程如此，相信其他的人也会面对。刘晓庆说当女人难，当名女人更难，你越成功，越可能会有“敌人”，人的嫉妒心很可能让一些人做出齷齪、卑鄙的事情……这也是生活的一部分，对内心强大的人来说，它不会成为羁绊，你必须面对并成长。

股票投资的“义”与“不义”

“投机家的反应就像食腐肉的秃鹰，将猎物的生命垂危视为一件好事。”这可能是许多人对资本牟利的看法。2007年5月曾有北京领导来公司考察，当我们将东方港湾专注长期股权投资的理念及做法路演完毕后，他说：“我原来以为类似的机构多少都有坐庄违法牟利的情况，没想到你们会这样做。比基金还坚持价值投资，这也是我听到过的关于长期投资最好的演讲之一……”

曾就股票投资的义与不义的问题，与几个较有人文精神的朋友交流，他们的观念有的还停留在三十年代旧社会投机家穷奢极欲，挥金如土，有钱不骗是王八蛋，不劳而获的印象里。他们不想给那些想骗人的人施展拳脚的机会，所以他们不买股票。如果仅仅从博弈的角度理解，这也有点道理，就像开赌场，全世界只有少数国家或地区允许赌博业合法，因为它是一个你赢我输的零和游戏。但资本市场为什么在这么多国家获得支持和发展，其实它的本质是非零和游戏，是参与者能共赢的游戏。

为什么美国近100年来，能不断崛起？为什么众多的高科技产业在美国兴起并能够迅速地在全球占到领先地位？它的发现机制和创新机制的源泉在哪里？美国得以在包括高科技产业等经济领域保持巨大优势，与它有一个强大的资本市场有关。正因为有了资本市场一整套发现、优选与聚焦社会财富的机制，才有了1971年的英特尔公司，1980年的苹果公司，1986年的微软和甲骨文公司，1990年的思科公司，1996年的朗讯公司、时代华纳公司与雅虎公司，1997年的亚马逊公司，和2004年的Google，才奠定了美国在计算机、通信与网络科技行业在全世界的垄断地位，也由此奠定了一个人民生活富裕、国家强盛的美国。

在近百年大国崛起的历史进程中，资本市场发挥着在现代经济中举足轻重的作用，当然这个过程中也充满股票投资者的贡献，他们作为一个整体不仅要有智商和头脑，还要预测经济、政治和社会发展的动向，预见财富涌动的方向并设法从中赢利，进而帮助市场建立一个筛选机制。

在许多人脑海里“不义”的股票投资之举，我们可以不加思索地指斥它，但这个“不义”不只是“投机”，不只是赚大钱，它应该给生活在今天的人们一个严肃的启示——股票投资可以帮助一个国家强健其体系，它是强国之道，可以使国家变得更美好；它是富裕的催化剂，长久来看它也懂得用金钱创造丰富的心灵。

2007年9月20日

“关系投资”是害人至深的游戏

2005年，一个春意盎然、暖风徐徐的日子里，和同事张弘，还有杭州的一个朋友谈合作。2007年这个朋友，因杭萧钢构事件被波及。其实按他的身价，完全没有必要用此法赚钱。我猜想有两种可能，一是有意识地利用各种资源坐庄违法牟利；二是被动养成的投资习惯导致。因人脉资源丰富，正好知道内幕消息，就积极参与，只是钱太多，买多了自己成了主力，赶上形势大好，想不赚钱都难。如果遇到大熊市，说不定，买多了最后自己成了大股东。

我倾向于他是基于第二种情况。一万年太久，只争朝夕，这是中国股票投资者普遍的心态，由此，即便是做庄与内幕消息明显违法还要听。但当以消息为依靠做股票时，其实，就等于把自己的性命交予他人手上。从这位朋友的例子看，如果不是他的有意为之，那么正应了有人说的：“跟消息炒作就像把命运交到了魔鬼手里，现在赚的钱是魔鬼借的高利贷，不定哪天魔鬼收账，连本带利甚至身家性命一并偿还。”

没有正确的理念做支撑，对消息与内幕形成依赖，天天想着送来的“鱼”，而丧失自己“渔”的能力，这个是投资的大忌。依靠命运来赚钱，必须做好命运把你的钱拿走的准备。

2007年9月20日

与伟大企业共成长 ——东方港湾2017年报

2017年是中国股市走向成熟的一年：两市IPO（首次公开募股）发行数量雄冠世界，监管令密集发布，对市场舞弊行为零容忍，大额罚单不断开出，定增新规抑制市场融资乱象，减持质押新规限制大股东鱼肉市场，中国A股也在2017年被纳入MSCI（明晟）全球指数。

青山遮不住，毕竟东流去。滚滚大势最终抛弃了靠“概念”和“故事”营生的公司，以乐视为代表的一批公司原形毕露，以高市盈率为依托的外延并购类企业也纷纷被发现“裸泳”，已过业绩承诺期的被投企业2016年平均业绩下滑了57%。市场重回价值，创业板中位数PE从2017年初的73.4倍继续下滑至2017年末的46.9倍，主板中位数PE则从2017年初的35.1倍下滑至2017年末的28.2倍。而代表优质蓝筹公司的央视50

指数的PE平均数则从2017年初的27.6倍上升至2017年末的32.3倍，加上蓝筹公司的业绩增长，2017年央视50指数整体上涨45.43%，而上证综指只上涨6.56%，创业板反倒下跌了10.67%。这体现了2017年A股市场的一道主旋律：优质公司从折价到溢价，以及劣质公司从溢价到折价的转变。企业质地和业绩增速的差异，导致股价的表现截然不同，这本来就是证券市场的应有规律。



图34 创业板指PE中位数

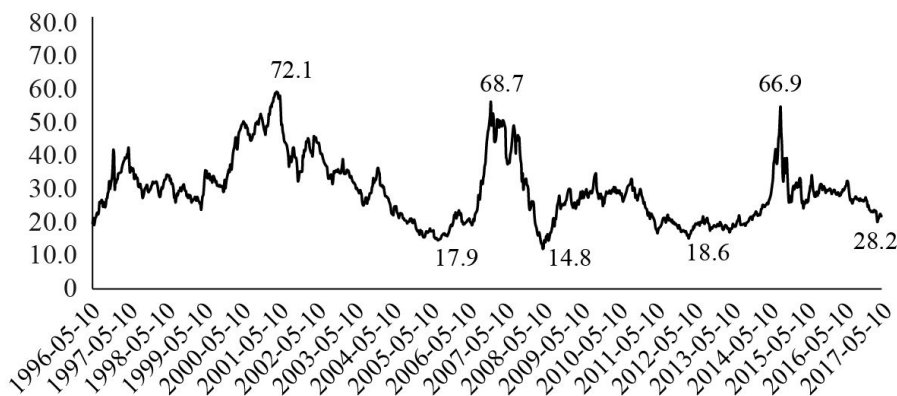


图35 主板PE (TTM) 中位数

港股和美股市场在各行业龙头企业业绩增长的带动下持续创出新高，恒生指数上涨35.99%，纳斯达克指数上涨28.24%，道琼斯工业指数上涨了25.08%。我们认为，A股过往“牛短熊长”现象的核心驱动力是PE的涨跌；而成熟市场的慢牛走势，核心驱动力是领导企业的持续高质量盈利增长。历史上，美国股市曾经经历过多轮慢牛，本轮牛市从2008年

金融危机以来，虽然已经持续9年光景，但1942年和1982年启动长期牛市维持了15~18年。相信随着经济发展，市场构成优化，监管架构越发成熟，投资者更为理性，A股市场进入长期慢牛的根基也在悄然成形。

2017年，我们投资的企业交出了令人满意的成绩单。截至当年三季度末，国内外持仓的20多个公司，除去仍在亏损的特斯拉，平均利润增速高达41%。加上优秀企业在A股市场估值水平回归正常，我们旗下的国内基金在2017年全年获得了平均66.27%的回报。根据Wind（万得）最新公布的排名，东方港湾位列2017年全国私募基金年度业绩榜单第4名。海外基金亦不负所托，东方港湾海外投资基金以73.86%的全年业绩，在摩根士丹利的对冲基金排名中，分别获得12个月及36个月第一名的成绩；在Eurekahedge截至11月的对冲基金排名中位列第6。

百舸争流，千帆竞渡，资本市场年年不乏闪耀的“明星”，但成为“寿星”却极为不易。东方港湾有幸能在资本市场上屹立14载，历经多年风雨的洗礼，对投资的学习和思考一直没停下脚步。在投资的路上越往深处走，我们也越发觉“做减法”的重要性。有人问米开朗琪罗创作《大卫》雕像时所秉承的方法理念，他简单地总结为“把无关的石料去掉”。我们也尝试着将对投资数十年来的理解和实践凝练为简单的一句话：与伟大企业共成长。

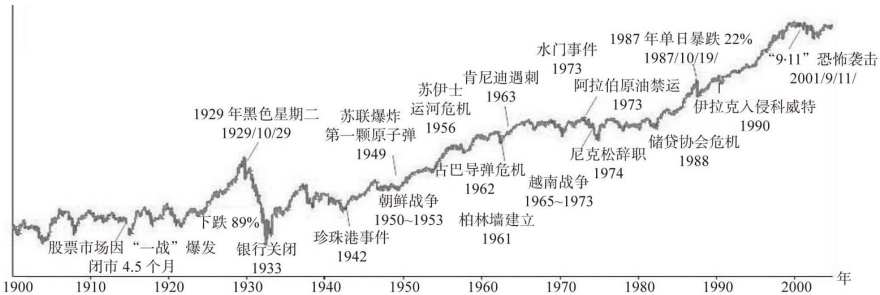


图36 道琼斯走势图1900-2004

“如何在资本市场获得阿尔法收益”是每个专业投资人最关心的问题，所采用的方法大致可以分成两种。第一种方法希望依靠自身的聪明才智，比其他参与者更及时获得关键信息，抉择时机采取行动，通过不断的价差交易转移市场财富。另外一种方法则需要克制对大部分短期次要信息的过度反应，做少数重大的决策，放弃与市场争夺短期差价，凭借企业的长期盈利增长获取投资收益。

巴菲特讲过一个打孔理论，假如我们生命中只有20次投资机会，一旦卡片上打满20个孔，就不能再做任何投资了，我们的投资将会变得更加谨慎和严格，把机会留给真正优秀的公司，大多数人的投资成绩都会变得更好。概率学也告诉我们，如果一个决策正确的概率有70%，那么同时做对两个决策的概率就只剩49%，所做的决策越多，难度越大。东方港湾努力构建的投资体系，是希望投资收益来源于为数不多的优秀企业的长期耕耘与创新，而不是作为我们比资本市场其他投资人更聪明、更敏捷的回报。所以，我们会致力于寻找那些优势行业中最伟大的企业，以合适的价格投资，然后用岁月伴随企业去结出丰硕果实。

首先在标的选择上，我们坚持只选最优秀、最伟大的企业。有人说“好公司不一定是好股票”，潜台词是，好公司不一定伴随着好价格，而且短期若没催化剂，股价的表现也乏善可陈。另一面的潜台词则是，好股票不一定来自好公司，只要有个便宜的价格，或是当下有催化事件，短期内也能为投资人带来满意的回报。我们不同意这种说法。我们认为，用合理甚至偏贵的价格买一个伟大的企业，然后长期持有，要远胜于用便宜的价格不停地交易平庸的公司。我们以茅台为例，在过去17年时间里，茅台的涨幅只有8年排进了A股的前20%，大部分时间因为当年没有催化因素或估值偏高，都表现平平，甚至中间有三年股价出现了较大回调。但这完全不妨碍茅台成为伟大的长牛股，公司上市至今上涨了125倍，年复合回报率35%，在所有中国上市公司里位列第7。这是一个“局部涨幅最大化”和“全局涨幅最大化”的抉择。所以，东方港湾不止致力于寻找“好公司”，更是追求好公司中的“伟大公司”。伟大企业诚然不多，但绝非无迹可寻，它们通常拥有广阔的行业空间，商业模式壁垒高筑，增长潜力巨大，财务水平健康，管理层优秀。这些公司常常在发展的前半程就已表现突出，进入投资者的视野。我们要做的只是重仓长期持有这些企业，若能在十年中发现两三家这样的企业，资产增值就会产生巨大效果。东方港湾在过去的14年，有幸能与其中近一半的公司共同成长，2017年再次有赖于这些企业辛勤的付出和创新，我们继续获得了令人满意的回报。

表9 茅台历年市场表现

贵州茅台	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
当年收益	8.4%	-26.1%	10.6%	89.2%	50.8%	341.2%	163.5%	-52.5%	57.5%	9.3%	16.9%	9.8%	-36.6%	66.9%	28.8%	56.5%	111.9%
A股总数	1055	1123	1190	1289	1303	1369	1495	1572	1670	2018	2299	2454	2456	2580	2803	3030	3443
当年排名	22	683	200	3	41	31	732	452	1423	854	51	741	2385	637	2087	268	170
(rank%)	2.1%	60.8%	16.8%	0.2%	3.1%	2.3%	49.0%	28.8%	85.2%	42.3%	2.2%	30.2%	97.1%	24.7%	74.5%	8.8%	4.9%

表10 中国上市公司牛股

代码	公司	上市时间	上市长度 (年)	年复合涨幅	上市至今 涨幅(倍)	2017年前三 季度增速	ROE
0700.HK	腾讯控股	2004-06-16	13.5	59%	504	66%	26%
2382.HK	舜宇光学科技	2007-06-15	10.5	42%	371	149%	34%
TAL.N	好未来	2010-10-20	7.1	41%	11	28%	23%
2018.HK	瑞声科技	2005-08-09	12.3	39%	59	42%	34%
1177.HK	中国生物制药	2000-09-29	17.2	39%	294	16%	24%
2313.HK	申洲国际	2005-11-24	12.0	36%	39	24%	18%
600519.SH	贵州茅台	2001-08-27	16.3	35%	125	60%	29%
NTSE.O	网易	2000-06-30	17.4	31%	117	19%	29%
002035.SZ	华帝股份	2004-09-01	13.3	30%	31	55%	22%
EDU.N	新东方	2006-09-07	11.2	29%	16	12%	28%
600877.SH	伊利股份	1996-03-12	21.7	29%	240	12%	26%
002032.SZ	苏泊尔	2004-08-17	13.3	29%	27	21%	25%
0698.HK	通达集团	2000-12-22	17.0	28%	65	-24%	18%
600276.SH	恒瑞医药	2000-10-18	17.1	28%	66	21%	21%
0425.HK	敏实集团	2005-12-01	12.0	27%	17	30%	18%
BIDU.O	百度	2005-08-05	12.3	27%	18	88%	17%
002007.SZ	华兰生物	2004-06-25	13.4	26%	21	2%	18%
000651.SZ	格力电器	1966-11-18	21.0	26%	126	38%	34%
600436.SH	片仔癀	2003-06-16	14.5	25%	24	40%	18%
000568.SZ	泸州老窖	1994-05-09	23.6	25%	186	33%	17%
600487.SH	亨通光电	2003-08-22	14.3	25%	22	59%	19%
600309.SH	万华化学	2001-01-05	16.9	25%	41	212%	38%
CTRP.O	携程网	003-12-09	14.0	25%	21	44%	3%
600741.SH	华域汽车	1996-08-26	21.3	25%	107	8%	16%
000002.SZ	万科A	1991-01-29	26.9	24%	293	34%	20%
2318.HK	中国平安	2004-06-24	13.4	24%	16	17%	16%
000538.SZ	云南白药	1993-12-15	24.0	23%	153	10%	18%
002008.SZ	大族激光	2004-06-25	13.4	23%	15	137%	24%
000895.SZ	双汇发展	1998-12-10	19.0	21%	39	-4%	32%
1666.HK	同仁堂科技	2000-10-31	17.1	20%	23	-3%	13%
600703.SH	三安光电	1996-05-28	21.5	20%	54	59%	16%
000423.SZ	东阿阿胶	1996-07-29	21.4	20%	50	2%	21%
600521.SH	华海药业	2003-03-04	14.8	20%	14	26%	13%

注：A股 + 港股 + 美股中，上市至今涨幅大于10倍，平均年复合增长率超过20% 的个股（剔除异常走势的部分个股）。

其次，对于伟大企业的价格，我们的态度是“合理”即可，有“安全边际”再好不过。诚然，以低于内在价值的价格买入企业，能够形成一定的安全边际，缓冲无法预测的极端风险，也可提供额外的投资回报。但“伟大企业 + 便宜价格”的机会太少，可遇不可求，大多数时候伟大企业的价格只是“合理”而已。简单来说，根据“股价 = 市盈率 × 每股收益”的公式，如果能用合理的价格买到伟大的企业，通过每股收益的增长所带来

的回报是长期而持续的，而通过市盈率增长所带来的回报或“安全边际”却是一次性的。茅台在2013年碰到“三公消费”危机的时候，市盈率一度跌至8.8倍，那时候的安全边际很高。但茅台股价在2017年初达到330元时，市盈率就已经修复至25倍的合理区间，这是否意味着茅台不值得持有了呢？是否意味着2017年至今140%的收益全是泡沫？我们认为，过度追求当期估值上的保障和回报，忽略企业成长所带来的回报和保障，实为买椟还珠，是舍本逐末的行为。当然，如果伟大企业的估值达到了“疯狂”的程度，比如兑现了未来5年的业绩成长，使投资的隐含回报率远远低于其他机会成本，乃至现金的成本，我们就没有理由继续持有该仓位了。

最后，伟大的企业还需要用“时间”去发酵，方能绽放价值的玫瑰。投资是一场下注未来的事业，股价是未来现金流的折现，企业的未来是清晰可见，资本市场给的价格也会越准确合理。聪明的投资人企图通过量化“已知的未来”判断股价的走势，趋吉避凶，在阶段性高点出清持股，回避之后的调整，最后却戏剧般地与伟大企业和巨额财富失之交臂。随着未来的画卷徐徐展开，人们常常会发现，在“已知的未来”之外，永远还有“未知的未来”，其中虽蕴含着无数的风险，但对于伟大企业而言，却是无尽财富的源泉。在腾讯刚刚创立时，谁也料不到一个通信软件最后会演进为中国最大的游戏平台。同样在微信问世之前，腾讯还笼罩在会员和游戏增速见顶的阴霾之中。乃至到了今天，联结着中国人民生活方方面面的微信，仍在不断地给我们创造惊喜。“未知的未来”可能结出财富的硕果，但却非投资者所能预见，更非靠“交易”所能把握，而是伟大企业和优秀团队在一次次创新和困境突破中创造的，给予极具远见和耐心的投资者应有的报酬。如果因为短暂的“已知的未来”，而放弃了长远的“未知的未来”，就是因小失大、得不偿失了。当然，“未知的未来”也蕴藏着许多导致企业从繁荣走向衰落的陷阱，这也是为何巴菲特一再强调“护城河”重要性的原因。



图37 已知的未来与未知的未来

在“与伟大企业共成长”的核心理念的指导下，我们在A股、港股和

美股选择了数个领域的30多个龙头企业，涵盖了白酒、游戏、电商、零售、家电、保险、教育、消费电子、人工智能、云计算、智能驾驶、VR（虚拟现实）、芯片、高端医疗机器人等诸多领域。2017年，这些企业依旧在各自领域保持着绝对领先的地位，以持仓的20只个股为例，2017年前三季度剔除亏损的特斯拉之外，利润增速高达41%。步入2018年，我们的投资策略仍将一以贯之，这是放之四海皆成立，可以穿越时间长河的投资方法。无论是A股还是海外市场，我们仍会自下而上地去找寻、鉴别、跟踪和坚守那些优势领域的伟大企业。从目前的持仓角度看，我们部分列举了以下几类优秀的生意。

1.高端白酒：由大众消费所承接的“无酒不成宴”的中华文化消费，对于站在金字塔尖且拥有行业定价权的高端白酒而言，是一次蜕变和腾飞。面对上千亿元规模的白酒行业，稀缺的高端酒是“液体黄金”般的存在，在酒质和品牌上无可撼动，成长空间巨大。

2.游戏：互联网游戏“强者恒强”的马太效应已经牢不可破，游戏的研发、发行和分销渠道牢牢地被把控在两家行业巨头手里，消费者的虚拟消费习惯和支付能力不断在提高，游戏的格式亦不断推陈出新，这是个没有终点的“精神鸦片”。

3.电商与新零售：中国电商的格局已经牢不可破，在电商以外，占社会零售总额85%的传统零售和服务，亦在移动互联网技术的改造下开发出了许多如网络外卖、无人超市、生鲜电商、商家服务号等新价值，原本分散的线下格局也在逐渐呈现出聚集效应。

4.家电：大众消费升级体现在从“拥有生活”到“精致生活”的转变上，在家电方面亦体现得淋漓尽致，品类不断推陈出新，功能不断智能化，品牌不断集中，拥有品牌、通路和研发实力的公司，更能够分享中国财富增长的成果。

5.保险：以理财为卖点的保险业，随着人们对“精致生活”的追求，以及金融监管的升级，开始回归保障的本质，保险行业从“一条腿走路”变成“两条腿奔跑”，估值也逐渐与国际并轨。

6.教育：课外辅导原本数千亿元的全国市场支离破碎，拥有完善教研体系和品牌优势的机构，在全国各地被成功复制，不停攻城略地，一点点地整合着这个分散的市场，空间巨大。

7.人工智能：以人工智能改造互联网业务，一如过去以互联网改造传统商业，在各行各业已经开始星火燎原。传统的行业龙头拥有无可比拟的算法和数据优势，在此轮变革里占尽先机。

这是个对投资很友善的时代，代表时代发展方向的伟大企业卓然屹立，壁垒高筑，强者恒强。与这些伟大企业同行，将使投资事半功倍！

在尽职履行投资信托责任之余，东方港湾亦积极履行着社会公益责任。2017年，我们以公司名义向多个慈善基金会发起慈善捐款，包括云南省少年基金会、中华社救助基金、红树林湿地保护基金、山西省汾西县光伏扶贫项目、东阳市慈善总会、上海联劝公益基金会以及云南省青少年基金会，总计3913936元，为社会扶贫工作尽了绵薄之力。

投资札记之六：资本的重担

金钱的背后有着不同的意义，但只在于你如何理解与行使权利，如果你懂得使用而且也愿意肩负重担，金钱就是你改变社会、影响他人、保持心灵自由的工具。

资本的重担

我从真正有思想的那刻起，就被中国历史上那些实业救国者深深打动。默默地，这种力量经久不息地在我的血液中奔腾流淌。我们的国家到底需要什么样的人？需要什么样的气质？

我们这个时代充满变幻，但在活力激情的下面，却有浮躁的金钱至上的暗流，就像股票市场充斥的多是题材、概念，背后多是一锤子买卖式的套现。人们的思维倾向极其明显，这不仅仅在投资界，我们的艺术、诗歌、小说等有的也缺乏深沉悠远。在投资界，许许多多的人可能幻想的是如何通过资本运作赢得厚利，他们很少愿意承受经营实业背后的艰辛和苦难。我们需要什么样的榜样？我们这样大的一个国家，可能真正需要的是类似踏踏实实创造出一个Windows，成为世界首富的比尔·盖茨。

盖茨的故事让我心动，而今天的中国同样需要任正非、王传福、曹德旺等艰苦卓绝、奋斗成长的企业家。我的一位回国创办企业的加拿大籍朋友曾说：“我们的企业从构思创立的那刻起，就盯着世界级大公司，自信凭借中国人的智慧和才干，完全有能力登上世界舞台。我们就是要在世界主流商业社会的中央创办企业，设立研究开发中心，干出一番由华人主导的现代经济形态下的事业……中国许多留洋的年青人，都有这样的志向，以前环境条件不允许，但现在无论在国外还是国内，都已经具备基本条件。像我在深圳感受到的就是一种极为刺激的战斗气息，这多少有点儿美国硅谷冒险进取的精神。”我的参与谈话、从事风险投资的朋友也说：“如果可能，我们会在国内整合一个个企业，再将它们推向全球市场参与国际竞争……希望在企业这个层面上实现中华之复兴。”也许

上述谈话梦想多于现实，但却实实在在印到了我的心上，也为此感动。

心灵高洁，志向远大，脚踏实地，上帝也会帮你实现梦想！真正的革命一定源于思想，源于思想的变革一定最持久。我非常敬佩俄国历史上的十二月党人，家境优越的青年军官与贵族真正为社会理想追求变革。在中国几千年的朝代更迭中，似乎鲜有这种人文精神的追求。无法延续的贵族传统，真正知识分子良心的缺失，造成了中国缺乏现代意义上的人文传统，无法将目光专注于未来。而且通常的情况是，一旦自身命运有所改变，便常常骄横无比、炫耀自己，对生活贫困的人漠不关心，不知道更加远大的目标在哪里。今天，让我高兴的是，不少才俊之士有了更为远大的目标，而且自觉地与国家的命运联系在一起。

看过的书中曾提到过，在美国与日本的某一个特别时期，卖出股票可能会被视为不爱国的行为。国内的投资者可能很难理解怎么会有这种认识产生，而且倾向于认为这是天方夜谭。但这是事实，这样的意思我不只在一本书上见到，也许这是一种基于美国与日本社会传统的价值观，虽然它在我们看来是那樣的不可思议。

金钱的背后有着不同的意义，但只在于你如何理解与行使权利，如果你懂得使用而且也愿意肩负重担，金钱就是你改变社会、影响他人、保持心灵自由的工具。

2000年9月29日

巴菲特的小屋

很多人一生都做着成为大富翁的梦想，不过那些有幸真正成为亿万富翁的人又是如何花他们那些看起来取之不尽的金钱的呢？美国《福布斯》杂志新推出的富豪榜出炉后，人们又给那些一掷千金的富翁们列了个“富翁挥霍榜”。

“挥霍冠军”非俄罗斯大亨罗曼·阿布拉莫维奇莫属。这位38岁的新生代富豪在20世纪90年代靠石油出口贸易发家，并参与医药品和重工业经营，目前共有133亿美元资产，2004年世界排名第21位。孤儿出身的罗曼大手大脚得令人咂舌，仅在过去两年内，他就花掉7亿美元，平均每天挥霍97万美元。他花了2.9亿美元购买英超切尔西俱乐部，还花了2.2

亿美元购买两艘游艇，其中一艘还带有直升机停机坪。他还把自己购买的飞机改造成了豪华餐厅。

世界排名第三、亚洲首富印度大亨拉克希米·米塔尔，这位钢铁大亨因印度钢铁需求猛增，个人资产从2004年的188亿美元跃升到250亿美元。他花了1.2亿美元购买了伦敦肯辛顿宫附近的一栋豪宅，创下了全球单座房屋交易额的最高纪录。他女儿2004年为期5天的婚礼中，一共花了6000万美元，承包了拥有600个房间的巴黎五星级大酒店，邀请1000名客人入住，婚宴更是租用了富丽堂皇的凡尔赛宫。新人的传统礼服上，还镶满了各式珠宝。

相比之下，以210亿美元资产名列世界富豪榜第7位的微软创始人之一保罗·艾伦的花钱方式显得更有意义。他花了2000万美元建造全球首家私人航天器“太空一号”，在2004年6月成功上天，为他赢回了1000万美元的安萨利奖金，被誉为“开创了人类太空旅行的新时代”。他斥资2000多万美元修建的一座“外星人博物馆”也在2004年6月开馆。几年前，他修建了一座“体验音乐博物馆”，以纪念和他同是西雅图人的摇滚巨星杰米·亨德里克斯。

巴菲特在2006年6月25日捐出总价值约为370亿美元的财富，他只在1957年27岁时花费31500美元买了一个小屋，还有就是1971年他41岁时在妻子的请求下，在Laguna海滩购买了（后来又卖掉）一套15万美元的夏天住的房子。

2007年3月13日

以世界的眼光看行业，以婴儿的眼光看世界

2007年7月12日下午，我的同学——亨吉利世界名表中心总经理方娟女士，在她工作的深圳科技园飞亚达大厦，给中欧2007 EMBA同班同学做《名表鉴赏与奢华》演讲。

演讲前我们欣赏了方娟同学专门为本次活动从全国各地名表中心调回来的名表。平时从不带手表，除了坐飞机要问问空姐时间外，我们的手机、电脑上都有时间，如果从功用的角度看，手表行业应该是一个夕阳行业。这只是我的一个直观感受。



图38 2009年5月论文答辩结束，和同学们在中欧校园合影留念！从左到右依次为王尉朝、朱晨、陈绮老师、方娟、我、肖锋

也许是穷苦人出身，当一路看下去，看到一只表竟然卖220多万人民币，据介绍还有1400万一只的手表时，真是太惊讶了。别说1400万，220万的价钱已经顶保时捷公司出产的最高端、最新款的SUN卡宴轿车了，对我们这些穷苦家庭出身的中国人来说，SUN卡宴比一块顶级手表要来得实惠得多，但也够奢侈了。“穷人玩车，富人玩表”，看起来我们确实需要洗洗脑，正确认识“奢华”。

三点多钟，配合着旋律动听的音乐，伴随着方娟亲手参与制作的异常优美的幻灯片，方娟同学开始给我们讲述一款款名表的悠久历史、雍容华贵，以及经典和强大的影响力所在。方娟同学的文字像诗歌一样优美，总能打动人心最柔软的部分：“一块百达翡丽经过百年，美丽仍不过时的……依然是可以传世的腕上瑰宝。”

据说百达翡丽能彰显非凡品位，与维多利亚女王有关，一次她莅临首届伦敦钟表博览会，被一款百达翡丽表吸引。这款表无钥匙上链设计，直径不过30毫米，精致而新奇。女王当场解囊买下。在她的带动下，阿尔伯特王子也买了一款百达翡丽表。消息不胫而走，从此百达翡丽更拥有纯洁与永恒的魅力。

莎翁说“一夜可以造就一个暴发户，三代才能培养一个贵族”，欧洲许多奢华品牌都与欧洲的贵族传统有关，商业社会的某些元素也与这些

历史人文的变化有关。我们中国人有时候确实很难理解这样的文化与传统。中国没有真正意义上的贵族，所谓“朝为田舍郎，暮登天子堂”，纵观整部中国历史，王朝世系更迭频繁，从来就有“君子之泽，五世而斩”的说法，自然也就无法形成稳定的贵族社会，由此助长了因富即贵的等级意识与及时行乐的奢靡悲风。

今天的中国，由富而贵可能是许多人内心的欲望与要求，但优雅、高贵的生活方式，卓而不凡的人格魅力，却是需要社会长期安定和多代人持续努力的。当然，对从事投资事业的我们来讲，更重要的是看待一个事情不能仅仅局限于某一点、某一行业，或仅仅限于国内，而是要从世界的角度来分析。“以世界的眼光看行业，以婴儿的眼光看世界”，这也是我的同学，亨吉利世界名表中心总经理方娟女士演讲的经典之句。从这个角度看，也许可以解开曾经迷惑我们心灵的许多东西。

2007年7月16日

2018年的感悟

真没想到，在和方娟同学整整相识十年的时候，她离开了我们。真的是太突然，太震惊了！和方娟同学不仅是中欧2007届EMBA班的同班同学，也在同一个课题小组，我们组做的课题报告就是方娟同学工作的公司。两个月前，她还参加了同学公司的上市仪式，我因出差未及时赶上与方娟同学见上最后一面。不过看她与同学合影的照片，根本看不出得了重病……方娟同学是那么善良、优雅、美丽，犹如一道绚丽的彩虹，虽魂归天国，依旧美丽！纪念！亲爱的方娟，2007深圳班同学永远爱你、怀念你！

农民·贵族·奢侈品

1992年的某天，和老友米川去由邓小平挥毫题写的蛇口“海上世界”游玩。“海上世界”是由一艘法国建造、戴高乐曾乘坐过，后来由中国远洋总公司购进的退役客轮改装的海上游乐中心。当年9层高的明华轮像现在的“明斯克”号航母一样矗立在海面上，登上甲板可以近观碧波荡漾的深圳湾，远眺伶仃洋面上的一艘艘轮船。今天它已成了一艘旱船，深圳围海造地估计已填平了三分之一的深圳湾。

当年“海上世界”旁，曲径通幽处是两排临海的别墅，据说电影明星刘晓庆还买过其中的一套。和朋友米川漫步在海浪拍岸的别墅边的小路上，一户人家在装修，朋友非要进去看看，看完出来，米川带着京腔“破口大骂”：“他XX的，真他X的腐败。凭什么？！”

我祖上是浙江东阳虎鹿乡厦程里的农民，生活在会稽山脉的虎峰之阳、鹿峰之阴，因地少人多，多数家庭日子过得很艰苦。2008年春节我还听姑姑说起：“我和你爸爸小时候为争东西吃打架……”我也是在普通工人家庭长大，艰难成长的岁月中对“不均”有一种天生的悲愤之情。所以，我可能和许多同龄人一样，对大富大贵、对财富本身有一种非常复杂的情感。一方面有“粪土当年万户侯”的气概，另一方面也有当年“如果能到蛇口的南海酒店住一晚就好了的阿Q式奢想”。

我相信只要是正常人，其“阶级情感”都是很复杂的，甚至一个宗教信仰、一个民族、一个国家的理想也莫不如此。据学者研究，民主古代的来源是希腊，近代的来源是新教的加尔文主义。新教脱胎于信徒只有通过教会才能与上帝接近的天主教，它主张上帝面前人人平等，信徒不必通过“腐败的教会”，通过自身的反省也可以聆听上帝。

当年，相信“信徒直接面对上帝，获得解救之路在自己手中”的新教徒们受到腐败的天主教会的残酷迫害，有部分人逃到了自然地理条件恶劣的瑞士，包括加尔文本人。但今天的瑞士却以为全世界最富裕、最有权势的人制造手表，并替他们“秘密”管理财富而闻名。

我的理解不一定对——那些几个世纪前反抗教会腐败的人，他们的后代却在为最富裕、最有权势的人制造全世界最昂贵的东西，并保守着他们财富的秘密。这是不是有点儿意思？

我不知道欧洲贵族和中国历史上的书香世家、簪缨世族是怎样思考“世代轮转”与“阶级”的问题的。一方面，为整个人类、为社会大同而战之目标，如星斗般永耀天空；另一方面，某种意义上，这个世界的历史似乎也在向着有利于贵族与权势的方向发展，至少长期胜出的与贵族传统有关的奢侈品如此，它们中有些并没有随岁月的流逝而消亡，反而历久弥新。

我是中国农民和工人阶级的后代，身上交织着中国古老社会的某些元素，凝望诸多沉浮繁杂的世事变幻，作为一个投资者，我好奇的是：

中国大地上，那些属于传统的奢侈品的未来在哪里？它们具有穿越“历史回声”，走向光明未来的能力吗？

2008年3月3日晚随想

衡量成就的尺度

智慧深邃的奥地利经济学家，也是世界近200年来，在经济学史上与亚当·斯密、马歇尔、凯恩斯等伟大经济学家享有同样卓越地位的约瑟夫·熊彼德先生，说他年轻时有三大人生愿望：

——维也纳最伟大的人；

——欧洲最优秀的骑士；

——世界上最伟大的经济学家。

但在1950年元旦，年轻的德鲁克，后来的管理学大师，去看望奥地利经济学家熊彼德，熊彼德对德鲁克说：“我现在已经到了这样的年龄，知道仅仅凭借自己的书和理论而流芳百世是不够的。除非能改变人们的生活，否则就没有任何重大的意义。”

8天后，熊彼德去世。德鲁克说他永远也不会忘记那次谈话，它给了他衡量自己成就的尺度。真正的成就！什么是真正的成就？我们从德鲁克与熊彼德的对话中知道了什么才叫真正的成就，从他们身上我感受的是一种长远的目光和深沉的思想，甚至是一种无法用语言形容的情怀……这份迅速变迁岁月中的平静、深远，与改变人们生活的志向，也许是我们真正缺乏的。

我们是普通人，注定要被流逝的时光湮灭，但有些因为自身命运改变了部分历史的人，将可能留在一代代人的记忆里，当然更有一些人不仅仅是因为他们的成就，还因为他们的品德、胸怀、目光、境界，让后来的人缅怀！

2007年6月16日

唯有思想更久远

——《查理·芒格传》推荐序

2007年5月9日，有幸参加了Wesco公司的股东大会。在入口处买了一本厚厚的朋友托带的《穷查理宝典》一书，据说这部借用富兰克林的同名著作为题目，讲述另一个查理——查理·芒格投资智慧的书，是投资者最值得一读的投资类书籍。等候股东大会开始的时候，先请芒格给朋友带的书上签了个名，在这方面，巴菲特非常讲原则，芒格就随和了很多，“需要被‘礼仪老师’多加培训的芒格”（巴菲特玩笑语），签名和照相的要求都一一满足。

很遗憾，当代最成功、最有资格、最有能力教导投资者的沃伦·巴菲特先生不写书，这令世人某种程度上担忧其思想和智慧能否得以流传。在彼得·林奇的《学会投资致富》中有一段讲述美国最早的百万富翁伊莱亚斯（Elias Hasket Derby）：“如今几乎没有人知道这个当时全美国最富有的人了。现在，他的豪宅已经属于国家公园，并对外开放，供人参观。但距离他的豪宅几百尺之遥，就是纳撒尼尔·霍桑（Nathaniel Hawthorne）所写小说《七个尖角的阁楼》（*The House of Seven Gables*）的故事发生地。霍桑声名远扬，而伊莱亚斯却默默无闻，这种强烈的对比足以说明，在人类生活中，在教育领域，文学与金融孰轻孰重……”

好在与巴菲特的成功密不可分，能和巴菲特分享价值观和目标，被美国《财富》杂志誉为“巴菲特化身”的芒格，也许感染于曾经做过编辑、作家、立法者、科学家、发明家、外交官，独立战争英雄，还是美国国父之一的本杰明·富兰克林对推动社会文明的贡献，更喜欢通过复杂的概念和细致的分析，教给人们如何拥有正确的思考方式、道德准则和商业哲学，或可略微弥补这一缺憾。在帕萨迪纳与朋友邓航交流时，有朋友评价：单就思想而言，百年之后查理·芒格也许会比沃伦·巴菲特的影响力更大（当然，这只是他个人的认识和见解）。芒格这位造诣深厚的投资大师，博览群书，知识渊博，某种意义上是一位哲学家和思想家，也像一位教育家。巴菲特曾谦虚地表示：“正是因为芒格对我们的教导，伯克希尔才得以成为一家更有价值而且受人尊敬的公司”。

在2007年5月9日Wesco公司股东大会上，当有人问及“为什么沃伦·巴菲特和他所创造的伯克希尔-哈撒韦取得如此非同寻常的成功”时，你

可以从芒格的答疑中感受到他的诚实与高贵：这的确是达到一种极致的结果……汇集于同一方向的多种因素导致沃伦的成功，这种（通过将专注、好奇心、坚定不移和自我批评有机结合并应用于一个多学科知识聚合体而产生的一种临界状态）极致出色的效应并不是来自其他任何方面……第一个因素是智力。沃伦是非常聪明的，但从另一个角度看，他也不可能在盲棋比赛中击败所有的对手。所以，沃伦超越了通常意义上的智力范畴。他从10岁时就意识到这一点并保持至今，从而收获今天的良好效果。通向成功是相当困难的，直到你能够在强烈感兴趣的领域迈出第一步。沃伦觉得没有任何其他领域能替代他对投资的兴趣，并且在他非常年轻时就迈出了第一步。成为善于学习的机器是至关重要的一点：沃伦是这个地球上最好的学习机器之一……伯克希尔至今的经营主要是来自一个人的头脑。当然，其他人也做出了一定贡献，但伯克希尔的成功极大地反映出了一个伟大的头脑所能做出的贡献……”

把伯克希尔至今的经营归于“一个人的头脑”，抛开芒格的谦逊，我们也看到了一种非凡的胸怀和气度。这让人联想起《查理·芒格传》中提及的一件小事，当盖林急需一笔钱，自己认为退出微型汽车工业品K&W股权只值20万美元时，芒格说：“你那份值30万美元。”这就是人性的闪光。更多值得我们思考的地方来自书中描述的查理·芒格成长过程的细节：如何平衡生活与投资，如何从离世的伟人身上学习，如何进行正确的思考，如何遵循正确的价值观，如何理解投资的游戏，大牌在手时如何下重注，如何对待社会责任和对人类文明事业的奉献……

进一步思考，我们也许可以认识到伯克希尔-哈撒韦为什么如此非同寻常。挫败感和恐惧心，是我们投资生涯和人生旅途中一定会面临的最艰难的挑战，怎么才能渡过难关？相比巴菲特看来一帆风顺的生活和财富积累过程，芒格更为艰难、“有些阶段甚至可以说是悲剧”的个人生活，或许更容易引起普通人的共鸣。书中所载芒格在1973—1974年投资不利时所经历的一段“非常不愉快的日子”，告诉我們有哪些人或事曾改变过他的想法，又有哪些是他一直坚持、不曾改变过的，而这些也可以变成我们的财富。正如芒格所言：“你永远都不应该在面对一些难以置信的悲剧时，因为自己失去信念而让一个悲剧演变成两个甚至三个悲剧。”“如果一个人能牢记生命中充满兴衰变迁这个道理，一生只进行正确的思考，遵循正确的价值观，他的一生最终应该发展得很好。”

2007年5月9日晚，我与一位20年前相识，芒格的关门弟子也是唯

一弟子，后来将比亚迪介绍给芒格的朋友李录畅谈，他说：“芒格非常正直、高贵，有类似中国传统士大夫的精神和情怀，有机会的话应该将老人的思想在中国传播……”我知道他真正想说的是什么。在几千年的历史长河中，中国传统知识分子始终认同和坚守正心、修身、齐家、治国、平天下的理想，而这种精神追求在今天的商业社会遭遇了前所未有的冲突和挑战。尽管过去的三十年被普遍认为中国现代化进程中最成功的时期，但坚持传统信念抑或接受商业规则一直是一个艰难的选择，在中国社会也难以找到将二者很好融合的先例。然而，在巴菲特和芒格两位智者的身上，我们恰恰可以发现这样一种近乎完美的融合——通过学习获取智慧，完全依靠自身修养实现商业成功，坚守理想和信念，遵循道德准则，理性、诚实、乐观，对社会充满终极关怀……从这个角度看，了解芒格的生平以及他的思想和精神，对中国投资者乃至所有搜寻自我定位的国人都是一次不同寻常的历程，它促使我们探索一个新兴的以商业为主导的社会的成功方式，并寻求中国文化灵魂复兴的答案。

2007年Wesco公司股东大会问答环节的最后一个问题是：“如何得到你所希望的？”芒格回答说：“判断什么是你不想要的并回避掉它，那你就得到你所希望的。沃伦具有和我同样的本能。我们还未遇到人生中失望的那一部分，愤怒的人会毁坏许多的人生希望。而陷入这种境况却是很容易的。问这样的问题：你怎样能以最好的方式得到你想要的？答案是：付出应有的努力并实现你所希望！除此之外还会有其他方法吗？”

我想，单单一个股东大会问答环节的问题已足够我们学习与思考很久了，更不用说尽叙芒格生平的传记。“生命中有许多事远比钱更重要”（芒格语），付出应有的努力阅读它，也许我们能得到我们所希望得到的！

2009年9月9日夜于云南澜沧县

向罗杰斯先生学什么？

有幸听过罗杰斯先生广东行的两次演讲，对他环球旅行线路图所展示的浪漫画面与战争国家的镜头印象深刻：“在非洲炙热的漫漫黄沙里驾车飞奔；在冰天雪地的冰岛欣赏夜晚湛蓝天空下五彩的烟花；在西伯利

亚一望无际的大平原上，看郁郁葱葱的白桦林和贝加尔清澈见底的湖水如画似歌；在埃塞俄比亚拉利拉神庙读世界上最古老的经文；在印度恒河圣浴；驾车穿越15个烽火硝烟的战区……”

巴菲特先生曾评价：“罗杰斯先生对市场大趋势的把握无人能及。”作为一个用历史和哲学的角度看问题的战略投资家，有什么事情能比亲身经历与感受更重要？这可能远超用经济和数学的角度思考问题。所以，从这个角度看，罗杰斯先生有许多值得我们学习的东西，就像他曾说过的：“通向财富和自由之路，属于登高望远的投资者！你要有远见，这是好的投资者的成功秘诀。”在我们理解，投资确实是比谁看得更远！

如果我们相信罗杰斯先生的洞察力与远见，作为中国人来说，将是非常幸运的。在眼力所及的日子里，除非出现极端情况，罗杰斯先生不准备卖出中国股票，这是他在游历116个国家，历经15个战乱之地，从西向东开车横穿中国三次之后，得出的结论。他认为：21世纪一定属于中国，就连中国的蜜蜂也比美国蜜蜂勤劳，中国蜜蜂比美国蜜蜂多飞3圈。

渣打银行资深经济学家王志浩测算过一组有趣的“中国年”数字。通过计量一段时间内个体平均收入的增长速度，可以粗略地衡量某一社会发生变化的速度。按照他的计算，美国的1年相当于中国的1/4年，或2.8个月，英国的1年相当于中国的3.1个月。一位美国人或英国人在中国3个月的时间里感受到的变化，需要在他的老家待1年才能感受到。换句话说，中国的生活节奏快了4倍。例如，一个在中国生活了两年半的英国人在中国所见的变化，需要在英国等足足10年才能见到。这也是我们在游历发达国家后能感受到的，遍布祖国大地的高耸立立的脚手架就是证明。

罗杰斯对比了116个国家，发现中国以及未来的中国最好。未来的中国是最好的吗？我们每天都在问自己，这需要长久的时间来检验，当然，也需要你拿出实际行动来投赞成或反对票，你的选择会最终决定自己财富的多少。

知识不等同于智慧，其实，没有谁比谁更聪明，赢得博弈的关键是头脑，是看问题的角度以及之后的行动！

2007年9月20日

第三篇

投资可以看得久远

本篇是媒体对我的四次采访。一次简短的谈话，可能并不能改变多少人的观念，但我希望通过这种公开的对话，让投资者们认识到价值投资的核心与内在逻辑。只有看清楚资本市场的本质和价值投资的逻辑，你才能主动成为一个真正的价值投资者。

投资可以看得久远[1]

世界的本源是什么？人类不平等的起源基础是什么？法的基础和精神又是什么？这些问题曾深深影响我的学生时代。今天，同样的股票市场动力和源泉的问题也影响着我们的价值判断，进而也让我们思考得更多。

本文中有关投资的思索是经过我们多年艰苦而漫长的努力得来的，当然，可能我们的思考还不够缜密，需要更多的探索。不过，能分享以不同的视角去看去想这个世界，总是一个好事情。另外，也感谢我们的合作伙伴基于共同或相似的价值观，给了一个让我们一起实践理想的机会。

从技术分析坚定地转向价值投资

张志雄：您是从哪一年进入投资行业的？

但斌：1992年底开始接触股票市场并尝试用自己的一小钱买卖股票。1993年2月，我进入深圳新兰德投资咨询公司培训部担任证券分析师，从事技术分析。两年多后，加入朋友组建的深圳巨澜投资分析科技有限公司，任副总经理。

之后进入君安证券，稍后到研究所当研究员。君安证券和国泰证券合并后，我又做了一年多研究。在证券公司研究所的3年里，我学会了用不一样的角度看企业，也就是基本面研究。在此期间，我获得过国泰君安董事会办公室颁发的国泰君安证券投资研究奖励基金一等奖。

离开国泰君安证券研究所后，我去了大鹏资产管理有限公司，出任首席投资经理。2002年12月，我开始了自己的私募基金经理生涯。2004年我们创建了深圳东方港湾投资管理有限责任公司。

张志雄：东方港湾成立三年来，每年的累计业绩如何？

但斌：2004年全年的收益率是44.50%（上证综指同期下跌了

15.40%)；2005年全年的收益率是38.00%（上证综指同期下跌了8.34%）；2006年1月—9月，收益率是122.20%（上证综指同期上涨了50.93%）。

张志雄：你进入投资业后的一个阶段中似乎对技术分析很感兴趣。

但斌：在技术分析中，我主要研究波浪理论。如果从宏观层面来看，技术分析观察事物的方法和角度是有些价值的，比如波浪理论是以“人类社会的变化”展开叙述的，这是从远处着眼。

但在微观层面，由于每个人看问题的角度不同，会导致结论的五花八门。比如波浪理论最容易混淆的就是各浪的位置，如果分不清楚大小浪，而在一个小小的波动上斤斤计较，肯定会出问题。技术分析可以用作事后解释，在细微的市场变化中用来预测，效果甚微。

张志雄：你为什么从技术分析转向价值投资？

但斌：最初我在新兰德用技术分析来研究股票，后来参与组建巨澜投资，走的也是这条路。对我而言，进入君安证券是一个很大的转折点，在那里我学会了基本面研究。君安研究所与后来的国泰君安研究所非常注重从行业、企业的角度分析股票，我的投资习惯在这里第一次得以转变。

在投资结果上，我用技术分析没赚到钱，改用价值投资方法后赚到了很多钱，从技术分析到价值投资的转变，是我学习改正、再学习再改正不断进步的过程。

张志雄：作为一名价值投资者，您如何评价当年从技术分析到如今的转变？

但斌：大陆证券市场初期受台湾的影响较大，而台湾流行的就是技术分析，进入门槛很低。从这点而言，我能从技术分析进入证券行业是较为幸运的。

至于转向价值投资，我认为这是和巴菲特一样的选择。巴菲特刚涉足股市时足足画了10年的图表，师从格雷厄姆后才真正转变成一名价值投资者。

我认为，任何事物都需要经历成长阶段，内地证券市场第一代投资人首先接触到的就是技术分析。对我而言，是在不断遭受挫折，反复学习、体会海外各种投资理念的过程中逐渐演变成为一名价值投资者的。

张志雄：1991年，我在上海证券交易所的时候，确实没有什么证券专业方面的书，记得有一本台湾人写得很浅显的股票书籍，我是如获至宝。不过，当时的证交所总经理尉文渊很不欣赏技术分析，他说看到这类股评就让人想起香港报纸上的马经。所以，我在当时就没怎么沾技术分析的边。当然，那时我们在《上海证券报》提倡的“长期投资”观念也很成问题。说来话长，令我好奇的是，您是怎么想到出来做私募基金的？

但斌：20世纪90年代在证券机构工作期间，我有很多想法和投资理念，但受制于公司制度和各种内部关系而无法实施。既然在国营机构没有机会，那我自己要去创造机会，最终我选择了做私募基金，我觉得这样才有可能把这么多年的想法和理念付诸实践。

张志雄：当时怎么不去共同基金呢？

但斌：当时共同基金大多是脱胎于券商，我觉得它们的内部制度差不多，不适合我。

张志雄：从1993年算起，你已有13年的投资生涯。你还记得第一次投资成功的经历吗？

但斌：1993年，我的公司老板拿出50万元让我替他买股票，从当年2月到9月，我把股票市值做到了70万元。有一个很好的回报以后，这些老板的朋友或者一些其他朋友，觉得能挣钱，就拿一些钱来。那时候本加上盈利，差不多250万。

张志雄：然后呢？

但斌：1993年9月，我听消息说深深房有大机会，就投入了所有资金，后来股市大跌，盈利全部回吐。为了弥补损失，接下来我不断做短线，结果亏了一半本金。1995年我做多国债期货，结果遭遇了最大的一次挫折，损失惨重。

张志雄：对这些投资成败，你现在怎么看？

但斌：庆幸的是，我在很年轻、钱还少的时候严重失误了几次，否则，重新站立起来的机会便少了很多。至于成功，我现在还谈不上，未来的路更遥远，但愿上帝能给我足够的时间来实现他的旨意。

张志雄：你现在的投资哲学是什么？

但斌：用“龟兔赛跑”概括我的投资心得非常恰当。以我的理解，兔子根本没有获胜的机会，因为投资是一项长期的事业。兔子跑得再快，也只能活几年，而乌龟可以爬一万年，考虑到时间因素，胜负自然分明。

从哲学的角度讲，我们在生活中面临许多抉择，有些抉择从一开始就必须明确——你要成为什么样的投资者？选择寓言中的兔子还是乌龟？答案是唯一的，没有第二种选择。

张志雄：在向价值投资者转变的过程中，什么人给过你启迪？

但斌：本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特和菲利普·费雪等投资大师的思想是我取之不尽的源泉，他们都把研究企业作为投资的出发点。有所不同的是，格雷厄姆的价值概念和费雪的成长概念是价值投资的基石，巴菲特是价值投资最坚定的执行者，他承袭了前两位的理论，又把它们有机地融合并发扬光大。巴菲特还拥有超越世人的眼光，可以在困境中看出前途所在。

张志雄：什么样的投资书籍使你受益匪浅？

但斌：《聪明的投资人》、《证券分析》、《巴菲特：从100元到160亿》、《怎样选择成长股》、《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》和《股票作手回忆录》等。

张志雄：现在很多人把巴菲特当成神来崇拜，其投资方法也被奉为圭臬。

但斌：巴菲特的投资方法很简单，但是巴菲特的精神、境界、修养，一般人很难学到。巴菲特的财富观也很难为常人理解。就投资方法而言，巴菲特达到了极致。

张志雄：你为何对巴菲特如此推崇？

但斌：我以前举过例子，一个人醒来，他发现自己拥有了巴菲特的财富，他会怎么想？绝大多数人肯定是以老子天下第一，走路都可以横着走。但是巴菲特可能只是觉得：上帝假借我的头脑完成我应该完成的事情，荣耀是上帝的，财富是社会的。于是他又把财富交还给社会。只有这样的人，上帝才可能把足够多的财富交给他来管理。我达不到他的高度，但我会努力接近。

张志雄：借鉴了大师的投资心得后，东方港湾是否开发出了自己的投研体系？

但斌：我们现在还没有开发出自己的投资研究方法，最多只是复制巴菲特的以公司价值为投资核心的投研方法。

张志雄：您觉得您的投资方法与众不同或有明显差别吗？请举例子。

但斌：我不很清楚众人的方法是怎样的，如果是炒短线，抓时机做波段，或者坐庄，我想可能根本上就不同吧。我以合适甚至低廉的价格买入并持有经营优秀而又持久的企业，应该也有其他人这么做吧。我们只是普通的投资人，而且我们认为投资没有秘密。

张志雄：如何看待大师们所说的成长和价值？

但斌：价值和成长不是截然分开的两面，就如巴菲特所说的那样，价值投资中包含了对公司成长的考虑。我们投资一家企业，不单纯是格雷厄姆说的“捡香烟屁股”的方式——仅仅评估其硬性资产的价值，我们还很重视企业的无形资产价值，比如品牌等对企业业务增长和盈利提升的持续正面作用。

坚持价值投资不需要任何借口

张志雄：您如何看待选时和选股？

但斌：要持续正确判断时机的抉择，这是超越常人的能力范围的，也许有人能够做到，但就我的投资生涯来说，我不认为这是具有可靠性的做法。我们投的是公司，只是通过股票市场去持有一定的份额。

张志雄：请举个失败的选股或选时例子。

但斌：在过去三四年中，我没有做过选时，而从选股而言，我认为持有的公司都很让我满意。

张志雄：如何看待主动投资和被动投资？

但斌：我们主动投资一家公司，看好的是其产品及市场竞争力，欣赏的是公司管理团队，并以合理的价格买入。我们既不会消极地构建一个模拟指数的投资组合，也不会频繁干预公司战略和管理。

张志雄：你如何选股？有什么标准？有什么投，什么不投吗？

但斌：第一，领导层必须诚信，具有专业能力，勤奋，战略正确，并愿意为股东创造价值；第二，它应该是行业中具有竞争优势的企业；第三，我们很关注企业的ROE和ROE上升的能力；第四，我们很关注企业收益的现金流质量。

张志雄：在你们的投资组合中也有万科，你们是什么时候发现它的？

但斌：我们很早就注意到了万科，认可其经营能力，2004年东方港湾成立时我们就买进了万科。

张志雄：为什么在人们普遍看淡房地产市场前景时，万科能持续看涨？

但斌：能否在行业遇到危机时表现得更出色，是判断一家好企业的根本标准。如果所谓的行业龙头在危机时不能表现得比其他企业更出色，说明其本身是有问题的。行业的不景气恰恰可以检验出这样的企业，我们可以借机放弃。

事实上，万科2006年显现出了行业龙头的实力，它本来预计拿地1000万平方米，而实际可能拿到了1300万~1400万平方米的土地。对比行业繁荣期，现在万科基本上没有竞争对手，因此其在杭州、厦门等地拿地十分容易，这是非常不错的表现。

伟大的公司往往可以利用行业危机来巩固自己的地位，例如中集集

团，利用集装箱制造业整体低迷期消灭了自己的竞争对手。

张志雄：说到品牌企业，你觉得同仁堂这家公司如何？

但斌：同仁堂是中国老字号品牌代表，但其缺点是，增长放缓，管理层进取心不足，因此我们一直关注，但在A股市场并没买入。

张志雄：你们在什么情况下卖出一只股票？

但斌：真正的好企业是非卖品。但通常企业都有生命周期，在其经营开始转坏或者股价已经极度被高估的情况下，需要卖出股票。注意，我说的是极度被高估时，我们才会卖出股票。如果股价稍微有些溢价，我们不会卖出，因为用便宜的价格再买一家逊色的公司对我们而言没有吸引力。

张志雄：相比其他机构投资者，你们交易频繁吗？

但斌：经纪商对我们很有意见。不同于大多数投资机构，我们现在基本上没有交易，买进后就一直持有。

我一直在思考一个问题：巴菲特长期持有获得了巨大的成功，为什么全球模仿他的人还是那么少？我的朋友们回答，中国有中国的国情。如果答案真是这样，印度有印度的国情，日本有日本的国情……总之各国各有各的国情，价值投资的标准就无从谈起。

我认为，价值投资应该有一个超越国度的评价体系。投资界总有各种借口：共同基金说资金的性质使我们做不到价值投资，私募基金也会说受到客户的压力更大，因而无法坚持长期持有，但对我们而言，坚持价值投资是不需要任何借口的。

张志雄：你们的客户难道没有给你们施加压力，甚至赎回吗？

但斌：客户如果不认可我们的理念，我们一开始就不会接受其资金。在操作过程中，如果有人产生疑虑，我们会用事实说服他。

比如我们有些后来的客户刚买进烟台万华时，股价从16元多跌到9元多，有的客户动摇了，我们就和他一起实地调查上市公司，看看这家公司到底怎么样。我们投资的是实实在在的公司，市场波动无法改变公

司的内在价值。经过和客户的反复沟通，现在客户都能理解我们的投资思路，认可价值投资的理念。

张志雄：但是遇到市场狂跌时，你们就没有动摇过？

但斌：市场狂跌正是我们买入的机会。一家好公司平时是8元交易，股价随市场狂跌至5元甚至4元，这不正是我们一直寻找的绝佳买点吗？在这种情况下，只会让我有一种遗憾——没有更多的钱买入更多的股票。真正的价值投资者不惧怕熊市，在牛市中反而会发生一些问题。

张志雄：如何让客户与你们一起在狂风暴雨中坚守？

但斌：好的企业像宝石一样珍贵，做投资就是要找到这样的企业并加以珍藏。但是长期投资者要穿越周期，穿越历史，如何才能坚持到底？这时候就要借鉴历史的经验，思考如何在乐观和恐惧中处理好自己的投资。

从历史经验中吸取投资的智慧，投资不是买进后再去应对，而是要让别人感觉到你每时每刻都在担负责任。这样你才能得到别人的信任，才能有效说服客户。

现在我感到我们不仅仅是在做投资，更是在从事财富管理。如何让财富穿越几代人，实现世代相传，这超越了炒股的观念。

张志雄：如何让客户接受你的世代财富管理观念？

但斌：现在客户拿一笔钱找投资经理，一般是问一年或者五年回报多少。但我们会从他孩子未来的生活以及父母家人的角度来规划这笔钱，有时候客户会想到这笔钱另有用处，我们会建议他少投一点。

恰恰是因为世代财富管理，价值投资的长期稳定性回报才凸现出来。

张志雄：能不能列举3只可以持有10年的股票，让大家进一步理解长期投资理念？

但斌：我们的第一个客户就签订了10年财富管理合同，我们给他做了一个投资组合，里面选取了我们判断未来10年可以战胜市场波动的

股票，主要有贵州茅台、深万科、招商银行和烟台万华。

以烟台万华为例，它是在2001年A股行情最高点时上市的，过去几年大盘一路下行，上证综指最低至998点。但如果在烟台万华上市时投资1000万元，现在分红累计是606451元，股价则上涨了5.1倍，现在你账上应该有6016万元。而烟台万华也从2000年4980万的净利润，到2006年有可能达到8.2亿的净利润，净利润增长约16.6倍。所以，好的投资回报要靠企业分红和内生性增长，而不只是简单预测市盈率变动等这些不稳定的因素。投资好的企业可以穿越周期，即便是经历大熊市，也能获得不错的回报。

张志雄：介绍一下烟台万华吧。

但斌：烟台万华的主营产品MDI是一种化工产品，烟台万华是MDI全球仅有的拥有自主知识产权的6家生产商之一，中国也因此成为第四个掌握这种技术的国家。

烟台万华在化工行业中的地位如何呢？石化行业有18个大门类，中石化拥有17个门类，唯独MDI不能生产，可见烟台万华技术壁垒之高。

张志雄：巴菲特在20世纪60年代末解散自己的基金离开市场，因为他判断股市总体已经绝对被高估。假设A股在2008年或者2010年处于绝对被高估，你们如何操作？

但斌：如果出现这种情况，我们绝对是卖出股票。不过内地股市泡沫来得没有那么快，至少十年后才会出现这种情况。看内地大多数企业，比如万科，其总市值目前才300多亿人民币，而香港一些大型地产公司市值都在数千亿港元。就中国如此庞大的市场以及十五年左右的经济快速成长期而言，万科市值最终达到三五千亿人民币是很正常的。2008年和2010年万科还达不到这个规模，需要十到十五年的时间。

张志雄：假设一下，万科达到四十多倍甚至五十多倍的市盈率，你也不认为它被高估？

但斌：从静态看，肯定是高估的。但看动态市盈率，比如万科通过收购兼并，买进了20家8倍市盈率的企业，其市盈率就会大大降低。从长期看，企业通过内生增长会不断拉低市盈率，比如平安保险目前市盈率很高，但如果五年内平安资产管理的业务规模能达到5000亿元，其市

盈率会被大幅拉低。再比如微软，早年在80倍市盈率的情况下股价仍能持续翻番，也是凭借其内生性增长。

实地调研与投资细节

张志雄：过去三年中你实地调研了多少家上市公司？

但斌：50多家。

张志雄：你觉得必须实地调研重仓的投资项目吗？

但斌：是的，我很在意是什么人在经营这个企业。

张志雄：有人认为读企业的报表和研究报告比实地调研更好。

但斌：实地调研对投资非常有好处，我去过很多家公司后，判断企业好坏的灵敏度大大增强了，一家公司的日常管理和文化制度等方面决定了其质地。比如说参加股东大会，你是有可能通过观察上市公司高层人员细微的互动，哪怕一个眼神也许就会让你感受到不一样的东西。当然这需要有极强的感受和阅读人的能力。

张志雄：你遇到那种善于做表面功夫的公司或者管理者，该如何判断？

但斌：我的经历使我在判断能力方面有不少优势。小时候，我不是一个好孩子，打架闹事都有过。后来，又从社会底层开始奋斗，历经磨难，和三教九流的人打过交道。现在我看过一个人后，凭直觉就能判断其好坏，企业如人，所以看企业也差不多。

张志雄：举个例子吧，比如你去贵州茅台见到的是谁，对方是怎样的，由此对公司做出了什么判断？

但斌：茅台接待我们的是季克良（茅台集团董事长），一位满头白发、非常慈祥的老人，出身江苏的酿酒世家，后来去了茅台，在茅台干了一辈子，他给我的第一感觉是非常好的一个人，值得信赖。

茅台其他管理层也很有眼光，股份公司的董事长袁仁国写过很多文

章，比如《茅台品牌的传统继承与价值创新》，这篇文章让人感到袁仁国的境界非常高，其对企业发展观的阐述非常符合我们对好企业的看法。

真正的好企业需要一个好的经营者，带领一个好的管理团队，具备传承能力，当然还需要身处有前途的行业。具备了这些条件，企业将创造伟大的事业。

张志雄：再举一个你认为管理层有点问题而让你放弃的上市公司吧。

但斌：有一家从行业和公司质量讲都不错的公司，我不必说它的名字了吧，但它的领导人是一位枭雄，能力确实很强，却让人不放心其内在的品质。我们就放弃了这家公司。

张志雄：你们现在主要投资几只股票？

但斌：主要是6只，地产行业里有万科、招商地产和华侨城，这3只股票可以算1只，主要是基于行业投资，均衡这个行业中有显著竞争力的企业。

张志雄：你每天都看很多研究报告吗？

但斌：并不是每天都看，很多券商出了不同的研究报告时会看一下。

张志雄：您每天阅读哪些类型的报告？

但斌：主要还是看招股说明书、年报以及公司公告，还有一些研究员写的我感兴趣的行业或公司的研究报告，他们能够提供一些我没有考虑过的视角。

张志雄：您如何使用研究员？

但斌：我希望他们能够独立思考，逻辑上要完整和合理，不要简单遵从常规看法，尽可能深入去了解一家企业，这很辛苦，也不容易，但是投资要成功就无法规避这些努力。

张志雄：您自己做研究的经历及心得？

但斌：不要丧失大局观，这是框架，但是一定要兼顾诸多关键细节。

张志雄：如何防止选择公司失败？

但斌：失败是无法避免的，只是通过细致的研究，持续的观察，尽可能减少失败的次数。

张志雄：您如何看待或利用市场共识？

但斌：还是那句话，别人怎么想和我怎么做没有太多的关系，或者说没有关系。

张志雄：您认为目前的投资团队中最重要的您吗？还是其他人谁最重要？

但斌：我认为这是一个协同工作的机制，没有说谁一定更重要，也许我的工作性质决定需要对很多事情做出决定。但是我得说，每个人都很重要，尤其是当他努力去了解一家公司的时候。

张志雄：您经常与多少位分析师通电话或见面？

但斌：我会看对一个行业或者一家特定的公司，有哪位研究员具有超出他人的深度和准确理解力，我会和他保持联系。时间上并不固定，数量也不好说，好的研究员是很宝贵的，我很敬重他们。

张志雄：有过止盈或止损的事件吗？请评价。

但斌：前几年我们投过深赤湾，在比较好的价位上我们把持股售出了，促使我做出这个决定的考虑因素是赤湾的地理局限，造成它的岸线无法扩张，这限制了企业业务的扩展。

张志雄：请举例说明您最后悔的一个投资事件。

但斌：没有，即便是早年的失误，于我而言也是财富。

张志雄：您害怕过吗？请举例。

但斌：因为我现在投的都是中国优秀的企业，我也在持续地观察它

们的表现，所以如果这样都无法夜夜安枕，我想其他的做法应该更难。

张志雄：现在有一种说法，私募基金只不过利用了共同基金的研究投资信息，你对此怎么看呢？

但斌：肯定不是如此。现在信息浩如烟海，真正赚钱还得看个人的价值观和判断力。共同基金自身的研究人员数量以及获得的经纪商支持，使得它们覆盖的行业范围和公司家数会多于我们，不排除在交流过程中给我们带来启发，但是我们投资的核心是选择有限的几家极为出色的公司，因此对个别公司的研究和人力资源配置，并不显示劣势，相反有更强的优势。

天真和质朴体现出企业的透明度

张志雄：你决定长期投资一家公司时，最看重的品质是什么？

但斌：企业如人，个人的优秀品质，比如天真、质朴、待人真诚也应是好企业所具备的。好的企业都比较透明；相反，老谋深算的企业总存在着问题。天真和质朴体现了企业的透明度，好的企业不怕给大家看，不好的企业则惧怕透明。

张志雄：在诚信环境很差的中国，好企业家不容易找啊。

但斌：中国历来不缺少救国救民的企业家，洋务运动、戊戌变法以来涌现出来多少爱国的企业家啊。

为什么我们看好烟台万华？在接触了丁建生等公司领导后，我发现他们就是民族的脊梁，他们不为国外企业高薪挖角所动，我们有什么理由去怀疑这样的企业家呢？

张志雄：当年四川长虹的倪润峰高举民族工业的大旗，但后来的表现却让人大失所望。

但斌：产业的变革是自然选择的结果。比如一家企业过去生产马鞭，但现在已经不用这些东西了，它不变革，就会衰亡。每一代总有每一代的企业图腾出现，下一代人又用其他企业来担负这种责任，江山代

有“名企”出。现在的华为就扛起了民族通讯行业的大旗。我认为，产业的变革跟个人的雄心并没有很密切的关系。

张志雄：你的职业生涯中，就有在好企业但没有成功的经历。

但斌：从君安证券到大鹏证券，倒下的原因不一，但带来的震撼是相同的。

君安证券那么好的公司在一夜之间突然倒下，带给我的震撼非常大。以君安证券的资质和潜力，有可能成为中国的美林、摩根士丹利。至于君安证券是如何倒下的，有的人说是内部关系没有平衡好，也有人说是跟市场大环境有关，如果君安证券现在MBO（管理层收购）就会没什么事。大鹏证券是因为投资失误而倒闭的，本来我有机会去阻止错误的投资的，却没有发挥作用，就那样看着它一步一步垮掉，真的非常遗憾。

有了这些经历，我感觉到伟大的公司不能只关注自己的经营能力，还必须具备社会良心、开放、谦逊、负责任等品质。

人文精神和人文关怀

张志雄：您每天的日程是如何安排的（从早到晚）？

但斌：每天7：20起来，8：30到公司，通常工作到下午6点钟左右。如无应酬回家吃饭，然后锻炼身体，看书学习。大概12点休息。

张志雄：您周末或假日做什么？

但斌：除去应酬，还是希望和家人在一起，也会抽出一定时间锻炼身体，当然，有时也加加班。

张志雄：您觉得自己幸运吗？为什么？

但斌：我觉得自己很幸运，生活在这样一个黄金般的年代，我有爱我的家人和朋友，我的工作为他人创造价值。

张志雄：您最爱的运动或娱乐？

但斌：高尔夫，娱乐几乎没有。

张志雄：您最好的朋友是投资圈子内的吗？如果投资界外的，是什么领域的？

但斌：各行各业的都有。

张志雄：除了投资专业书籍之外，你比较喜欢哪方面的书？

但斌：文艺复兴和启蒙时期一些名家的作品，美国联邦党人文集以及一些著名的小说。启蒙时期的作品对我影响很大，我小时候有上战场当英雄的想法，但到大学里，在接触了卢梭、伏尔泰等人的作品后，这个想法就改变了。

现在，每当生活或投资缺乏灵感时，我就去翻阅这些书，它们是帮助我找到灵感的钥匙。我越发感觉到这些书里的价值观和价值投资理念有很多相通之处，价值投资理念蕴含了丰富的人文精神。我为什么要讲人类经历了这么多挫折和苦难，因为我一直在用人文精神和人文关怀去观察和思考它们，然后把投资贯穿到人类历史中。

张志雄：你正在读哪些书？

但斌：《圣经》、《进化论》、《论人类不平等的起源和基础》、《论法的精神》、《战争与和平》、《日瓦格医生》、《不战而胜》、《股市真规则》、《戴维斯王朝》和《伟大的博弈》，有新书，也有百读不厌的经典作品。

张志雄：基督徒认为《圣经》和《进化论》是对立的。

但斌：我们年轻的时候都是唯物主义者，不信《圣经》之类的东西，我们都是用进化论来解释人是怎么来的。但《圣经》是在大学三四年级后才慢慢体会其含义的，小时候我们不信神，天不怕地不怕，对事物没有敬畏感，但是随着阅历的增长，体会越来越深，越能把握《圣经》里的那种敬畏感。

张志雄：达尔文对你有什么影响？

但斌：对于爱反思社会、反思历史的人来讲，都会问一个问题：人

是怎么来的。达尔文的《人类的由来及性选择》把进化学说推广到人类，它也帮助我们思考了为什么一个民族消亡而另一个民族强大并延续下来，为什么由农民组成的封建国家更容易取得强势等问题，这些问题的影响是深远的。

张志雄：你觉得最幸福的时刻是何时？

但斌：看着孩子快乐长大，看着中国一天天强大进步，我心里充满感恩。

张志雄：看到自己管理的资产升值，你不感到幸福吗？

但斌：我当然很高兴，不过这并不是一件很了不起的事情。因为做得好是上帝的指引，我们做了自己应该做的事情，哪怕再优秀也不是我们的功劳，而是上帝的。所以我虽然高兴，但内心非常平淡。

张志雄：在世俗化的投资环境下，你的言行有点高调和远大。

但斌：我想得很实际。我们要反思年轻时用青春、用热血去追求的是什么，不就是希望中国更加美好吗？我们这代人都有这种信念，而且不会随着岁月的流逝而磨灭。这样的信念支撑着中国的进步，没有中国的进步，我可能还在经历磨难，我的青春、爱情、家庭和健康等等不就没有了吗？我现在还在想，如果中国没有进步，我怎么能今天的这些呢？所以我带着感恩看待中国的进步，有时候看着万家灯火，眼泪就止不住流了下来。

张志雄：您能否总结一下您管理的类别资产（股票、债券、商品或某一风格产品）的经验之谈？

但斌：买好公司，拿住它。

张志雄：您展望一下您管理的类别资产的未来趋势？

但斌：中华民族是勤劳创富的民族，这决定了中国经济增长的动力远未消退，优秀企业的业务成长空间非常大，盈利的增长对股票市场而言是积极的。

张志雄：您对未来有何预测？

但斌：做我们认为正确的事，余下的交由上帝来完成。

张志雄：您推荐给读者的几句话、几个人或几本书。

但斌：几句话——资本市场从来都是慷慨的，但它只惠及拥有智慧和善于利用别人智慧的人。

有的人从来没有坚定过，因为他从未真正思考过。

如果投资亏损了，一定是因为我们的专业技术，而绝不会是因为我们的人品。我保证！

几个人——达尔文、巴菲特、芒格、托尔斯泰等。

张志雄：你是有强烈社会责任感的投资人，你如何看待回馈社会？

但斌：我们相信，一个融合了善意之心和社会良知的企业能够走得更加久远。如果我们真的能成就一个伟大的企业，那一定是上帝假借我们之手回馈他——永不止息的爱！

有一天我也会像巴菲特一样，做一些有意义的事，目前我只是救助一些贫苦学生。

张志雄：您的投资职业梦想是否已经实现？

但斌：路才刚刚开始。

张志雄：您的生活梦想是什么？

但斌：对其他人产生积极的影响。

张志雄：您给中国职业投资经理（如基金经理）的建议？

但斌：和时间做朋友，与优秀企业站在一起。

张志雄：您给普通投资人（但也许他们已经接近甚至超过职业投资人）的建议？

但斌：多考虑公司本身，少考虑股价波动。

张志雄：您愿意每隔三至五年接受我们的跟踪采访吗？哪怕您已经不再做投资经理了。

但斌：十年一个周期可能更好。

张志雄：您想过退休吗？多少年后？

但斌：没想过，但考虑到未来公司的继承性，我和太太说好，如果我老了，人不在了或者不能为公司出力了，我想我们只会保留一小部分公司的股权，余下的给有才华的年轻人。我相信真正的好公司一定是大家的、公众的。

张志雄：您认为投资大师的标准是什么？您喜欢什么样的投资经理人？

但斌：要有很高的人生境界，否则，我相信上帝也不会把巨大的能影响人类生活的财富托付给他。他是财富领域的社会良知！

我喜欢巴菲特这样让人景仰的投资人！

[1] 采访者：《VALUE》杂志主编张志雄；采访时间：2006年10月1日。

坚持是价值投资的核心 [1]

从2007年1月24日上证综指的高点2994点，到2月6日最低点2541点，指数下跌了15.13%，抛售股票的念头不知又充斥在了多少人的脑海里，但历史告诉我们持有并珍藏那些能经得起时光考验的企业会有多么不一样的未来！

坚持是价值投资的核心

《证券市场周刊》：你认为价值投资理论复杂吗？

但斌：很简单。巴菲特提到价值投资观念的核心是“以40美分的价格买进一美元的纸钞”，而成长是优秀公司价值的一个必要组成，即是说，这个一美元的纸钞随着时间仍在继续增值。这个方法本身不是很难，很容易讲明白，但是坚持不容易。这里面我认为存在三个无法避过的阶段：一是理解和接受价值投资的理念；二是要本着严谨的态度，以逻辑合理的方法去评估企业的价值；三是在动荡的环境中坚持。规则很简单，但是坚持太难了。

价值投资理论不是巴菲特创立的，是格雷厄姆和费雪的东西。格雷厄姆的学生都很富有，只不过巴菲特最富，相信这个流派的人都是富人，这是缔造财富的一个流派。不是说学问很深，这个学问很简单，主要是看你能不能身体力行，你能身体力行就会很富有。另外价值投资跟你的人生阅历、价值观和看事情的角度有关系。

《证券市场周刊》：我们市场的效率还不高，有很多内幕消息，条条大路通罗马，各种道路都可以赚钱。巴菲特的方法推到10年前，在中国好像也不能适用吧？

但斌：价值投资本身是全世界通用的，10年前如果你买了万科会得到回报，你买的所有好股票都是不得了的回报。

《证券市场周刊》：但这段时间肯定很难受。

但斌：也不难受，10年涨10倍，怎么会难受。怎么说呢？因为中国证券市场刚开始的时候大家没有经验用这个东西，如果有经验做到了一样赚钱，10年前如果我们认识到价值投资，现在已经10年10倍了，我们知道有这样的案例，万科有一个股东叫刘元生，1988年12月在万科发行股票时认购了360万股，以后随着万科送配股加上刘先生通过二级市场增持，目前已经持有5827.63万股。刘先生认购原始股加上二级市场买入股票的成本，共约400万元。经过18年，现在市值4.8亿元，赢利120倍。如果他很早就出来而不是一直投资万科，那才是真正的难受呢！

《证券市场周刊》：东方港湾大概是什么时候开始转向完全复制巴菲特的？

但斌：我们公司是2004年3月份成立的。但我们都从业有15年左右了，我们是在做投资的时候慢慢悟到这种理念的。主要从2001年开始，正好是熊市开始的时候。在熊市里我们每年都赚钱，按道理说熊市肯定亏钱，怎么赚钱的呢？举个最简单的例子，烟台万华2001年上市，它在2000年有4980万元的净利润，到2006年有可能达到8.2亿的净利润，净利润增长约16.6倍。打个比方，如果你在2001年投资1000万，累计分红约60万，由于企业内生性增长强劲，5年熊市下来，其上涨约5.1倍，投入1000万的收益就是约0.5106亿元。

《证券市场周刊》：看来2001年真的是个转折点，我听说很多机构都是2001年去投资香港了，也有好多在熊市里爆仓的。

但斌：巴菲特说，退潮了才知道谁没穿裤头。

《证券市场周刊》：有很多私募基金是对冲基金的风格，譬如著名的索罗斯，对于对冲的做法你有什么评价？因为现在中国的市场还不是很有效，有些人确实对这个市场的转折点把握得很准。

但斌：作为投资来说，成功的方法各式各样都有，但是关键是你想成为什么样的人。打个比方说，罗马军团要行军，必须逢山开道、遇水搭桥。遇到河流一百个人顺着沟就过去了，这是游击队的做法，这个做法本身可以打一枪换一个地方，但是正规军必须得走康庄大道。巴菲特是没有疆界的，不同架构下的不同文化、不同投资哲学，开始的时候没有什么太大的差别，但是走得远了差别就出来了。

《证券市场周刊》：巴菲特也投资了几百个企业，他就没错过吗？

但斌：小的就不说了，大的投资他从来没有错过，或者说错的很少。作为重大的长期投资，必须要很严格地来筛选企业。打个比方说，2006年的投资，有很多热点，诸如有色、军工、3G和权证等等，如果以一年论输赢，你就需要不停地从一个弹坑跳到另一个更利于隐蔽的弹坑里。但如果投资是要留给孩子的，要几十年，要跨越几代人，就是另外一种做法。时间越长，实际上选股票的标准越高，找到的好企业越少。这是巴菲特的重大投资为什么只选那么少股票的原因。

《证券市场周刊》：价值投资是不是很容易就能讲明白？

但斌：很容易讲明白，但是坚持不容易，规则很简单，写巴菲特的书很多书店都有，巴菲特价值投资本身就是一些规则——垄断、消费，这很简单，是个高中生、初中生就能看明白，但是坚持太难了。比方说天天早上起来跑步对身体好的道理大家都懂，可有几个人能坚持下来？

《证券市场周刊》：也就是说，买对股票以后正确的选择是一直不卖。可是几百年来总是有投机的高潮，然后有一个低谷，股票随着大家的情绪在波动。为什么不利用这一点呢？

但斌：我举一个例子，一般理解最好的投资是A点买进，然后B点卖掉，C点再买进。但是按我们理解，真正的赢家不是做波段的人，而是在这几个点都在买的人——前提是你投资的是一个伟大的企业。对一般的投资者来说，他可能只有一笔钱，当然希望A点买进，B点卖出，然后再等低位买进；但是我们做的是一项事业，就像巴菲特，他的资金是源源不断的，他每时每刻都要做投资的决定，他思考的力度和角度不是一般人所能理解的。历来的投资实践证明，真正的赢家是持有不动的，而且不受外界的干扰，碰到任何问题都敢买。如果你投资一家价格不是极度被高估的优秀企业，那么你每个月都去买，不管高还是低，10年以后数目就大了。这中间隐含的逻辑是，我们所投资的公司因为具备持续增长的竞争力，它赚取更多高质量的收益，能够不断提升资源质量和股东价值。

比如沃尔玛，股价上涨到20世纪90年代，大概40多倍PE的时候，变得相对平稳。大概过了五六年PE又变成十几倍了，又开始涨。星巴克，现在是50倍PE，将来一定还会降下来。过去50年美国涨幅最大的企

业是菲利普·莫里斯，每年的回报是19.8%，一美元50年以后翻成8300多美元，就是8300多倍。这就是长期的概念，体现了长期持有优秀公司的巨大成功。再比如汇丰，有人赚10元、有人赚100元，真正赚得多的是拿着不动的人，这个不动看似简单，实际上做起来非常难。

《证券市场周刊》：那么买入股票就永远不卖吗？

但斌：有一些情况我们是会卖的，就是这个企业本质变化了。2004年东方港湾成立以来，在较高的历史价格，先后卖出过深南电（理由成本变化）→深赤湾、盐田港（岸线资源问题）→同仁堂（进取不足）→云白药（增长放缓）→张裕A（A股卖出，换了我们认为更出色的企业，B股我们坚持）。从来没有卖出过的是茅台、万科与招商银行等企业。投资是会错的，但我们要知道错在哪里？为什么会错？希望我们的投资决策越来越科学，更细化，这样我们的投资水平才会蒸蒸日上。当然，在艰难的时刻，我们也愿意坚守在未来能给我们带来收获的伟大企业里，与它们共经风雨。

《证券市场周刊》：不过多数人还是想做差价。

但斌：这也是我们公司跟其他公司最大的不同。我们的投资要想得长远，大多数公司都是对冲基金的那种模式，他们思考的都是一年或者几年时间内的事情。我们进行的是财富管理，希望财富可以传几代人。

选择7只股票投资

《证券市场周刊》：刚才提到汇丰，我记得你曾经问过汇丰前董事长，汇丰经历了上百年时间、前后七任董事长，一直是个卓越的企业，这里边的根本原因是什么？我理解你的方法就是对内关注自己怎样能够在一个重大历史时刻坚持价值投资的原则，对外关注这个企业为什么能够成为百年企业。你是怎么看企业的？

但斌：我们做长期投资，对企业的长期竞争力非常关注，也就是关注企业的生命周期。一个企业如果不能长期存在，投资它风险实际上是非常大的。所以我们看企业的时候，对企业长期的生命力要做定性的判断，要看它所处的行业是否能产生大企业，而且能否持续经营下去等。

巴菲特对企业的洞察力不是看报表或走访公司看出来的，真正的好企业是公开的，没有秘密。我觉得投资当中最关键的不是定量的方法，而是定性的东西——你怎么样看到这个企业长期的竞争力。既然特定企业的竞争力和它所属产业的持续能力是投资最关注的地方，那么怎么来做判断，当然也有一系列的具体步骤要考虑。

作为重大的、长期的投资，你必须很严格。如果是短期投资，今年可以有很多热点选择；但是给孩子留的，要持续20年的投资，甚至要跨越几代人，就是另外一种做法。投资时间越长，选股票的标准越高，找到的好企业越少。这是巴菲特为什么选择那么少投资目标的原因。

我们的定位就是长期投资，希望得到15%的年回报率就很不错。实际上，长远看，连续达到15%增长的企业是非常少的。

《证券市场周刊》：发现这些企业的门槛不高吗？大家都能选到吗？

但斌：真正的好公司是公众的。大家很容易看出来，就是不愿意做。可口可乐很多人都喝吧，你说好不好？吉列，不是每个男人都刮胡子吗？《华盛顿邮报》很多人都在读，麦当劳很多人都在吃，你看不到吗？茅台好不好，全中国人都知道。这些都是很简单的例子。

《证券市场周刊》：但是这样的集中投资风险是不是比较大？

但斌：我们对组合理论的理解，大概7个股票是最好的结果，超出了可能很难达到最大的收益，降低了可能风险就稍微大一点。好股就那么多。一个经济体中，企业的构成像金字塔，最好的企业就是塔尖那么几个，越往下越差。你的资金越集中在金字塔的顶部，收益越高。

巴菲特、芒格和林奇

《证券市场周刊》：就算都是价值投资，还是会有一些偏好的差异吧？彼得·林奇（麦哲伦基金的著名投资经理）、芒格（巴菲特的合伙人）跟巴菲特就不一样。

但斌：林奇可能选择另外一些机会，但是林奇也说过最好的股票就

是永远不卖的。

《证券市场周刊》：我是指他们两个看公司的方法，巴菲特主要是看财务报表，林奇更多的是跑到下面去看。

但斌：巴菲特不只是看财务报表，他对企业的洞察力可不是看报表看出来的。

《证券市场周刊》：他也不去公司调研吧？

但斌：早期巴菲特收购伯克希尔公司，以及GEICO，持股华盛顿邮报，都是亲力亲为去拜访上市公司管理层的。可能后来去得少了。我的理解是，定量的方法不是投资当中最关键的，定性的东西才是。你怎么样看到这个企业长期的竞争力，这个难度是比较大的。林奇去看企业，实际上也是这种方法，真正的高手可能都是这个方法。

《证券市场周刊》：不过林奇的侧重点更多的是看这个企业的市场占有率、市场前景等等。

但斌：林奇管理的是公募基金，他的资产必须要分布在各个行业里，他不能像巴菲特那样就买几个，这是一个最根本的原因。但他实际上跟巴菲特看公司的角度是一样的。另外，他虽然买入的股票很多，但真正让他赚到足够多钱的还是持仓最多，坚持时间最长的少数股票。

《证券市场周刊》：林奇的做法难度更大。

但斌：表面看是这样。但是在另外一个方面，实际上有些时候这样做难度反而更小。为什么呢？比如说我是一个波段操作者，高的时候我就卖掉了，或者碰到历史关头，一看不好就卖掉了，因为你不愿意承受这个煎熬，谁愿意承受这个压力呢？不愿意承受就卖掉了，这是最容易做的事情。最难做的事情就是坚持。投资其实是一副重担，你要怎么来扛它，这个是很困难的。

《证券市场周刊》：是不是对巴菲特就没有这种问题了？

但斌：这种思考是不一样的。芒格推荐过一本书，里面说为什么这个民族留下来了，那个民族灭亡了；为什么有些民族发展壮大，有些民族却变得弱小了，或者被淘汰了。我觉得这些大师从这些角度来理解

投资，眼界和想法是非常不同的。

关于万科、招商银行和茅台的讨论

《证券市场周刊》：你们在香港市场也有投资，主要投什么？

但斌：香港和内地两边股票差不多，主要有中石油、中海油、中国人寿、中国平安、招商局国际、港交所、腾讯等。

《证券市场周刊》：巴菲特也持有中石油，但很多人觉得国企不好投资。

但斌：不是，你看招商局国际，那是李鸿章当年留下来的唯一企业，有上百年的历史。中国人对中国企业的文化等各方面更了解，中国的好企业大多数还是国有企业。

《证券市场周刊》：我在2006年初的时候看到摩根士丹利、美林的一些报告，非常看好中国大陆市场，后来走势确实跟他们的判断是一样的。以前中国香港、中国台湾也有这种经验，就是大摩一个报告出来股市就涨，是不是说国外大行已经部分掌握定价权了？

但斌：那不是。2005年底我说中国股市的黄金时代来了，后来还公开发表过，题目叫《中国股市黄金时代来临》。而且这几年，我们一直也是这样做的，有钱就买进。当然，我这样说不想是我们多么厉害，而是想传达一个规律性的东西。投资真正顺应的是时代的潮流，这不是哪一个人或哪一派团体所能决定的。另外从切身经历说，我们10块钱买招商局国际的时候，大摩的报告说不值那么多钱，但后来涨到28块钱。另外他们对中石油也老是估错。

《证券市场周刊》：关于万科我想听一下你的看法。

但斌：房地产是“剩”者为王的游戏！现在万科是300亿元左右市值，中国房地产企业的长期趋势是越来越集中，香港在1977—1997年这段时间，早期有几百上千家房地产企业，后来就剩下一些大企业，现在香港大的地产企业有两三千亿港元市值。如果说十年到十五年后万科还是中国最大的房地产公司之一，5000亿元的市值很正常，而且房地产

还有一个特点，资金密集型，谁能在资本市场很好地融资，谁就发展得快，万科在这方面做得很好。

《证券市场周刊》：万科现在还能买吗（当时每股价格8.30元人民币）？

但斌：为什么不能买，闭着眼睛都能买。A股目前的情况是，真正好的房地产企业估值不高，尤其是跟它的成长性比，就更是。同样是房地产企业，重组的房地产企业可能30倍PE，万科才17倍，反而是这种好东西价格低。实际上大家都看好，但不愿意买，为什么？赚钱少，都想一夜暴富，这给了中国价值投资者很好的机会。

《证券市场周刊》：我看过一个研究，说因为房地产企业是周转率比较慢的公司，他们实际上在资本市场的外部融资不是非常频繁，比如两年一次，对这个公司成长性的帮助不如企业本身的ROE，即使外部资金进入，因为周转率非常慢，几年增长率特别快的话，资产负债率又非常高了。

但斌：因为中国的时代背景不一样，不能简单理解这个问题。特别是亚洲国家，地产企业都是大企业，不能对所有的企业一概而论。你说两年做不到，万科几乎每年都在融资，它做到了，地产企业对资产负债表的管理，确实是我们关注的重点。但不能因为这个原因就否定整个行业当中的那几个佼佼者。更何况中国所处的时代，在这个时代不投资这种行业会失去很宝贵的机会。

《证券市场周刊》：再说招商银行，因为国内的商业银行之间的并购还是没有放开，招商银行只能凭借自己慢慢做大，不靠并购，自身能做到多大的规模？作为对比，在证券业，像中信证券可以通过并购成长。

但斌：银行业跟证券业不太一样，证券公司这个行业比银行业周期更明显。银行业从全球来看，是一个能缔造伟大企业的行业，银行业之所以能够缔造伟大企业，主要不是靠规模大，而是靠文化、靠经营的效率，把一个小银行做成大银行。而且金融企业有一个特点，只要不出事，一百年以后一定是大企业，因为它是累积财富的过程。招商银行没有什么严重的问题，有一些小问题，但是总的来说它拥有很好的传统，能让它稳稳走下去。招商银行人均创收在银行同业里面遥遥领先，每个

支行网点的收入盈利情况也是别的银行的两到三倍。

《证券市场周刊》：你们投资茅台也有几年了，因为市盈率高，大家对于茅台的争议比较大，你怎么看？

但斌：我们投资茅台有3年了。茅台今年销售了大概不到8000吨，到2015年能销两万吨，茅台镇所有能够用来造酒的地方大概可以生产10万吨茅台酒，这还是刚刚开始。由于中国的城市化、收入水平越来越高，以后茅台的消费人群会增加很多。

《证券市场周刊》：可茅台只是中国的品牌，能够成长得这么快吗？

但斌：在世界六大蒸馏酒当中，中国的白酒是唯一用纯粮食酿造的，其过程是：高粱、玉米、小麦等谷物粉碎——曲粉——入池——发酵（60天左右）——高温缓慢蒸馏——量质摘酒——分级储存（陶缸、酒海或不锈钢等容器）——自然老熟——勾兑尝评。世界上其他五种蒸馏酒基本都是糖化发酵生产的。比如：威士忌（Whisky，英国）是麦芽和谷物分别糖化发酵经储存陈化；白兰地（Brandy，法国干邑地区）是葡萄经破碎压榨后液态发酵蒸馏所得；伏特加（Vodka，俄罗斯、瑞典等国）是薯类糖化发酵（液体）用桦木碳过滤、配制；朗姆酒（Rum，南美和欧洲）是糖蜜或甘蔗汁糖化发酵（液体）过滤、配制；金酒（Gin，英、荷、法、德等国）是食用酒精为酒基，加入杜松子等香料共同蒸馏配制，主用于勾兑调和鸡尾酒。而茅台酒的酿造过程更需要与大自然中的微生物融合，是真正的自然饮品。

中国的白酒其实有它的核心竞争力，问题是怎么让世界认识中国最好的酒。因为是这种工艺，茅台这种酒理论上可以放一千年，越放越值钱。如果瓶口密封问题解决好以后，就不得了。白酒原来做不到超长时间储存，时间长了它就挥发了。但是当你把瓶口密封问题解决以后，它就可以超长期储存了。现在中国白酒的出口量越来越大，茅台酒现在还只是中国的品牌，为什么不能成为世界品牌呢？也许有一天法国人会喝五粮液，英国人会喝茅台，都有可能。

《证券市场周刊》：我还是对茅台有一点疑问，就是这个市场怎么能够连续10年、每年50%的增长？

但斌：中国的消费人群会突然增加很多，像刚才说的中产阶级，随着中国的城市化，收入水平越来越高以后，总的消费能力是不一样的。而且，中国的白酒如果能走向世界呢？另外静态地看，即便不考虑销量增加，今天卖300多元一瓶的茅台酒，假设15年后卖到2000元一瓶，它又是什么情况？

《证券市场周刊》：听上去也有道理，但是相对而言，我很容易接受对万科和招行的预测。

但斌：投资是这样的，不需要每个人认识都一样，这样才会有买有卖，才会有不同的风格。茅台还有一个问题，不知你是否注意到：我们小时候可能卖7块钱一瓶，现在你看贮存50年的酒卖多少年一瓶？茅台酒能抵御通货膨胀，你信不信！

《证券市场周刊》：现在对基金重仓茅台有些争议，这个不关心吗？

但斌：对此我们不关心，也不知道，我第一次听说这种争议。你可以看一下袁仁国的讲话，看看他对茅台的评品与理解。你想一下企业的销售方式，先把钱打到酒厂然后等着把货提出来，而且现在的产能只能满足一半的需求，全世界哪有这样的企业。

《证券市场周刊》：可是茅台确实市盈率太高。

但斌：投资不能那样算，打个简单的比方，同样是中国真正的好企业，我们在香港买过腾讯，现在还在持仓，腾讯的PE去年70倍左右，那么按今年业绩增长100%计算，PE今年就是30多倍了。我们前几天接待一个日本来的投资者，他说在日本同样的企业估值是300倍。

《证券市场周刊》：你谈了买入的时机，那么什么时候卖出呢？

但斌：真正好的投资是买了不动的。比如说沃尔玛在20世纪90年代PE达到过40多倍，然后就不涨也不跌。大概过了五六年PE又变成十几倍了，然后又开始涨。你说什么是高点，我看不同的人理解不一样。

买了不动就是经典

《证券市场周刊》：除了刚才谈到的对世界整体和长期的认识、看问题的角度，还有其他一些东西，对巴菲特投资风格的形成产生过重要影响吗？

但斌：实际上还是财富观的问题。

《证券市场周刊》：那你讲一下他的财富观。

但斌：就是说你对财富是怎么看待的。比如说一般的老百姓说我有钱了，要买好车，要买好房子，娶个好老婆。但是财富就是改变世界、影响世界的工具，就是这个财富应该被谁驾驭，这是一个社会问题。假设有上帝，上帝会进行选择，他会选择把这些财富交给什么样的人来管理，这是很重要的。为什么中国的富豪老出事呢？就是这个人如果不义，上帝也不会把更多的财富给他。

《证券市场周刊》：你只是借上帝来举例子，还是你也有一些宗教情节？

但斌：我觉得应该是这样的。

《证券市场周刊》：就是认同这种文化？

但斌：是的，世界实际上很公正的，一个人会做到他应该做的事情。投资大师要有很高的人生境界，否则，我相信上帝也不会把巨大的能影响人类生活的财富托付给他。巴菲特代表着财富领域的社会良知！我喜欢巴菲特这样让人景仰的投资人！

《证券市场周刊》：用价值投资的方法来投资，在道德感方面没有什么问题吧？

但斌：是这样的，巴菲特真正在做的是什么样的事情呢？就是回归到资本市场本质的一件事情。资本市场的本质是什么？就把社会财富放到最有效率的一个企业里，让最能干的人、最好的团队、有最好文化的企业来运用。把财富交到这些人手里，然后让他们去创造财富。巴菲特做的事情就是把钱放到这些好企业里。

《证券市场周刊》：但是金融市场很大程度上被异化了。

但斌：这个没有办法，全世界都是这样。你不能说因为这个刀能杀人，就不做菜刀了，这不是工具的问题。但是一个人做了回归资本市场本质的事情以后，他就成为最了不起的人。比如说自己做的是别的行业，想做茅台酒，但是做不了，那就把钱投资在茅台上面，让茅台酒厂不断壮大，然后获得好的收益，实际上就是这么简单。

《证券市场周刊》：你除了投资以外，有没有自己做实业？

但斌：没有，因为做实业本身很辛苦，做投资需要纯净的心灵，主要是求内在的，不是求外部的东西，这个跟做实业不一样。

《证券市场周刊》：大家对价值投资者的直观认识，就是很长时间不看股价，经常出去跑，你也是这样吧？

但斌：股价还是看的。不过我们确实经常跑，不是旅游，主要是看企业。

《证券市场周刊》：讲一下你们投资的经典案例吧？

但斌：对那些可能成为伟大企业的股票，我们就是买完不动，如果这也可以算作经典案例的话。

[1] 采访者：《证券市场周刊》吴晓兵；采访时间：2006年11月3日。

价值投资的内在逻辑 [1]

价值投资是一种信仰，是一生的，甚至是穿越几代人的一个目标。

价值投资的优势在于共赢

《证券市场周刊》：做价值投资是不是需要相对闭塞一些，消息太多的人恐怕做不了吧？

但斌：这倒不是一个核心问题，如果你自己有主心骨，比如说巴菲特自己有信仰，谁告诉他明天加息，他没有什么反应的。还是你自己的这种抑制力、信仰和对投资的理解在起作用，一个成熟的投资者不会因为别人告诉他一个什么东西就跟随别人的做法，这是大忌。

《证券市场周刊》：跟其他投资方式比较，做价值投资的优势在哪儿？

但斌：叔本华说人生总是在得不到时的痛苦与得到之后的厌倦之间徘徊，那这样的人其实总是有很多短期的目标，所以才会不断重复痛苦与厌倦。但是价值投资是一种信仰，是一生的，甚至是穿越几代人的一个目标，所以它是可以让人摆脱这种低级循环的。实际上一个价值投资者的一生会很沉稳，你要想让一笔财富穿越很长远的岁月，你更多的注意力就不会在这个短期的过程中。而这种对遥远岁月的判断和把握，会让你思考得更多、更深邃。

比如我一个朋友原来炒垃圾股，买呀买呀，一不留神变成第一大流通股了，后来亏得很厉害。现在他做价值投资，你看他生活很潇洒，去非洲旅游，开摩托车横穿沙漠，他说夜里我一个人躺在沙漠里面，万籁俱寂，我想我的股票，我可以不去管它，很放心地在外面玩十几天。他已经不需要天天动脑筋去想股票短期走势，他的生活完全不一样了。然后他做慈善，在思茅，现在改名叫普洱市，建立了一个希望小学。他设立了一个专门账户，我们帮他免费操作，这个账户只要挣钱，全部捐给希望小学。所以说价值投资这种方式，对自己、对他人、对社

会，可以让各方都获益，而且大家都是一个比较积极的心态。

实际上价值投资的这种优势有内在逻辑性，它是一个游戏规则的问题。资本市场里有两种规则，一种是零和游戏，就是我输你赢，跟去澳门赌博没什么两样。多数人都是按照这个规则在玩，听个消息，赚一把就走。但实际资本市场还有另一个非零和游戏的规则，比如万科总是在增长，是这个企业给你带来收益，谁赢了呢？企业赢，国家赢，投资者也赢，参与者都共同获益，这才是资本市场的本质。大家更多的是合作而非博弈，用不着互相算计。它的核心是靠企业的增长。

这种规则，就像我前面说的，你只要选对了企业，躺着就把钱赚了，而且你跟其他人的关系是和谐的。像索罗斯确实很伟大，但是他在很多国家都不受欢迎。但是巴菲特呢？从政府到民间，每一个国家都欢迎他。巴菲特投资中石油，中石油请他来参加股东大会他没有来，那么中石油的管理层亲自去家里拜访他。如果10月份他能够成行来中国，我想他会受到极高规格的接待。就是说他是一个建设的力量，起一个积极的作用，他做的事符合资本市场的本质。

《证券市场周刊》：索罗斯似乎总是在挑起冲突。

但斌：单纯从赚钱的角度来说这也没有错，就是发现漏洞，然后冲上去。但是一个社会、一个人身上有弱点，你去指责他、打击他，他本能地会抵抗，这是天性。那你表扬他，他总是高兴的，所以一个建设性的参与者更容易获得认同。从更大的、社会学的逻辑来说，巴菲特这种赚钱方法更符合社会发展的规律，我觉得是这样。

好股票卖了难回头

《证券市场周刊》：最近的操作策略是怎么样的？

但斌：我们还是没变，基本上是有钱就买，买的股票也没多大变化。

《证券市场周刊》：“东方马拉松”信托项目里一共多少股票？

但斌：也就12个左右。

《证券市场周刊》：主要是哪些行业？

但斌：银行，保险，地产，消费。地产配了3个股票，银行2个。

《证券市场周刊》：信托项目里边的资金受“双10%”限制吧？

但斌：对，不过稍微好一点，是按照成本法计算的。

《证券市场周刊》：在东方港湾投资的整个过程中，卖出股票的情况多吗？

但斌：寥寥无几，深赤湾、盐田港、云南白药和张裕减持了不少，但是张裕B股没有卖，更早的时候还有深南电。其实这些股票的基本面还是不错，主要是估值原因。然后其他股票更有吸引力，就换一下。应该说我们运气也不错，基本上都是在最高点减持，换到更好的股票里面。

《证券市场周刊》：假如股票长期不卖，随着股价的上涨，会出现缺乏安全边际的问题吧？

但斌：如果真的能够发现非常伟大的企业，不断给我们惊喜，为什么要卖掉它？最好是永远不卖。但实际上在投资中，一个企业确实可能被高估，到底多少算高估？这是一个问题。如果是50倍的PE，连续三年增长50%，就变成15倍PE，如果它仍然是一个伟大的企业，这时候看就是低估了，关键就是你能不能看远一些。

看远一些首先是心态上，你是不是价值投资。然后是判断能力上的问题。中国这一轮高速增长能持续多少年，这个你怎么判断？很多人一提黄金十年就想到股价上去了，其实它首先是经济增长、企业增长的一个判断。你要说真是黄金十年，就相当于中国台湾、新加坡、韩国、中国香港、日本高速增长经济长期的那个回报，那为什么不可以长期投资？起码现在还看不到这个经济增长有刹车的迹象，今年深圳税收据说增长了50%以上，税收都增长50%，你想想企业增长是什么样的情况。

再一个我们以前一直在说万科连续10年增长30%会怎样，那比如说中间有3年是100%增长，然后再回到30%，这个差别又很大。就是说像2007年这样的高增长也许不能持续太长，以后即使增长率回来一些，但仍然维持在一个稍高水平，那么这个成长还是很可观的。

《证券市场周刊》：但是现在个人投资者普遍感觉股价太高，没有特别安全的股票了。

但斌：熊市的时候有很多股票可以挑，打个比喻，就像打高尔夫球一样，很多球都落在地上，可以不断地打，打飞一个以后还有。熊市里，如果错过茅台还有招商银行，错过招商银行还有万科。现在是打一个少一个，快打光了。

很多人“5·30”空仓了，他想球还会落在地上，还会让他有一个合适的位置打，但是恰恰相反，他想买的东西不断往上涨，他不想买的东西不断往下跌，他没有球可打。更可怕的是，如果他认为这些股票高估的假设是成立的，也许还能够等到这个球，如果事情的发展超出他的想象，真的连续3年100%增长，这个球就永远打不到了。

如果思维方式不变，或者是对于这个增长老是持怀疑态度，他永远打不着这个球。所以投资难在哪？长期投资坚持的是什么？是对于一个国家、一个企业，它长期发展的逻辑有没有一个合理判断，有了这样一个合理的判断，你才有机会打出好球，否则的话会很遗憾。

《证券市场周刊》：茅台在达到百元之后，最近一段时间比较沉寂。

但斌：去年茅台销量差不多是7000吨，相比茅台最终能够达到的产量，比如说四五万吨，现在实际上只是一个零头。另外，将来10年、20年当中，茅台提价能提多少？所以除了这个企业的经营、产量增长之外，它还有自然增长，能够提价抵御通货膨胀。实际上从投资来说，你能够抵御通货膨胀，某种意义上就胜出了。人们往往高估了我们这一代人的重要性，低估了人类繁衍的持久性与未来久远岁月的影响力。我们比较容易看到自己眼前的东西，不愿多想20年后的事情。比如说70年代，茅台7块钱一瓶，那时候打死你也不会想到它变成700块钱。那现在让你想20年以后，你敢想吗？

《证券市场周刊》：对招商银行怎么看？

但斌：招行实际上我们也一直在讨论高估低估的问题。还是从大的背景角度来看，第一次接受你们采访的时候，招行市值大概是1200亿元，现在招商银行4000多亿市值，也就是500多亿美元，第一大股东持

股比例是21%。假如我有钱，我现在愿意拿出多少钱来控股招商银行？假如我是美国比较大的金融集团，我拿出100多亿美元，就能够控制一个未来10年、20年有可能是中国赢利最好的一个商业银行，我干不干？换句话说，招商银行能够这样便宜卖给他们吗？这是个判断的角度问题。而且说老实话，这个银行只需要在中国做业务就可以了，因为我们的经济体规模足够大。

谁也不能阻挡13亿人追求幸福

《证券市场周刊》：该怎样看待股市过热对工业精神的损害？

但斌：我觉得应该分两方面来看。一个是最近一年多的这种涨法确实有些不正常，不可能持久。但另一方面，从积极的角度来看，它实际上是对全民财富观念的再教育。只有这种东西才能唤起全民的觉醒，包括现在猪肉涨价，很多人突然对通货膨胀有感觉了。实际上过去60年，美国的通货膨胀是1000%，英国是4000%，这种通货膨胀是一个必然的结果。好了，那我怎样来抵抗通货膨胀，通过什么方式保值增值、延续财富？实际上是一个全民的再教育。

说到工业精神，我的理解，可能在某一阶段会出现异常现象，挪一部分资金出去做短平快的事情，但真正的企业家怎么可能去做这个事情？他要投资也是请专家来做，比如华为该做什么还是做什么。股市热了才过来、冷了就撤出的人不会是价值投资者，一般也没有什么好结果。进来炒一把只能是短期的，真正具有工业精神的企业家自身能够抵御这个东西，而资本市场长期发展靠的就是这样的企业家和企业。所以说工业精神可能在股市过热的某个阶段看起来有点失落，但这个社会不会失去这种企业家精神。

《证券市场周刊》：您对中国经济增长很乐观吧？

但斌：历史上中国曾经是一个经济大国，将来回归到经济大国的行列是很正常的。对于很多国人来说，好像中国变得这么强大是不可思议的，这其实是一个常识错误。你看中国和国外从硬件上来说，实际上差别已经不大了，要是给中国20年的机会，中国真的会成为很了不起的国家，这是我的强烈感觉。这期间一定会有一些最好的企业，它理应高于

社会平均增长的水平，会有一些伟大的公司不断给我们惊喜。在这样一个大背景下，你该做什么呢？那就是挑最好的企业，做完这10年、20年的时间，就这么简单。至于它能涨多少，你是不知道的，谁都不知道，问题是你挑的这个东西能不能走过这10年、20年，如果能走过，你就赢了。所以说大环境是很重要的。巴菲特成功的因素之一，是他生在美国，他这几十年正好是美国蓬勃发展的几十年，这肯定是有关系的。

近代一些国家的崛起，都是伴随着资本市场的这种便利，资金的流入提供了更多可供建设的资源，导致一个一个国家的兴起，可以肯定地说，资本市场在中国崛起当中一定会发挥很重要的作用，今天（2007年8月9日）正好沪深股票总市值21.1466万亿元，首超GDP，2006年我国GDP总额为21.087万亿，这应该是有纪念意义的一天。另外一点，中国还不是完全市场经济的国家，随着市场化程度的进一步提高，比如并购，会给各行各业带来根本的变化。

《证券市场周刊》：消费主义的兴起对经济增长也起了很大作用吧？

但斌：我觉得更重要的，是没有任何力量能够阻挡13亿人追求幸福生活的权利。这种强烈的愿望超过任何一个时代。中华民族压抑了几千年了，这样一个强烈的追求生活幸福的愿望，在此刻爆发了，压都压不住。包括股市上涨带来的对理财、对财富的重新认识，都是一个正面的东西。

[1] 采访者：《证券市场周刊》 吴晓兵；采访时间：2007年8月9日。

价值投资的本质是什么？[1]

2018年1月5日，东方港湾荣获“《证券时报》2017年度金长江奖行业典范私募基金公司”，但斌荣获“《证券时报》2017年度金长江奖年度优秀私募基金经理”。价值投资的本质在于企业持续创造财富的能力，只有与伟大企业共同成长，才能够穿越时间的河流。对投资者来说，持续学习以及洞察世界的能力是最关键的。在这么长、这么深、这么厚的雪坡中，我们理当滚出和巴菲特一样的雪球。

关于中国股市

七禾网：但总，您好，感谢您和七禾网进行深入对话。您1992年就进入股市，这些年来亲历中国股市多轮牛熊。就您看来，中国股市以往的牛熊更替是否有一定的规律可循？这个过去的规律，以后会继续延续，还是会有所改变？

但斌：就我从业26年来看，中国股市每隔几年就会出现一次跌幅超过50%并持续3~5年的情况。A股市场在过去的走势都是锯齿形的，上涨时只是蹭一下，下跌则往往都需要走三五年，这也算是过去26年的一个规律。我们不知道A股市场未来会不会像美国一样出现慢牛行情，但如果后续市场主要围绕前100个核心资产进行交易，那这个概率还是很大的。美国在过去出现过一次长达16年左右的牛市，这次已经是第二次长牛市的第九个年头。在美国，Facebook、亚马逊、谷歌、苹果、微软这五家公司的市值占了纳斯达克总市值的42%~44%。也就是说，如果过去九年不买这五家公司，很可能就错过了美国的大牛市。我觉得，随着未来中国市场的日益开放，市场上的交易文化、投资者的心理以及结构变化都会对这个市场带来较为深刻的影响。中国股市大概率会出现类似港股化和美股化的趋势。事实上，2017年已经是个预示了，但因为中国的发行制度不是注册制，而是审批制，所以在某种意义上供给关系还没有完全市场化。在审批制下，企业的估值是存在套利空间的。一家公司在上市之初并没有计入指数，真正计入指数的时候一般都已经是50倍甚至100倍了，在这种情况下，大多数股票在高位震荡一下以后都会

迎来漫长的下跌行情。这些股票对指数的贡献就是不断拖低指数的表现。这样来看，指数走牛还是会非常困难，仍旧会保持锯齿形的变换。

美国的指数是由成分股指数构成的，中国的上证50、央视50实际上就相当于美国的道琼斯指数。可能成分股指数更能说明中国的问题，如果看这些指数的变化，实际上中国A股市场早已实现欧美化或者说港股化了。但一般投资者还是喜欢看综合指数，从这个角度来看的话，A股整体股市走牛可能还需要相对长的时间。在过去二十几年中，A股市场有这么一个现象，就是所有的股票都有交易，且交易量很大，有时候甚至是越差的股票交易量越大，要改变这个状态可能还需要5~10年的过程。

七禾网：就您总结来看，从1992年到现在，中国股市大体可以分为几个阶段？各个不同阶段有何主要特征？每个阶段主要是哪些人赚钱，哪些人亏钱？没有人在每个阶段都赚钱？

但斌：我觉得从大方向上来看，过去26年并没有什么原则上的区别，股票的需求大于供给的局面始终没有变过。过去A股市场的股票供给量较小，所以大家都喜欢高送转、喜欢炒新，市场的波动起伏大多也都与此有关。另外，政策的调节也会给市场带来巨大的冲击。以上算是A股市场27年来一个主要特征。

但横穿这26年，我个人认为，如果你是价值投资，买最好的企业一定是没错的。1992年我刚从业的时候发生了股灾，指数从1429点多跌到387点，然后从387点涨到1558点，接着又从1558点往下跌到326点。当时哪怕你在1558那个历史最高点买了福耀玻璃，到现在也有47倍，如果是低点买入，则可能是167倍。如果你当时在最高点买到了云南白药，现在还有146倍，在低点买入的话大概就是570倍。也就是说，在这26年中，真正的好公司是可以穿越市场动荡，获得较好收益的。这不仅仅是中国现象，在其他国家也是如此，我觉得投资是一个世界语言。比如说我们去美国，会买Facebook、亚马逊、谷歌、苹果、微软等美国的核心资产。那么美国人来中国也是买茅台、美的、格力、海康威视等这样的中国核心资产。所以说，核心的企业，是能够穿越市场变化的。在二十多年的从业道路上，我见过很多领一时风骚的人物，但风吹浪打后就几乎都不见了，唯一长存的就是价值投资者。当然，并不是所有行业、所有公司都能够穿越时间，成为价值投资标的，能真正做到这

些的往往是具有护城河的公司，而这些公司通常出现在消费、医药、互联网以及科技等领域。

七禾网：这些年来，中国股市的参与群体的组成情况，有没有明显的变化？

但斌：2006—2007年那个牛市是公募基金大发展的时代，私募基金在2004年左右开始萌芽，到2014年包括我们东方港湾在内的33家私募机构获得首批阳光私募基金资质之后，阳光私募迎来了大发展时代。现在私募基金的管理规模已经突破10万亿，超过了公募基金。那么，从去年到今年，私募界两极分化的现象变得非常严重，业绩优良的私募基金的管理规模有了突飞猛进的增长，表现一般的私募机构则越来越差。应该来说，A股市场的投资者结构变得更趋向于机构化和专业化。另外，随着QFII（合格的境外投资者），深港通、沪港通以及A股纳入MSCI指数等的深化，海外那些以核心资产为标的的资金也会陆续流入中国，进而使机构化和专业化这一现象更加强化。

七禾网：就您看来，2006—2007年牛市的核心推动力是什么？2014—2015年牛市的核心推动力是什么？2016—2017年白马股结构性牛市的核心推动力是什么？

但斌：我觉得2006年那次上涨和2017年是比较像的。实际上2006—2007年也是茅台涨得最多，大概是10倍左右，比这次还多，是第一波黄金时代。当时云南白药、万华、万科、招商银行等都涨了非常多。现在和当年是有点类似的，只是经过大浪淘沙以后现在比当时更集中了。时间是最好的试金石，经过试金石的试验以后，在十三四年前就伟大的公司现在变得更伟大了，投资也更集中了。所以我觉得2006—2007年和2016—2017年乃至未来可能是相通的，或者说是一个逐渐验证的过程。

2014—2015年的牛市是在大众创新、万众创业的时代背景下形成的。当时市场对所谓的新模式有一些想法，只是现在被证伪了。实际上“大众创新、万众创业”这个提法是对的，可惜的是，中国能够体现这种想法的伟大的公司较多都在境外上市了。腾讯、阿里巴巴、百度、网易、好未来、京东、微博等一些伟大的公司，能够体现中国经济活力的公司都在美国或者中国香港上市了。从回报率来看，网易从2001年互联网泡沫到现在涨了2942倍，这个回报相当惊人。很多朋友都知道过去

几年我们在茅台、腾讯上赚了钱，但实际上我们单只股票回报率最高的是好未来，它是在美国上市的。这些体现新时代的好公司，没有在A股市场中得到展现。A股市场展现出来的都是一些被证伪的公司，比如乐视、全通教育等。当没有巨头存在的时候，这些股票可能短期还是可以的，一旦巨头冲进去，市场份额就会受到明显影响。这些公司在被证伪之后股价就纷纷暴跌，这里面我们也要反思一下上市体制。据说小米马上要到香港上市了，另外，陆金所、蚂蚁金服等都有可能要去境外上市。我们既然已经错过了第一次互联网的机会，如果再错过第二次就会非常遗憾。我觉得还是应该把上市制度做适当的改进，让更多真正好的公司有机会在A股上市。

七禾网：2018年股市的格局会不会延续2017年的特征，还是说会有明显的不同？

但斌：我觉得延续2017年特征的概率非常大，特别是今年6月份加入MSCI指数以后，表现会更加明显。从中国台湾、韩国的经验来看，加入MSCI指数后海外的大钱都是围绕着两个市场中的核心资产来买的，那么我想，加入MSCI指数会让中国的核心资产更加强化。2018年最大的变化应该就是外资的进入，因为内资基本上能动员的力量都已经动员得差不多了。中国在今年6月份加入全球市场，成为全球市场的一部分后，会对中国市场的核心资产带来很大的影响。

七禾网：2018年您看好哪些板块？为什么？

但斌：我们这么多年始终围绕着消费、互联网、医药、非银行金融以及高端制造这五个方向在布局。从全球资本市场几百年的演变来看，真正能够穿越周期、拥有长达上百年商业壁垒的标的大多集中在消费类公司。比如说像化妆品、软饮料、烟草、蒸馏酒等，这些行业从长期看是拥有壁垒的，而且可以在时间长河中保持企业的活力、生命力和持久力。在全世界最古老的十六家公司中，有五家是酒类公司，这一类的公司生命力更长久，所以我们比较关注消费类。

互联网是新时代的产物，它的护城河不亚于传统企业，且形成以后要击垮它是非常困难的。像腾讯也好、阿里巴巴也好，它们的商业壁垒一旦形成就会非常难击破。美国纳斯达克的五大金刚占了总市值的42%，而且这个比例还在提高，没有放缓的迹象。如果人类的未来是由人工智能、大数据、无人驾驶决定的，那么，谁拥有数据谁就拥有未

来。现在的商业壁垒就是数据，这些公司是拥有巨大数据的，而且是后人无法突破或者后来的公司想超越但很难超越的。这类公司的护城河更宽、更深。但需要注意的是，我们主要是看互联网平台类的商业模式，并不是说互联网行业中所有企业都值得投资，只能说互联网平台式企业的护城河非常宽。

另外，高端制造方面，总的来说，在一个国家经济长期上升的过程中，高端制造业的龙头企业也会获得一些长足的发展。医药行业也是能够长期保持核心竞争力的。非银行金融方面，从今年公布的GDP数据来看，已经突破80万亿元，中国人均收入已经超过9000美元，如果再过几年突破中等收入线，到1.5万或者3万美元的话，保险这个行业可能也会获得一些长远的发展。所以非银金融这块应该有比较大的机会。

七禾网7：有没有某些类型的股票，今后会持续涨几年？有没有某些类型的股票，后续可能很多年都不会再涨了？

但斌：我觉得很多好股票，就像生产万宝路香烟的菲利普·莫里斯，涨几十年甚至上百年都有可能。假设茅台的生命周期和国外的酒类企业差不多，是几百年甚至一千多年的话，它也会一直涨下去。尽管茅台在产量上存在天花板，但提价是没有天花板的。茅台从1951年1.28元的出厂价提到现在969元，每年的复合提价是11%，如果它能存续两百年的话，价格还会继续提。假设未来200年，它以每年2%~3%的提价率提价，最后的结果是很惊人的。所以对那些伟大的公司来说，只要它们的生命周期足够长久，就可以持续增长。当然，对很多公司来说这是很难的。大部分公司后续不仅不会涨，甚至可能就此消失了。因为很少有企业生命周期有那么长，可能在经营几年以后因为倒闭、被收购或者破产等原因就没了。

我们要从长远的角度去看待一家企业，大部分A股投资者的目光太短，很少从长期的角度看问题。美国的基金经理，像巴菲特88岁，芒格94岁，他们穿越的市场周期很长，所以能够知道什么样的企业可以穿越市场变化成为真正值钱的标的。但是回看中国，市场上的基金经理基本上都是年轻人，在市场待得时间并不长。资本市场是很残酷的，剩者为王，大多数企业都会消失，这个比例甚至可能达到百分之六七十。一百年前的世界500强到现在的存活率都只有3%，就更不用说其他一般的企业了。海外市场一直都是给蓝筹股企业溢价，给小股票折价，在A股市

场却恰恰相反，这其实是不对的。实际上，当大风大浪真正打过来的时候，只有航空母舰才不会下沉，小船都会被打翻，而这也正是国内投资者亏钱的重要原因。

关于价值投资

七禾网：您是A股市场最早倡导和实践价值投资的，就您看来，价值投资的本质是什么？

但斌：价值投资的本质在于企业持续创造财富的能力。伟大的企业始终能够在风云变幻的市场上保证自己产品的持续竞争力，只有与伟大企业共同成长，才能够穿越时间的河流。我们从来不分价值投资和成长性投资，对我们来说最重要的就是寻找那些能够持续创造财富的公司。

七禾网：大部分价值投资者，都会研究巴菲特。您觉得巴菲特投资哲学的核心精髓是什么？

但斌：在我理解，对巴菲特来说，他就是一直在寻找可以持续创造财富的公司，然后牢牢抓住并坚持。另外，除了思想和理念外，商业模式也很重要。巴菲特收购的都是一些包括保险公司在内的能够产生巨大现金流的公司，这种商业模式有利于坚持。像我们这种基金化运作的商业模式就较难坚持，特别是有止损线的产品更是困难。去年，我们能够分红的基金都分红了。但是有些基金，比方说设定了8毛钱的止损位，赚到两块钱的时候分红分到一块一，可止损线并不会因为分红而下移。这时倘若出现一个较大的事件，市场瞬间下跌30%也是很正常的，这样就很可能击穿8毛钱的止损线，这时候该卖还是得卖。巴菲特就是想明白了这个问题，所以他找的资金大多不需要止损，这也就使得他更能在时间的长河中坚持下去。

我讲过一句话：“巴菲特之所以伟大，不在于他在75岁的时候拥有了450亿美元的财富，而在于他在很年轻的时候想明白了很多道理，并用一生的岁月来坚守。”当然，这个“坚守”除了他的思想以外，还有他的商业模式，甚至在碰到危机的时候，巴菲特还能够再买入，这就是他与一般投资经理最大的不同点。

七禾网：巴菲特的成功是偶然的，还是必然的？他的成功是否有时代因素？是否和当年美国所处的发展阶段紧密相关？

但斌：在A股市场上，很多人都认为买是徒弟，卖是师傅，但巴菲特的核心持仓是只买进不卖出。买进一样东西以后不打算卖出，并通过自己的理念和商业模式去坚持，这对一般人来说是很难做到的。虽然说巴菲特认为自己是幸运儿，生在美国，但是生在美国且和巴菲特同时代的人太多了，只有他成了现在的巴菲特。所以，我觉得他的成功在于拥有了独特的思考方式，并寻找到了一个很适合自己思想的运作体系。当然，美国成为一个伟大的国家也是巴菲特成功的其中一个很重要的原因。天时、地利、人和在巴菲特身上得到了较为明显的体现。

回到中国市场，回头看改革开放的40年，资本市场也存在了28年，按道理说也应该有很多人挣了大钱，但事实却是大部分人都是亏钱的。实际上巴菲特当时面临的时代与我们现在相比更加动荡不安。做股票的人很容易因为害怕就把手上的票卖掉，当时吓人的时刻比现在多很多，但巴菲特坚持下来了。所以我觉得巴菲特的成功是偶然中存在着必然。所谓的“偶然”是他生在美国，“必然”是他拥有了这种独特的思想，拥有了可以体现他思想的商业模式和运作体系，所以他成了最伟大的投资家。

七禾网：巴菲特绝大部分的财富是他60岁以后赚到的，您觉得中国会不会也出现类似的投资家？中国现在和未来的投资环境有没有可能诞生“巴菲特现象”？

但斌：当然。这是一种复利，复利就是一开始小，后面越来越大。不过这和巴菲特的学习能力也有很大的关系。就像芒格所说，巴菲特在65岁之后投资技艺突飞猛进。有句话是“人过四十不学艺”，指的是很多人到了一定年龄就不读书，不愿意学习了，但巴菲特一直保持着学习的状态。他是一个很谦逊的人，一生都在持续努力学习。尽管他曾说不投科技股，但在投了IBM不太成功的情况下，还是投了苹果，现在苹果已经是他的第三大资产了。实际上，我觉得对投资者来说，持续学习以及洞察世界的能力是最关键的。

中国当然也有可能出现类似的投资家，现在的中国横跨了摩根和巴菲特两个时代。1912年、1913年的时候美国发生了金融危机，摩根靠一己之力拯救了华尔街。当时大家对美国肯定是持悲观态度的，但现在

回过头去看，那时正是美国开始强盛的时刻。同理，2007年、2008年经济危机的时候，大家对中国也很悲观，但事后去看，2008年奥运会开幕式上的巨大脚印，正预示着中华民族的崛起。拿破仑说，中国是一头沉睡的雄狮，一旦醒来，全世界都会为之颤抖。2008年奥运会就是颤抖的那一刻。中国这么多年的发展横跨了摩根和巴菲特两个时代，到了2025年、2028年，中国的经济增长大概率会超过美国，成为全世界最大的经济体。如果我们的两个梦想能实现的话，到2049年，中国的经济规模会是美国的两倍。在这么长、这么深、这么厚的雪坡中，我们理当滚出和巴菲特一样的雪球。尽管中国最好的企业不见得在A股上市，但如果从全球的角度去享受中国企业的好成果，我觉得是有机遇的。

还有一点，中国投资者一定要保持世界的眼光，不仅要在中国这块雪坡上滑，还要嫁接到海外市场。总的来说，我觉得现阶段比巴菲特当时面临的时代要好得多，世界太平，理应有很多企业承载财富增长。现在的财富增长都是几何级的，因为技术进步是几何级的。我估计今年可能会看到一万亿美元市值的公司诞生，以后可能还会出现两万亿、三万亿甚至更高，人类的一个一个极限都会被技术进步突破掉。如果你能够持续不断地学习，保持洞察力，总的来说还是有很大机会的。

七禾网：和看着技术图形操作股票不同，做价值投资，需要有大局观，请问大局观在投资中体现在哪些方面？如何培养自己的大局观？

但斌：我觉得投资是需要天赋的，这就像NBA球员一样，你也许能够成为一名职业运动员，但要成为像乔丹、科比或者詹姆斯这样的球员还是需要天赋的，并不是单靠训练就能够实现的。当然，你也要有一定的学习能力。至于大局观的培养，我觉得还是要多看书，如芒格推荐过的《枪炮、病菌与钢铁》。

七禾网：就您看来，到底什么样的行业是好行业？什么样的公司是好公司？什么样的股票是好股票？

但斌：以酒类公司为例，它们的生命周期可达两百年甚至一千年，所以最重要的一点就是要能在这个市场中长存。生命周期足够久远就证明了你足够优秀，商业模式难以被颠覆，这就是好行业、好公司。另外，如果具体到财务指标的话，要有创造持续现金流的能力，要有持续获取较高的净资产收益率的能力。某种意义上，好行业和好公司可以划等号。真正伟大的公司往往都出在天花板较高、能够形成壁垒的行业

中。好公司往往会给我们意外的惊喜，而且会越买越便宜，就像茅台一样，2017年是接近40倍的市盈率，到了2018年也就25倍。从某些角度来讲，它就又具备成长空间了。

七禾网：一个已经持有的好股票，当它的行业或公司发生什么变化时，它就不再是一个好股票，而应平仓？

但斌：真正伟大的企业也会遇到周期性的问题，这时候往往是需要坚持持有甚至继续买进的。真正有问题的公司，它的商业模式可能在最开始的时候就是有重大缺陷的，或者就是从周期性的角度去持有的。比方说像地产、银行、保险都是周期性行业中的胜出者，碰到经济危机，哪怕这些是伟大的公司，也有可能出现巨大的问题，所以如果大家要买这些公司，就要事先想好这是属于周期性持有的。但是茅台这类公司就不一样了，基本上没有周期，因为它们的产品永远供不应求，理当没有卖出那一天，所谓的塑化剂和反腐，反而是给大家买进的机会。

七禾网：什么类型的公司，过去是一家好公司，现在是一家好公司，未来十年后，依然是一家好公司？

但斌：生命周期在100年以上的。实际上，衡量一个企业是否伟大或者一种商业模式是否良好的核心就是时间，只有时间能够验证一切。

七禾网：一个伟大的公司，需要最优秀的企业家来领航，请问，您觉得一位企业家必须具备哪些特质，才能把企业打造成伟大的企业？

但斌：守心。我觉得对很多企业家来说，站在人生巅峰时可能会遇到很多诱惑，这时能否坚守初心，好好运作自己的企业就显得非常关键。然后再在这个基础上不断寻求突破。当然，所谓的突破要以增强自己企业的竞争力为前提，而不是破坏原有的竞争力，也只有这样才有可能让企业不断地发展、壮大。有很多企业家到了一定阶段以后都会自得意满，以为自己做了很正确的决策，但实际上可能已经将公司引入了毁灭的境地。

七禾网：总的来说，A股市场是否适合价值投资？

但斌：当然适合了。就像我前面说的，从1993年到现在，哪怕你在1558那个高点买到了福耀玻璃、万科、云南白药，如果拿到现在回报

率也是非常惊人的。我觉得刘元生先生400万投资万科最后变成57亿这个案例，就已经证明了A股市场是适合价值投资的。有些人认为A股市场不适合价值投资，是因为他们被错误的理念引导了，认为A股是政策市或者资金市。另外，零和游戏的观点现在在A股市场中也很流行，在蓝筹股涨得很多的时候，大家不会从企业增长的角度去考虑问题。投资理念不对，就永远都不会认为A股市场适合价值投资。与现在相比，巴菲特当时面对的是更残酷的世界，市场跌幅更大，很多股票都就此退市不见了，A股市场上最起码还有“咸鱼翻身”的机会。所以说中国不适合价值投资，肯定是错误的观点。

七禾网：在以往的几次熊市中，好的股票也会跌较多，为此，您有没有对价值投资产生过怀疑？您价值投资的方法有没有随着时间的推移，而有所变化？

但斌：巴菲特的伯克希尔在历史上也有三四次跌幅超过50%。特别是在六七十年代美国滞涨期的时候，伯克希尔跌了50%，如果当时你就此把它卖掉，那岂不是很遗憾吗？再好的公司都会有经济困难的时刻，都会有波动的时刻，不可能是直线上涨，一个正常的市场肯定会有起伏波动，要理性看待这个问题。

七禾网：有人说，在中国A股市场“不能死做价值投资，而要活用价值投资，即便好的股票在市场疯狂时也要获利了结，并在熊市中保持休息状态”。对此，您怎么看？怎么处理好在熊市中的投资？

但斌：如果完全是自己的钱在投资，没有在运作基金的话，其实完全可以不理熊市，甚至在熊市中加仓。假设你持有腾讯，并有幸判断对了百年一遇的金融危机，在2008年的时候也不可能将其卖到70块的高点，可能60块就卖掉了。等到全球经济危机来临，腾讯跌到40块底部的时候你不可能买，可能会等到50块再买。判断对了百年一遇的金融危机，然后60块钱卖，50块钱买又有什么意义呢？而且很可能你还会因为判断对了经济危机而沾沾自喜，在你沾沾自喜的时候，腾讯已经触底反弹回升到70块钱，等危机真正结束的时候，它已经到了100块甚至160块。这样的话，你判断对了这次金融危机又有什么意义呢？所以对不需要承受很大的外在影响的资金来说，熊市没有意义，除非你买的公司受熊市影响很大。对于很伟大的公司来说，熊市反而是展示其强大生命力和魅力的时刻。比如说在2015年的危机时，茅台只是短暂地从270

元跌到170元，现在已经涨到了近800块。实际上从市场的角度来看，这场危机还没有结束，现在还处在熊市的阶段。所以我觉得对于真正的好公司来说，应该放弃从市场牛熊的角度去选择。

我们做基金的毕竟有20%的平仓线，跌破20%就要止损，这在某种程度上限制了我们对于一些理念的运用。但总的来说，对于好的公司还是应该以坚守为主，不要去过多考虑时机选择。除非是遇到系统性风险，基金因为有止损线，需要稍微考虑一下风险。但对个人投资者来说，基本上不需要考虑这个问题，应该把熊市、时机选择等都摒弃掉。这也是巴菲特的投资理念，巴菲特的核心持仓是只买进不卖出的。

一般老百姓去世之后留下的最大一笔财富就是房子。房子怎么买的？如果是按揭，付了首付以后，不管经济环境怎么变化都要付月供。类比到买股票，比如说茅台，不管怎么样每个月买一点，碰到2008年金融危机买，碰到2015年的动荡也买。但是往往很多人只会这么想，一旦真正碰到金融危机就害怕了。巴菲特的伟大在于他从年轻的时候就明白了这个问题。也正是因为很多人买房是打算持有一辈子的，所以买房的人都是赚钱的。从全世界看，老百姓死的时候最值钱的是房子。但是很少有人这么做股票，所以你可以从买房的角度来看价值投资的魅力。在一个长期向上的经济体中，寻找到一个有核心定价权的标的，买入持有。买房，特别是在核心城市，核心地段就能体现投资的价值，买股票也是选择最优质的企业。大家买房的时候还知道去看看地段、周围学校、环境，但是买股票很多时候都是听别人说的消息，也不去研究一个企业背后的商业模式能不能持续，能持续多少年，一下子就买入，就寄希望于这个股票能上涨。

七禾网：在有效的金融监管下，中国股市变得越来越健康，一些不良的现象也日渐减少。就您看来，价值投资会不会逐步成为A股市场的主流投资方式？

但斌：我觉得现在有这个趋势，至少2017年表现出的就是这种趋势。2018年开始，很多价值投资风格的基金都是超额认购。所以我认为这种力量越来越壮大，趋势自然而然就产生了。

七禾网：前不久，您有一次主题演讲，题目是《穿越时间的河流与伟大企业共成长》。请问，如果始终坚持“与伟大企业共成长”，普通人能否成长为成功的投资家？

但斌：如果善于学习当然有机会。投资就是个持续学习的能力，每个人都是从小做大的。

七禾网：贵公司网站上有一句口号“我们的投资，就像安全的港湾”。大家都知道投资行为总有风险伴随，如何才能找到“安全的港湾”，如何才能把投资的风险最小化？

但斌：我个人认为这些伟大的公司，比如茅台，它们就类似银行，你把钱存在这些企业里，能帮助你实现复利增长。去年有个消息说，一个阿姨1973年在银行存了1200元，去年银行还给她2684元。但是如果她在1973年用这些钱买了200瓶茅台，存到现在，加上五年酿造，差不多是200瓶50年的茅台了，一瓶大概可以卖50万左右，总价值在1亿左右。所谓茅台的金融属性或者说企业价值就在这时可以充分体现出来。但是当时茅台没有上市，如果茅台1973年就上市了，把这1200元放到茅台股票里，我相信现在价值是超过1亿的。所以从理论上来说，茅台这只股票是非常安全的港湾。伟大的企业就像是安全的港湾，可以让普通投资者、机构获得价值回馈。

我认为投资的核心不是博弈，信奉的价值体系应是共赢。比如茅台上市是3.47元净利润，假设在2018年实现了超过347元净利润的话，所有人都是赢的，国家赢，企业赢，员工赢，经销商赢。当未来，仅仅是短期的量涨三倍，出厂价提一倍，茅台就能达到1620亿净利润的时候，也都是大家共赢的。如果是在长达两百年的时间当中，茅台就是个现金奶牛，就像买个房子靠房租生活一样。所以真正伟大的企业是很安全的，而且是创造财富的。很多人在过往一年的资本市场是亏损的，因为他们买的是毁灭财富，而不是创造财富的财富。这些伟大的能不断创造财富的公司，就像安全的港湾一样，能够给投资人提供稳定、可持续，甚至可以传承给子孙的财富，否则就没有伟大的巴菲顿了。

七禾网：贵公司的投资理念是“发掘杰出的企业，以合理的价格投资，并长期持有”！请问，如何判断一个股票的价格是合理的或是不合理的？“长期持有”是指多长时间？

但斌：从我们的思考来说，我们觉得真正的好公司的持有时间应是无限长。至于价格，可能会有阶段性高估，比如说2007年的茅台，动态市盈率达到101倍的时候，严重透支未来五年、十年的利润增长空间，这种情况下适当卖出也是可以理解的。但是只要整体估值水平合理，像

茅台这样的企业，在全球任何一个市场里，给30倍市盈率都是可以接受的。在这样的情况下，我们愿意坚守，而且随着每年利润的增长，估值就会下降。只要它能保持一定的估值水准，每年的增长利润就会体现在市值上。

七禾网：在选择公司时，有可能会选错。请问，如何评判选择的公司选错了？选错了，是否应该立刻平仓该公司的股票？

但斌：那当然。我们当年买过张裕，但是当洋酒冲击很激烈的时候，只有卖掉了。选错了就是你以为它拥有“护城河”，但是其实没有，很快就被击垮了，那你直接卖掉就行了。

七禾网：一个杰出公司的股票，以“合理的价格”买入了，但后续又下跌了，应如何处理头寸？

但斌：继续买入。

七禾网：您一般会选择“高盈利的行业”，请问“高盈利的行业”有何明显的特征？

但斌：高盈利行业的共同特征是商业模式简单、可靠，容易理解，有强大的商业壁垒，有持续创造财富的能力。

七禾网：您还会进行“动态的资产配置”，请问，如何“动态”调节？

但斌：我们会避免犯2008年的错误。比如在价值严重被高估的时候，适当做出卖出的决定。如果碰到系统性危机的时候，我们也会适当做出卖出决定。因为我们毕竟是资产管理公司，是运作基金的，所以这和很多个人投资者是不一样的。

七禾网：在贵公司2017上半年回顾与展望的文章中，你们认为：“确定性是2017年制胜的关键。”请问，这里提到的“确定性”是指哪些方面的确定性？2018年制胜的关键又会是什么？

但斌：2018年的关键还是“确定性”，所谓确定性是指伟大的企业。2017年东方港湾除了在A股取得了比较好的成绩外，在港股和美股都有良好的收益。海外的基金去年有73.86%的收益，在香港权威对冲基金评级机构Eurekahedge的排名中，在506只对冲基金中排名第六。去年

全世界核心资产的企业都表现得很出色，在中国我们看到了各个行业的行业集中度都在快速提升，美国除了一些核心资产，其他也是很难赚到钱的。不光2017年是这样，未来好几年大概率都是这个现象。

关于贵州茅台和相关行业、企业

七禾网：您很多年前就看好贵州茅台（据说已经持有14年），当年，您为何看好这家公司？

但斌：不仅仅是14年，我在大鹏证券负责资产管理的时候，当时我们公司领导问我投资怎么做，我就跟领导建议，我们去买茅台、五粮液。但是领导说这两个公司的盘子太大了。当时茅台市值八十亿，35.8%流通股比例的话，也就28亿，我们公司可以买光全部的流通股，但是公司当时去买了所谓的有消息的小股票。如果从那时候起，大鹏真的去买了茅台和五粮液，持有到现在茅台已经快有一万亿的市值了，后来大鹏因为各种原因倒闭了，这是个非常遗憾的事。所以可以看到理念有多么重要，对于一个公司来说，走正路和走歪路命运就完全不一样。

我之所以在那时就有这么强的信心，是因为我认为只要中华民族的白酒文化不变（要改变一个文化是很困难的，需要一百年到一千年），赤水河还在流淌，糯米、高粱还在生产，茅台就像一座金山一样，毛利润90%，净利润50%，别人想模仿还模仿不了。而且这个企业的品牌可以再造，比如过去几年比较热销的飞天茅台，比飞天茅台还热销的生肖酒。马年的生肖酒在没有提价前价格是15000，羊年18000，猴年5000，鸡年翻了一番。去年我跟茅台高管交流的时候，我说能不能再出春夏秋冬，他说他们打算出百家姓酒。百家姓里538个姓氏，一个姓氏给20吨就是10760吨，给200吨就是10.76万吨。去年的销量才约2.7万吨，如果大家去抢百家姓酒的话，出厂价到2000一瓶，只改个包装就能使得价格从969提到2000，另外有什么企业能够拥有这种能力？

茅台之所以有这种能力，是基于它一千多年的工艺，有巴拿马获奖，有红军四渡赤水结下的情谊，有历代领导人认同。像爱马仕那些包，可能只是被皇室用了一下，就被包装成这样。但是像我们去俄罗斯访问，送给普京的就是贵州茅台，送奥巴马的也是茅台。所以这个品牌再造需求的能力是非常强的，全世界都很少有这样的企业，茅台的“护城

河”是非常宽的。可以这么说，茅台这家企业就不应该上市，上市就是给大家送钱的。理论上来说，茅台根本不需要融资，它的利润完全可以自己创造，所以这才是最伟大的公司。

七禾网：请您谈谈中国高端白酒行业的现状和未来可能的变化。

但斌：虽然很多人说年轻人不喝白酒，但是从数据上看，量还是增加的，所以很多人的担心在数据上是不支持的。现在我觉得就是茅台一枝独秀，其他都成了陪衬，但是白酒行业还是非常好的行业，不管怎么样，还是很少有企业倒闭的。因为成本就水和粮食，毛利润和净利润都有保障，只要销得出去就能赚钱。现在最强烈的变化就是茅台独占鳌头，其他品牌在进行残酷的竞争。

七禾网：撇开企业利润、净资产等因素，就您看来，茅台这个品牌值多少钱？

但斌：茅台这个品牌我认为是无价的。因为一个一千多年的公司，甚至能和中华民族同生死的公司，品牌价值是无穷的。我活不了这么久，如果我能活到一两千年那么久的话，我们才可以看到它的价值。这些话如果成了文字，就可以交给几千年以后的人来给出答案。

七禾网：2017年，您也看好美的集团，这个企业哪些方面的亮点吸引了您？您觉得这家公司还有多大的成长空间？

但斌：在所有家电的细分领域，你都可以看到美的是排第一或第二的，宽度很宽。此外，它们第二战线的开辟也是比较成功的，比如说机器人。机器人行业这几年很景气，它们能去并购第三大的机器人公司库卡，就像吉利收购沃尔沃，可能会给它们带来第二大的市场空间。

七禾网：您是否看好新能源？对特斯拉这家公司怎么看？

但斌：我们在美股市场持有特斯拉，但是持有的不是很多。因为它们公司毕竟还没有赢利，但是我们愿意跟随马斯克，我们认为他是当代非常伟大的企业家之一，他应该是有机会创造奇迹的。而且我也问过买特斯拉的朋友，买过特斯拉之后还愿不愿意换其他品牌。他们都说不愿意换。所以我觉得这个企业虽然还没有赢利，但是应该有很大的机会成为汽车界的“苹果”。

七禾网：科大讯飞这家公司的商业模式您是否看好？它是否有被取代的风险？

但斌：这个企业有领先的技术，但是并不垄断，没有“护城河”。比如像国外的Google、亚马逊，国内的阿里巴巴、腾讯，所应用的技术都是自己的技术。科大讯飞和它们差异不大，Google要出个耳机同声传译，它们就会面临很大压力。而且现在200多倍市盈率，风险还是很大的。

七禾网：人工智能的发展空间有多大？您看好人工智能在哪些领域的应用？

但斌：人工智能我当然是很看好的，应用可能会非常广泛，人类所能达到的应用可能都会涉及人工智能。但是这个领域里领先的公司都是大公司，拥有巨大数据、研发能力、推进能力，可能会更有优势。

关于美股、港股、商品

七禾网：近两年来，港股的行情比A股好，主要是什么原因？港股好于A股的总体格局会不会延续下去？

但斌：我觉得这是个误区，看上证50和央视50，尤其是央视50，涨了40%多，比港股涨得还多。港股是成分股指数，大陆的成分股指数不亚于香港，都是好的股票在涨，内地的还涨得更多。去年从全世界范围内看，中国的好股票涨得最多。

七禾网：美国股市从2009年到2017年，9年时间涨了8年，您觉得成就美国这一轮牛市的核心动力是什么？美国股市的上涨能否延续？

但斌：美国的大公司拥有的都是全球核心资产。如果认为人类的未来是由VR、人工智能、大数据、无人驾驶等决定的，那么现在这些领域的大公司主要就是中美两国拥有的。中国是由本身人口决定的，规模比较大。美国是世界级公司。如果未来的方向是这样，那这些公司还会取得长久的发展。所以我认为美股涨势延续的概率大一些，巴菲特也预计道琼斯工业平均指数在100年内将“升破100万点”。

七禾网：特朗普减税会对美国股市和全球商品带来哪些影响？最受受益的将是哪些类型的企业，哪些板块的商品？

但斌：商品我不懂。特朗普的减税主要对大企业会非常有利，包括刚刚苹果公司把钱从外面拿回来。近期这一波涨势是减税直接促成的。

七禾网：您也有参与美股和港股的投资。请问，美股您后续最看好哪些板块？港股您后续最看好哪些板块？

但斌：港股、美股我们都一样，都看好互联网，以互联网平台类的企业为主。像我们买了腾讯、Facebook，相当于买了全世界的社交、通信；我们买了阿里巴巴、亚马逊，相当于买了全世界的网购、电商；我们买了谷歌，就买了除中国以外的搜索广告业务；我们买了苹果，相当于买了手机工业；我们买了微软、亚马逊，再加上阿里、腾讯、谷歌，相当于买了所有云计算的增长潜力；我们买了英伟达，无人驾驶的芯片技术未来可能给我们带来利润。有一个共同的特征是，我们买的是世界级公司。

关于伟大的时代

七禾网：您认为中国在2025年会超越美国成为最大的世界经济体，在2049年的经济体量会是美国的两倍。您是基于怎样的逻辑做出这样的预判？如果真的实现了，像茅台、腾讯、阿里巴巴这样的公司还能成长多少倍？

但斌：这是由中美两国经济增长的数据推算的，因为中国经济增长更快，美国还是2%、3%的增速，随着时间的流逝，中国迟早会超越美国。如果没有大的变化，可能在2025年前后超越美国，在2049年中国经济规模可能会是美国经济的两倍。而且在有记载的历史中，中国有90%的时间是全世界最大的经济体，在北宋时期，中国经济占到全世界的60%~70%，不管怎么样，中国重回世界第一是常识。这是大概率事件。

我们自己算过，未来七年，茅台每年会有21%~24%的复合增长。腾讯我们现在看不到天花板，但是我们觉得它会大得像一个国家一样，

不排除到10万亿元的可能性。

七禾网：到时候，全世界最伟大的100个公司中，中国能占多少比例？就您的分析来看，目前中国哪几家公司，有可能在10年后、20年后，会在全球最伟大的100个公司的名单中？

但斌：我估计可能得占一半。我觉得腾讯、阿里巴巴、茅台、中国平安、招商银行、美的、吉利汽车、好未来、永辉超市、安踏，还有四大行等，这些可能会在同级别的竞争中超越其他公司。

七禾网：就您看来，腾讯和阿里巴巴这两个公司，哪一个发展前景更大一些？为什么？

但斌：我觉得是腾讯。能够把14亿人紧紧联系在一起，而且使用频率最高的东西，更有价值，像绑定身份证这样的事情也只有腾讯能做。

七禾网：百度、网易还有没有机会重新追上腾讯和阿里巴巴？百度和网易各自的突破点可能在哪里？

但斌：我觉得很难。过去很多大企业会倒闭，现在运作更加平台化。比如腾讯的王者荣耀可能两三个团队同时做，微信也是两三个团队同时做。扁平化运作容易基业长青，过去大企业犯的毛病一般不容易犯了。比如以前柯达，它发明了数码相片，但它不积极推广，就被淘汰了。还有诺基亚，也是一样，在平板手机向智能手机转变过程中，它丧失了原有的技术优势。现在这些大公司都吸取了这些教训，不会止步不前，所以说不是没有机会，而是更难了。现在的竞争是数据的竞争，企业越大、数据越多。

七禾网：哪些类型的公司或哪些板块的公司，可能在未来10年、20年的经济发展中，逐渐衰老？而哪些类型的公司能保持成长？

但斌：我们主要关注的都是最好的企业，衰老方面没有太过关注。能够被人工智能、大数据替代的行业都有危险，比如标准化的服务人员行业。

七禾网：中国的各个一线、二线城市中，您最看好哪一个或哪几个城市未来的发展？为什么？

但斌：中国的核心城市都会发展，只要有净人口净流入的地方都可以。美国就一个硅谷，但是中国的核心城市可能每一个都是硅谷，因为中国人愿意去创造财富，而且中国的活力是非常强的。所以我认为每一个省会城市都不错，但是考虑到气候因素，可能我个人觉得南方城市更好一些。

七禾网：一个普通的中国人，应如何理解这个时代？如何把握这个时代的投资机会？

但斌：巴菲特当年在美国面临的时代和我们现在在中国面临的时代是相似的，只要对自己的国家有信心，不要犹豫彷徨，选择最好的资产和他们在一起就行了。

七禾网：对一个社会精英来说，用经营企业的方式参与这个伟大的时代，和用投资成长型企业的方式参与这个伟大的时代，哪个更有社会意义？更有人生价值？

但斌：都有意义，这与个人的性格、特点、才能相关，没有什么高低之分。中国老是有的一种错误的想法，认为职业有高低，其实并没有。

七禾网：5年后、10年后，回头来看，您做了哪些事情，到了什么位置，才会觉得自己对得起这个时代，对得起自己？

但斌：我觉得现在就可以，沿着现在的逻辑往下走就行了。有些人后悔不过是因为他们不停在变。

七禾网：您的微博中有这样一句话“凡是不希望自己祖国好的，我都视其为垃圾”！这是您当时一时兴起说的，还是您内心强烈的呼喊？

但斌：我经历过非常艰难的岁月……但是我觉得任何一个时刻，我们都应该希望自己的祖国好。所以我说，凡是不希望自己祖国好的，我都视其为垃圾。现实生活中也是，一个人可能因为一些事情导致生意失败，人生失败了，他就对自己的国家充满愤懑和怨恨，怪国家腐败等等。但是其实像美国也存在这样的问题，全世界都一样。肯尼迪曾经说过：年轻人，不要问这个国家能为你做些什么，不要只考虑国家的弊端，你们扪心自问，你们能为这个国家做些什么？你们都为这个国家贡献了什么。用怎样的价值看待自己的国家非常关键。

关于私募基金行业

七禾网：您和您的公司近期获得了一些私募基金的奖项，这是各个平台对您2017年投资业绩的肯定。2017年能取得好的成绩，您觉得是因为自己在这一年中做对了什么？

但斌：选择最伟大的企业，跟它们在一起。

七禾网：近几年来私募机构数量越来越多，但水平参差不齐，有些私募机构管理资金500亿元以上，而另一些管理规模不到1亿。您如何看待两极分化的现象？

但斌：我觉得这很正常。这个商业模式很简单，就是几个人聚在一起就可以做了，我认为也应该给这些人以机会和梦想。其实任何行业都是两极分化的，做得好的会不断壮大，做得不好的就会退出市场，这是中国市场有活力的象征。中国从来不缺乏创业的能力，只要给一个口子。所以我认为应该给这样的现象以鼓励，百舸争流，不负时代。公平竞争是很好的，千万不要去设置一些条条框框，不让人参与这样的竞争。不过，最终私募基金行业会两极分化，像房地产行业一样，房地产行业也有几万家，2004年万科销售收入大概76亿元，2007年500亿，2017年已经5200亿，房地产市场的集中度越来越高，估计，私募基金行业也会如此，优胜劣汰，2028年估计会出现5000亿以上的私募基金。

七禾网：东方港湾成立于2004年3月，是国内最早成立的私募基金之一，也是中国首批获得私募基金管理人资质的33家机构之一。贵公司刚刚获得《证券时报》“2017年度金长江奖行业典范私募基金公司”，您本人获得则获得“2017年度金长江奖年度优秀私募基金经理”。请问，您觉得私募基金管理人应承担怎样的社会责任？

但斌：在东方港湾的14年中，我们也参与了一些慈善事业。我本人也是海惠慈善基金的董事长；《时间的玫瑰》这本书的盈利也都捐给了澜沧教育基金；我们公司和我个人去年的捐款有500万左右，包括我们现在也在不断支持慈善事业。从另一个角度来说，我们觉得在中国传播价值投资本身就是最大的慈善。

七禾网：什么样的私募基金经理才是真正为客户负责、为客户着想

的基金经理？

但斌：对于客户的资产要担负起信托责任，不能冒险，要坚持自己的理念，坚持全世界最好的核心资产，跟这些企业一起成长。包括我自己的钱都是投在基金里的，在最艰难的情况下，也要对投资人负责。

关于《时间的玫瑰》

七禾网：您在2007年出版《时间的玫瑰》一书，我读过两遍，书中讲得最多的一个词，应该就是“时间”。每个人一生中最宝贵的就是时间，任何物质财富和精神财富都需要用人类的时间去换取。在您的理解中，“时间”是什么？对“人”来说，“时间”的最大价值是什么？

但斌：投资这个游戏就是用生命去换取财富。每个人的生命都很短暂，要善待自己的70年，时间是会说明一切的东西。时间对优秀的人来说，会让生命升华。

七禾网：哪些东西会随着时间的推移而升值？哪些东西会随着时间的推移而贬值？一个企业价值的不断成长，本质上来讲，其增加的价值来源于哪里？

但斌：好的企业随着时间的推移能够创造出更多的价值和财富。人类本身是以指数级上升的，财富是越来越多的，但是毕竟要有一个载体，载体就是这些伟大的企业。随着时光的流逝，这些企业会更好。不能体现价值、毁灭财富、阻碍效率、虚假的东西会随着时间的推移而消逝。

七禾网：在《时间的玫瑰》一书中，有这样一句话：“一个人在市场里的输赢结果，实际上是对他人性优劣的奖惩。”请问，市场奖励人性中的哪些“优”？市场惩罚人性中的哪些“劣”？很多生活中的“好人”为什么在市场中亏钱？

但斌：资本市场是奖励有远见，有智慧，有洞察力，又能够身体力行、持之以恒的人。所谓善良的人不见得有智慧，甚至有些愚蠢。人性上有什么弱点，市场就往哪里攻击你。贪婪、恐惧这些劣根性是肯定会被市场惩罚的，几千年不变，这也是资本市场波动的缘由。

七禾网：在书中还有这样一句话，“巴菲特之所以伟大，不在于他在75岁的时候拥有了450亿美元的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守”。请问，您觉得他年轻时想明白了什么，并用一生的岁月来坚守？您本人会用一生的岁月来坚守的，又是什么？

但斌：围绕拥有核心资产、创造财富的公司，知道这些公司的可贵之处，紧跟它们在一起。很多人都是事后看到，而巴菲特是事前看到。我会用一生时间来坚守的也是这个。

七禾网：“时间的玫瑰”是北岛一部文集的名字，请问您是北岛的粉丝吗？

但斌：是的，在最艰难的岁月里，我是背诵北岛的诗《回答》度过的。

七禾网：除了巴菲特和北岛，还有哪些中外名人是您欣赏的？主要欣赏他们哪些方面？

但斌：太多了，芒格、马斯克、乔布斯等等。他们以正能量改变世界，世界上人人受益。

七禾网：您比较喜欢看书，您觉得世界上最好的几本书是哪几本？您最近在读哪一本书？

但斌：好书太多了，文学、艺术各方面都不太一样。像《战争与和平》、《论人类不平等起源与基础》这些对我年轻的时候都有很大启发。投资类的好书像《聪明的投资者》，《巴菲特致股东的信》、芒格的《穷查理宝典》、《伟大的博弈》、《失控》等等。最近在看一些科学技术类，推动人类世界变化与进步的书。

七禾网：您曾赞助过一些贫苦的学生，这类慈善举动，您如今还在做吗？就您看来，哪些类型的慈善举动，对社会的意义最大？

但斌：治疗女性乳腺癌的“粉红中国”，扶助贫困农民的薪火相传的项目，澜沧教育基金是专门针对贫困教师做定向慈善的，还有一些精准扶贫学生的项目等等，我觉得做慈善时，有时候感觉特别无助，能力太有限了，我只是力所能及地做自己应该做的事情。

[1] 采访者：《七禾网》沈良；采访时间：2018年1月21日。

第四篇

找寻巴菲特的足迹——带一双眼睛去美国

4月28日至5月13日，前往美国参加2007年伯克希尔和Wesco股东大会。我希望自己能带上一双眼睛，不仅能见到当代最伟大的投资家，探寻他的投资精髓，更能感受一个真实的伟大国度，一片能够激励我们满怀信念追逐梦想的土地。

4月28号将前往美国参加奥马哈一年一度的盛会。对做投资的人来说，能见一见当代最伟大的投资家也是件幸运的事。

读书的时候，就对这个世界上迄今最强大的国家充满了好奇。《联邦党人文集》、《美国历届总统演说辞》、《光荣与梦想》等书籍和80年代中后期各种文化思潮以及文艺复兴时期最伟大的作品一起深深影响着我。

当年，和美国最近距离的接触，就是我们同寝室的一位高大漂亮的小伙子，因找了一个来自美国的非常美丽的女留学生做朋友，由此，也能和美国人民的“代表”有一点接触。前天晚上见到了当年我们系的主任，他还在说这事：“他拿着吉他，带着个美国妞……”

想想一晃20年过去了，我的这位同学也经受了他人人生最苦难的岁月……听说之后他整个人萎缩了——当年漂亮的小伙被折磨成了驼背的“小老头”。人需要多么坚强的意志，才能经得起最残酷的打击？！

我曾失去了很多，但拥有了更多……我的阅历让我宽容、珍惜并热爱所见的一切美好事物，我用心在聆听……在感受……

今天，我希望不仅感受自己的国家，还希望带着一颗心去感受世界，感受那个产生过托马斯·杰斐逊、乔治·华盛顿、富兰克林·罗斯福、马丁·路德·金、沃尔特·惠特曼、罗伯特·弗洛斯特、小约翰·洛克菲勒、安德鲁·卡内基、沃伦·巴菲特等等伟大人物的国家，想起他们，和那片广袤的北美大陆，我的好奇心不是满足，更多的是感动……

巧合的是，在我即将赴美之际，早晨接到一位住在加州老朋友的电话，她告诉我她刚刚听到当地最大的华语电台1300，介绍我们公司的情况，其中提到我们选择王冠上明珠一样的企业的投资理念，我的办公桌上没有股票显示器以及我有一个很奇怪的名字——“但斌”的事。

在遥远的国度，把东方港湾和我当新闻，这有赖于国内证券市场的蓬勃发展，此次伯克希尔股东大会与我同行及约在美国见面一起前往的朋友，已有相当的阵容，确实中国人在走向世界，在投资这个领域也是如此。

当然，我的目的不仅仅是朝圣，人类对精神世界与知识的追求可以让我们的生命蔓延并谦卑.....

纽约上空自由飞翔的鸽子

因为下午三点才能入住酒店，将行李放到酒店后，到时代广场旁的麦当劳边吃边等在摩根士丹利资产管理部门工作的朋友来带我们游览纽约。

窗外，是1935年就已矗立在Two Times Square大厦上的可口可乐广告牌。当知道这个广告牌已有72年历史时，真是让人惊讶和震撼，要知道1935年的中国，日本人刚刚占领中国的东三省两年，而中国共产党及红军正经历遵义会议、四渡赤水、翻跃雪山。1935年8月1日，中国共产党发表《为抗日救国告全体同胞书》，稍后的岁月，中美两国将携手并肩迎击共同的敌人——日本。当然，在美国经历战争的同时，并没有忘记建立商业文明，耸立在One Times Square Plaza和Two Times Square Plaza大厦上的广告就是时代变迁的证明。



图39 游览曼哈顿

上午10点，摩根的朋友到，他提议带我们坐观光车游览曼哈顿。车行曼哈顿，导游带着浓厚的口音介绍每一处有故事的建筑物，美国短短

两百多年的历史与中华文明几千年的历史无法相比，但现存城市中央的大部分建筑物却显得比中国的普通建筑有更多的故事。我们在众多美国电影中看到的纽约景象都能在这里找到，比如《色欲都市》拍摄的场景就是我们经过的一处街景，导游还特意介绍。

有故事的城市才有历史。现代文明和艺术，再加上众多的博物馆已让纽约这样的城市有了更多韵味与记忆。而纽约中央公园也让人印象深刻，在城市的中心有这样一个让大众休憩并远离城市喧嚣的地方，让人敬佩城市规划者的远见。听说深圳五洲宾馆后的深圳高尔夫球场到期将被收回改造成城市中央公园，如果真是如此，也算深圳市民的福气。

曼哈顿街头重要的建筑物风格迥异，前面大部分地方绿树如荫、树种搭配仿佛精心设计非常有层次感，随着建筑风格、季节变幻和角度而不同，是个需要用心和时间慢慢体会才能感受的内涵丰富的城市。来不及细细品味，车行到了纽约大都会人寿大厦的楼前，听同行的摩根朋友介绍，原来这栋楼准备建的高度是现在的一倍，但因为1929到1933年的大危机，没办法只建了一半。原来听过摩天大楼和经济危机关系的一个论点——世界上最著名的高楼建成之日往往是市场衰退之时。纽约大都会人寿、帝国大厦和吉隆坡双塔等每一幢世界最高大楼与商业周期的剧烈波动高度吻合。如果德意志银行的安德鲁·劳伦斯先生的研究结论成立，那么中国上海何时能建造出新的全球最高大楼？这是否又会让我们提前对可能到来的危机有足够的警醒呢？！

“9·11”纪念地，这是无论如何都要前往的地方，我们下车步行前往。在摩天大楼中穿行，抬头仰望世贸大楼的方向，尝试着想象当年纽约人看到飞机撞击大厦、冒着浓烟与倒塌时的情景。当年的那一刻正好在看凤凰卫视，恰好看到电视镜头中第二架飞机撞向大楼，相当震撼且难以置信……今天的世贸中心遗址游人如织，工地前的铁栅栏上有死去三千多人的名单和一些记录历史时刻的照片，摩根的朋友指着上面一个汉语拼音的字母说，他（她）们肯定是中国人……

参观完世贸中心遗址，我们转向它正面的一处教堂，教堂前是一片墓园，大部分雕刻墓志铭的石碑已风化，在一处保存较好的碑文旁看了一下介绍，下面埋葬的是一位在美国独立战争时战死的法国将军。这片全球金融中心教堂前的墓园，在“9·11”时成了救护伤员和纪念死去者的中心，今天还可以看到纪念离去者的黄丝带。进去教堂看介绍才知道这里也是纪念美国第一届总统华盛顿的地方。1781年3月1日，也就是美国

独立战争即将胜利的前夕，十三个殖民地的议会批准了《邦联条款》，并据此组成了邦联政府（1781—1787年）。这个政府具有各州联盟的性质，只设一个邦联国会来掌管国家，因而实质上没有形成一个统一的中央政府。那年年底，华盛顿手下有个名叫刘易斯·尼古拉的上校，写了一封信给华盛顿，说他代表战友们的意见，要求华盛顿借军队力量掌握政权，统一领导全国。华盛顿见信后非常生气，严厉斥责尼古拉说：“在我的言行之中，从来没有以军政府来强制人民的意思。我们国家的命运当不至于如此。”

上天保佑美国，在可能出现皇帝的时刻，因华盛顿，她选择了自由。218年前的1789年4月30日，在由大法官主持的宣誓仪式上，美国第一届总统华盛顿在纽约市华尔街的联邦大厦发表就职演说“维护神圣的自由火炬”。华盛顿誓词的最后一句话是，“我宣誓，愿上天祝我！”从华盛顿开始，历届总统就职演说大都少不了一段赞美上帝的话，它既表达对上苍的感激之情，又表现对未来的信心 and 希望。今天的教堂里布满了“9·11”时死难者的纪念物与照片，我看到几位美国少女和同行摩根的朋友邓晓立先生的眼里闪着晶莹的泪光……

再次回到等候观光车的地方，上车只有几站就到了投资人每天都极为关注而想至少有一次亲历的地方——华尔街一条狭窄的街道，两旁古老的建筑。比起着眼于21世纪，将成为太平洋西岸最为重要的金融中心之一的1997年12月19日开业的上海证券交易所证券大厦而言，1792年华尔街“梧桐树协议”至今已215年，窄窄的华尔街在仿佛静止的时间中更充满了历史感。

当然，来到这里免不了要在华尔街前的铜牛像前留影。据说矗立在百老汇大街正中央，雄视前方华尔街的大铜牛，是三位中国风水先生的杰作。1929年的金融危机时，束手无策的金融家们请来了中国风水先生，风水先生从北往南一路走来，发现北高南低，最南端——也就是曼哈顿岛的尽头，是茫茫大海，风水先生的诊断是，财气流入了大海，所以股市出了问题，开的处方是在百老汇大街的中央立一铜牛以挡住流入大海的财气。如今这座铜牛像成了金融市场蓬勃发展的标志，同行的叶萍女士说：摸摸它能给我们带来好运气！

从铜牛步行不远，就到了坐游轮参观自由女神像的渡口，长长的等候乘船的人流旁是一些街头艺人和画家，以及兜售LV包等假名牌产品的黑人“走鬼”，听说“美国城管”来时，他们也是一通乱跑，当然很遗憾这

些人兜售的假货多是中国制造，而那些画家则多是不折不扣的中国人。

普通中国人对美国的了解远远多过普通美国人对中国的了解，当年我们就从书上知道自由女神的来历。自由女神像源自于法国政治。1865年，拿破仑三世即位后，法国一批资产阶级学者希望能够结束君主制，建立起新的法兰西共和国。因此，出于对大西洋彼岸的共和国的赞许，也为了增进法国人民和美国人民相互间的感情，他们筹资并委托著名雕塑家巴陶第设计了这座雕像，作为庆祝美国建国100周年的礼物。巴陶第与雕塑大师罗丹同时代，在创作中非常严格地遵循古典的学院派创作法则，以创作巨大体量的雕塑见长。对于自由女神像的设计，他投入了极大的热忱。这一作品深受德拉克洛瓦的名画《自由领导着人民》的影响，而女神的脸则反映了作者母亲严峻的面庞和神态。

自由女神像在法国建造完成，并于1886年7月4日美国100周年国庆日时作为法国人民的礼物正式交给了美国大使。随后，女神像被拆散装箱，用船运往纽约，再重新组装在自由岛内由美国政府出资并委托美国建筑师理查德·莫里斯·亨特设计的巨大基座上。1886年10月28日，纽约港内轮船汽笛长鸣，烟花绽放，在21响礼炮中美国总统格罗弗·克利夫兰亲自宣布自由女神像正式在美国落成。

一百多年来，每当船只和飞机进出或经过纽约港时，首先目睹的就是这座雄伟壮观的雕像。如今，自由女神像已经成为了纽约乃至整个美国的象征。年轻的时候这个象征也曾打动过我这颗中国青年的心，一晃近20年过去了，今天终于在哈德逊河上目睹了她在纽约午后阳光下在自由岛上的光辉……

在哈德逊河上与纽约湾回望纽约，缺少了世贸中心大楼的曼哈顿好像少了点什么，它提醒我们此刻美国正在与恐怖主义斗争。目光所及的地方，不远的将来又将耸立起一座新的高楼，它又会成为美国新的精神象征。



图40 回望纽约

华灯初上，夜晚的时代广场璀璨明亮，人流、车流如梭。时代广场正中央的街头，一个大汉仅穿着一条三角裤，弹着吉他在高歌。没有人惊扰的鸽子，在街头漫步，在空中自由飞翔。

2007年4月30日于纽约

2018年的感悟

从2007年到2018年去了美国很多次，似乎美国的问题也很多，比如在不远的将来，美国的白人总人口数将下降到50%以下，美国的人口结构将发生很大变化，美国的内部矛盾重重，而美国能选出特朗普这样的人，也说明美国出了一些问题。特朗普以美国优先，从自私的角度没问题，但对以自由女神像底座上的诗歌“欢迎你，那些疲惫了的和贫困的挤在一起渴望自由呼吸的大众，那熙熙攘攘的被遗弃了的可怜的人们。把这些无家可归的饱受颠沛的人们一起交给我。我站在金门口，高举起自由的灯火！”为理想的国家而言，显然是历史的倒退……美国的价值观已经在“撕裂”……

伟大国家的象征——华盛顿

5月1日飞华盛顿，靠着舷窗注视着机翼下辽阔的美洲大地，碧绿的原野上土地被分割得整齐划一，间中点缀着乡间的别墅和看似庄园的大片土地。接近华盛顿杜勒斯国际机场10分钟左右的飞行距离里，大片大片的森林覆盖着大地，机场周围郁郁葱葱。在南京曾听朋友自豪地说南京是绿化最好的城市，但比起华盛顿，中国所谓的国际花园城市不知是以什么标准评出？

出来机场，好像有专用道路通向市中心，尽管旁边同一方向的车辆很多，但都只能在自己的车道上行驶，听朋友介绍华盛顿堵车很厉害，这可能也是照顾机场出来的客人。在接近华盛顿的地方，车子驶入了车流，缓慢前行，接近市中心首先映入眼帘的是宽阔的波托马克河，一个城市有了河流就像拥有了灵魂和生命，再看到的就是169.3米全世界最高的石质建筑——雄伟的华盛顿纪念碑。我们入住的酒店距此不远，但由于要送车上的几位客人到不同的地方，等于围着城市核心地带转了一圈。比起纽约曼哈顿，这座200多年前由法国人朗方设计的城市显得安详、恬静，车行之处，绿树掩映中一幢幢白色建筑让人记忆深刻。华盛顿是个一眼看上去，你可能就会喜欢的城市。

到酒店，不像在纽约的酒店非要等到下午三点才能入住，进房间换了衣服便开始了美国的首都之旅。

第一站便是白宫，这是对全世界产生重大影响的地方之一。看到很多人排队，以为我们也可以参观，问了才知道需要提前很多天预约才行。没办法只能从外面看看白宫及电视上常见的美国总统接见各国政要举行仪式的南草坪。隔着栅栏眺望白宫没多久，警察过来让我们到马路对面去，一对美国父子也在被驱赶之列，警察一转身，这位父亲就开起来了玩笑，做了一个炸弹爆炸的样子……美国人的幽默无处不在。

从白宫往华盛顿纪念碑走，大片大片的绿草地，显得广场极其开阔，阳光下有几对美少女躺在草地上晒日光浴，可能是春天的原因，这里的阳光并不烤人，不像在国内，在太阳底下站得稍久就有灼热感。当然，也可能是我们亚洲人的皮肤不适合晒日光浴，在国内看到老外在深

圳的骄阳下暴晒，常常感觉不可思议。登华盛顿纪念碑也需要预约，围着它转了一圈，便向林肯纪念堂进发，走过一大片草地、经过一处独具匠心代表美国51州的喷泉，我们来到了林肯纪念堂前的林荫大道。由于对植物知识的缺乏，不知大道两旁的树木是不是樱花树？一直怀疑樱花树能否长得如此之高？但听说华盛顿特区最值得一游的是在樱花盛开的四月，自从1912年日本将3020棵樱花送给华盛顿以来，经过多年精心培育，目前华盛顿的樱花树已达3700多棵，如果我们能早到20几天，就能看到缤纷的樱花和游行庆典活动。



图41 白宫前的绿草地

走在林荫大道上，伴随阵阵凉风，树上飘落下片片也许是凋零的樱花，这是久违了的一种感觉，仿佛回到了儿时北方深秋的树林中。旁边就是能将林肯纪念堂完整地映在池中的倒影池，也是1964年8月28日那个闷热的夏日，黑人牧师马丁·路德·金发表著名演讲《我有一个梦想》（I Have a Dream）的地方，也是克林顿千禧年新年祝辞的地方，同时也是《阿甘正传》主角天天跑步的背景地。累了，索性找了一处阴凉地躺了下来，闭目思想间，张弘问我在想什么？我说在想17年前，当我从几十米深的污水泵上来时，随便躺在泵房旁的地上仰望天空中南去的白云时的情景。我无论如何也想象不到17年后的今天，我会在华盛顿看着野鸭与海鸥在林肯纪念堂前自由嬉戏、飞翔……

历史总是给人沉重的感觉，但我们还是要探寻华盛顿的精神所在——国会山。从印第安人博物馆向前，经过一片草地到了一处人工湖，对岸有一组美国南北战争时两军对垒的雕塑，也许它在时刻提醒这个国家汲取教训面向未来。

顺着湖边走向国会大厦，前边就是可以容纳五万听众的国会广场，我阅读过的美国历届总统演说辞的发生地就在这里。我们先去售票窗口，可惜时间已过，这意味着此次华盛顿之行的几处重要建筑，我们只能从外欣赏它们。今天国会广场的草坪上，搭了一个演讲台，台下的观众寥寥，但并不妨碍上台的人通过高音喇叭发表他（她）们的演讲，谁都可以上台，演讲者有成人也有小孩。在登记顺序演讲的地方，有100多种语言的圣经供人阅读，不远处有一位父亲正与儿子兴致勃勃地打棒球，更远的林荫路上有人在跑步。



图42 国会广场前

这是国会广场前平常的一天，但2008年的11月2日这里又将有人在此面对塞满宾夕法尼亚大道的国人发表慷慨的演说，他（她）将给这个伟大的国家与未来的世界带来什么？

2007年5月1日于华盛顿

英灵的长眠地——阿灵顿国家公墓

2007年5月2日早晨，和风煦日，在我的倡议下，一行人乘地铁前往阿灵顿国家公墓。

22岁时，曾经在一个历史性的时刻，感受过死亡来临时的气息，在即将失去生命的瞬间我没有恐惧，更多的是遗憾。一个遗憾——我才22岁，生命刚展开就将凋零；另一个遗憾——还没有经历过真正的爱情，与所爱的人一起分享惊奇与喜悦，就将死去。从那之后，哪怕更艰难的岁月，我对生活都充满了感激，并带着感恩看待周围的事物和景致。但今天我们参观的地方，大部分人在青春伊始，就献出了他们宝贵的生命，他们再也无法安慰多情的母亲，享受最温柔体贴的情感……

阿灵顿国家公墓所在地，就在跨过华府波托马克河西岸的弗吉尼亚山丘上，距离林肯纪念堂与白宫非常近，此地乃于1864年没收李将军（Robert E. Lee）的产业后建成。在历时长达100多年的时间里，估计有26万以上的美国英雄人物及阵亡将士长眠于此地。从地铁口出来不远就到了公墓的入口，相对于难得一见聚集一起的美国人来说，这里的人可以算太多了。可今天是周三，普普通通的日子能有这么多人前来，有点出乎我们的意料。按我们中国人的理解，除非是重要的祭奠日子，陵园里应该冷冷清清、人迹罕至。

与在纽约见到的墓园一样，墓地没有悚然与诡异的感觉，就像走在公园里。一排排样式简单的白色墓碑一望无际，有种纯洁、神圣的感觉。除去乔治·华盛顿、帕克·柯斯梯司及其夫人、乔治·马歇尔将军、约翰·甘乃迪总统及罗伯·甘乃迪等少数墓地外，墓地不分等级，将军与士兵，紧密相连。在阿灵顿国家公墓你能见到真正的独立平等——所有的人生而平等、死而平等。不仅如此，更人性的一面，每块墓碑下，埋葬的不仅仅只是这些死去的勇士，还有他们的妻子和孩子。



图43 将军与士兵，不分等级

顺着园区的路和一群接一群的美国人一起，向着阿灵顿国家公墓最高处走去，那里有受过特别训练的士兵24小时把守的无名战士之墓。这是第一、第二次世界大战、朝鲜战争和越南战争时死亡的无名战士之墓，所立的白色大理石上铭刻着：“这里安息着一位光荣的美国战士。”这里夏天每30分钟，冬天每1小时即有仪仗队表演。这是在向为国牺牲的人致敬，而且是出于对一个普通人的尊敬。伯里克利，一位古希腊著名的政治家，他在为伯罗奔尼撒战争中阵亡将士举行的国葬典礼上发表了一篇演说：“每一个人在整个国家顺利前进的时候所能得到的利益，比个人利益得到满足而整个国家走下坡路的时候所得到的利益要多些，一个人在私人生活中，无论怎样富裕，如果他的国家被破坏了的话，也一定会陷入普遍的毁灭之中，但是只要国家本身安全的话，个人就有更多的机会从私人的不幸中恢复过来”。基于此，伯里克利认为，为国捐躯的英雄是“生命的顶点，也是光辉的顶点”。



图44 无名战士之墓

今天我随着美国人，随着他们凄美的号角声，在异国他乡，我举起右手放在胸前，为了我们的、他们的无名英雄，为了他们曾经的“生命的顶点，也是光辉的顶点”而致意！！

2007年5月2日于华盛顿

寻找巴菲特的家

从华盛顿经停芝加哥飞奥马哈需要两个多小时。我特意要了一个靠窗的位置，想在飞临巴菲特故乡时，看看奥马哈大致的轮廓。起飞时还是蓝天白云，偏偏快到奥马哈时能见度非常低，只能在降落时，看到机场上停放着的小飞机及周围郁郁葱葱的树林。

到候机楼，张弘用中国的驾照与信用卡租了一辆车。没车寸步难行，原来以为不带英文的驾照不能租车，现在一切OK！我们便向奥马哈驶去。刚上高速公路就下起了阵雨，张弘开玩笑说按中国的俗语“贵人出门多风雨”，这雨可是好兆头啊！我们可是老巴远道而来的贵客啊。

车上我们决定先不去酒店，直接到会场认认地方，然后，再去巴菲特的家看看。张弘的方向感非常强，按图索骥很快就找到了开股东大会的会场——奥马哈最大的篮球馆Quest Convention Center。会场外冷冷清清，怎么看也不像有几万人要聚在这里的样子。喜欢热闹的中国人恐怕很难适应奥马哈这样清冷的小镇。

雨停了，我们开始寻找巴菲特的家——说是一个门前有对石狮子的房子。问的第一个人可能是搬运工，他正在搬报纸，他告诉了我们方位，但走了很久也不着边际，只好停车问一个正在装修房子的人，他给我们指了相反的方向，走了一半，停车去问路旁洗车厂的老板，他完全不知道巴菲特是谁！张弘很惊诧地问他：“你是本地人吗？”他回答说：“我已来了5年了”。去年就听兆民说他乘坐的出租车司机不知道巴菲特是谁，这次真是见识了。

曾就巴菲特在美国知名度这个问题，请教过一些对美国比较熟悉的朋友，其中一位在哈佛读过书的朋友告诉我，除非是读金融专业，哪怕是稍微偏一点的学科，比如读社会学的学生，知道巴菲特的人就很少了。巴菲特近年在美国声誉鹊起，也是因为他捐了370亿美元，否则，在普通美国人眼里他仅是一个富人、有钱人而已。在美国，人与人之间的关系非常平等，一个饭店里的招待，不会认为他比美国总统差多少，所以，你有钱那也只是你个人的事……中国人强调“人过留名、雁过留声”，但在美国这样的社会，按她的说法，如果没有奉献，仅靠财富流存

长久的名声，恐怕不太可能。但在中国，如果是这样规模的一个小镇，有全球第二富有的人居住，可能方圆几十里无人不知无人不晓。

我们再到一间杂货店，去问还是不知道具体位置，但大概方向和第一位指路的接近。掉头向开始的地方行进，路旁全是一幢幢别墅，如果一间间找，怎么能找到？又分别问了4个行人，他们知道巴菲特但不知道他家在什么地方。正一筹莫展间，刚好看到一个邮局的人，让张弘赶快过去问，他很热情地告诉我们门牌号码及方位。也许是奥马哈的治安太好了，美国人真是一点戒心都没有，如果在中国有一帮人在一个社区中不断问一个非常富有人的家，早有了警惕。我的一个朋友开玩笑：美国人都用信用卡，家里不放钱，抢也没用。但我心里想，如果真有人敢抢劫巴菲特的家（平常没有保镖），敢抢一个把几乎全部财富都奉献给社会与民众的人，那可真是与全世界为敌了！

有了邮局先生的指点，找起来容易了许多，但就是这样看着门牌号码转了几圈也未找到，只好又问正在溜狗的一位女士，她指给我们方向。又转了一圈，刚好来到一处丁字路口，看到有一家门口有一对石狮子，而且有点深宅大院的意思。就在我们以为找到了巴菲特的家，停车下车之间，刚好旁边房子里出来一位非常漂亮的小姐，张弘赶快去确认，话还没等说完，她就指着“石狮子”隔壁那一家说，那就是！（据说可口可乐公司的主席，就住在距巴菲特家50英尺的地方，这个房子走出的女士也许就是他的女儿或孙女。这些世界级富豪的家按中国标准来说，是太朴素了！）

怪不得有人会认错，在我们中国人眼里，世界第二富豪住在一个有院落的风子里天经地义。但奥马哈的圣人恰恰住在临路的、没有院落的、在整个社区中怎么看都属于最差、最朴素的风子里……

第二天再去巴菲特的家，同行的沃华医药董事长赵炳贤先生说：“我要带我的女儿来这里看看……”我也有同感，甚至我在想如果条件允许，希望我的朋友们有机会都来看看，也许你不一定感动，不一定认同这种朴素的价值观……但站在这里，可以让我们思考得更多……



图45 巴菲特的家

2007年5月3日~4日于奥马哈

巴菲特常去的牛排店

有点像追星族追寻明星的足迹，我们从巴菲特家出来，直接去找他差不多每月都要去两次的牛排店。

路过巴菲特上中学的地方，今天正好是毕业典礼，少男少女打扮的像新郎新娘，穿戴隆重，一对对盛装出场。这种场面我们只在电影里见到过。人生中有些事情只能经历一次，所以弥足珍贵。听说毕业典礼在美国那可是头等大事，举家欢庆。想起我们毕业时的情景，虽然毕业了，但还要惴惴不安地等待高考消息，而学校也不会有什么典礼安排，你只能告诉自己：又要有另一个新开始。

还算顺利很快就找到了牛排店，小小的门面和这个小镇一样朴素，但挂在门口的招牌——“这是全世界最好的牛排店”，不知是不是巴菲特给他们带来的灵感。饭店5点才开始接待客人，但招待说座位已预订满了。可能是出于对不远万里来此的中国人民的友好，张弘稍许努力，她们就答应给我们一个位置。心定了，回到车上。快到5点回到饭店门口，有几位客人已等候在门口。



我们遇到的美国人非常友好，当几位满头白发的老人知道我们来自中国并将参加伯克希尔-哈撒韦股东大会时，惊讶的同时问了一些中国及中石油的情况，他们也是来参加股东大会，但好像他们对巴菲特在中石油上赚了多少钱并不清楚，也许他们采取的是信任投资法，信任巴菲特！不过出乎意外的是，虽然不清楚巴菲特在中石油上赚了多少钱，但他们表示将和其他股东一起，做一个提案，反对巴菲特投资中石油，还问我们是否投票，张弘说：“我们不投票，我们是来学习的。”

五点进入雅致的牛排店，女招待热情地接待我们，还和我们开着玩笑。巴菲特现任妻子原来就是这个牛排店的招待，按中国人的理解，这有点不可思议——潜意识当中我们会想：老巴怎么会找一个女招待？其实仅就地位来说，这些招待可不是我们中国人理解的低人一等在城里打工的农家女。看着女招待和客人们融洽相处的细节，回想中午在流经奥马哈一条主要河流Platte河旁的餐厅用餐时，非常漂亮的服务生和客户互动的情况，心想美国确实是一个人人平等的国家，这种平等的信念是发自内心的。听女招待说，沃伦·巴菲特2006年8月30日与长期共处的阿斯特丽德·曼克斯举行婚礼后，还来此吃了牛排。

按常规理解，当巴菲特的妻子也不容易。巴菲特1952年与苏珊·汤普森结婚时告诉妻子：“我一定会很有钱。”但在巴菲特变得真的非常富有的时候，怎样使用金钱也许会让两口子产生不少的口角。有很多人是以前以一生占有并花费了多少财富作为人生成功的标准，而你看看巴菲特家里停的车和他住的房子，我们能想象，像巴菲特第一任妻子苏珊·汤普森可能感受的委屈甚至是愤怒，特别是在年轻的时候，当然，我们只是猜测。不过，巴菲特处理婚姻的技巧丝毫不亚于投资……



图47 牛排店的味道也很美妙

巴菲特吃什么，我们点什么，在牛排上来之前，张弘和临桌的四位当地老人聊天谈巴菲特。他（她）们说：“我们知道他，他人真的非常好。他经常来这里，像我们和你一样聊天……”

牛排上来，甜美多汁的牛排口感非常棒！比我吃过的靠按摩、喝啤酒、听音乐养大的在口里感觉能融化的日本神户牛肉还好吃，不愧为招牌上所宣称的全世界最好的牛排店。特意问了一下这牛是如何饲养的，是否也按摩、喝啤酒、听音乐？他们说不是的，就是按常规养的。

太好吃了！如果哪个精明的中国人也去巴菲特的家乡，把这个店用合资的方式引入中国，开在北京、上海或深圳，我相信一定会很成功，不仅仅是因为巴菲特的名声，确实是它的味道太美妙了！连我们不想吃美国菜的叶萍女士也赞不绝口！

2007年5月3日~4日

奥巴马今夜星光灿烂

奥巴马的酒店早已被定满，我们下手晚了，没办法只能住在51英里以外、我们在中西部电影中常看到的高速公路旁的汽车旅馆中。

同行的叶萍女士，咳嗽得非常厉害，怕影响会场里的人不想去。能为别人着想当然是好的，但千里迢迢来此，不就是为了见识一下世界上最盛大的股东大会并亲眼看看奥巴马的圣人吗？76岁的老人今天不见，也许以后就永远没有机会了，在我们的劝说下她同意与我们前往。

凌晨4点多钟起来，冒着瓢泼大雨、伴随着惊天的雷声我们向奥巴马的Quest Convention Center进发。闪电划过长长的夜空，照亮了广袤的中部大平原的夜晚，有些仿佛就打在车前，让人感叹大自然神奇的同时也有些惊恐。看资料说美国大平原地区干旱少雨，年均降水量不到20英寸，没想到我们来的两天能下这么大的雨。到Quest Convention Center已经6点多，门口已排起了长长的队伍，没有伞只能站在大门口的屋檐下，心想起得这么早算白辛苦了，只能最后一个进去了。

7点30分，大门打开，一个朋友反应极快，伸手去推一个残疾人的车，美国对残障人士的关怀真是无微不至，商场、博物馆和餐馆等公共场所都有专用的残障人士通道和座位，这样一个场合也不例外，残疾人及其伙伴可以先进去。这个聪明的中国式的举动，让坐在轮椅上的老太太连连摇手，但借机我们差不多第一批进到了会场里面。也许是靠近巴菲特的愿望过于强烈，我们有些惭愧地原谅了自己这种中国式的小聪明。不过，这种事如果发生在中国，排队的人肯定大喊大叫了，利益大一些的事，比如1992年深圳股票风波，排号都不行，为了不让插队，不分男女抱在一起，但最后还是被银行内部人先下手为强，拿走了部分抽签表，导致风波发生。从某种意义上说，美国人真是太老实了，但换另一种说法，美国的文明程度真的比中国高了许多，残障人士的生存状态或许是一个国家文明程度最实际的反映，中国要达到美国现今的程度，恐怕至少需要一代人以上的努力。

冲进会场，我们占据了差不多最靠前的位置。美国人占位置很简单，拿起事先放在座位上的纸，将写有“预留座位”一面往椅子背上一粘

就是你的了，如果想多占位置，拿起透明胶布将几个位置粘在一起也算你的了，甚至是任何一样东西只要放在座位上位置就是你的，之后，你人离开，也不会有人来占你的位置，没有我们中国常见的争抢位置时的纷争。看美国的西部片，骑马圈地，好像就是这样的先到先得，当然，起点要公平。今天，我们偷步跑了……惭愧！



图48 在伯克希尔股东大会现场

差不多9点多钟，大会开始，与以往一样先是放映由巴菲特女儿拍摄的宣传影片，片中最幽默诙谐的是一段巴菲特与NBA骑士队的球星“小皇帝”詹姆斯比赛篮球的片段，你能想象老巴一身短打扮、运球过詹姆斯上篮得分的情景吗？片后，更有趣的是，巴菲特从幕后走出，弹着吉他与另一位吉米·巴菲特，一位著名歌手引吭高歌，相比我曾经经历过的无数次的股东大会，唯有这次充满了嘉年华的气息，可能世界上也许只有巴菲特的股东会，才有如此丰富的想象力，而他的股东们也乐于如此享受整个过程。

曲后，问答环节开始，巴菲特边吃点心边喝自己直接拉开口的可口可乐回答问题，芒格则文明许多，将可乐倒在杯子里，自己加冰进去（没有专门的服务人员为此服务）。

两万多人的体育场里座无虚席，每块区域有一个提问话筒，按顺序轮流提问。过去几年东方港湾的同仁都翻译了股东大会问答录，但比起像摩根士丹利的译稿还是差了很多，从现场的感受看，除非是在北美生活很多年，而且愿意了解当地的风土人情，理解语言背后的寓意，否则，你只能看着美国人哈哈大笑，一无所知。巴菲特幽默，但芒格更幽默，差不多每次只要芒格一发言，会场就哄堂大笑。巴菲特76岁、芒格82岁，除去中间休息的一个小时，两位老人回答问题的时间差不多有5个小时，我们到了他们这样的年龄也能保持如此敏捷的反应力吗？但愿，上帝还能给两位老人足够长的时间——10年还是20年，也许辉煌人生的最后时光，对智者而言贡献最大。



图49 大会现场座无虚席

整个提问环节，其中一个印象最深刻，分别来自提问区12与提问区5，提问的关于Klamath河坝问题。提问区12：伴随四位印第安少女吹奏着民族乐曲缓步走向主席台，一位女士哭着提问，希望巴菲特旗下的太平洋电力公司（巴菲特去年收购）拆除一条河流上的六座用来建水电站的Klamath水坝，因为它导致溯流而上的鲑鱼丧失了洄游地与产卵地，也破坏了当地的生态环境。提问区5：另外一位女士也提了同一个问题，大坝的建立，让她以捕鱼为生的丈夫的生意额下降了90%，濒临失业。

关于投资的问题，有几个提问非常有意思，巴菲特与芒格回答得也精彩。

提问区10：来自旧金山17岁的少年

成为一个好的投资者的最好方法是什么？总的来说，成为MBA，看《穷查理宝典》（Poor Charlie's Almanac）这本书的时候就能懂得更多吗？

巴菲特：尽可能多地阅读。拿我来说，我在10岁的时候就把我在奥马哈公立图书馆里能找到的投资方面的书都读完了，很多书我读了两遍。你要把各种思想装进你的脑子里，随着时间的推移，分辨出哪些是合理的。一旦你做到这样了，你就该下水（尝试了）。模拟投资和用真金白银投资的区别就像你读浪漫情爱小说和你做点什么的区别是一样的。越早开始阅读越好。我在19岁的时候读了一本书，形成了我基本的投资思维方式。我现在76岁了，做的事情就是基于我19岁时从那本书得来的同样的思维方式。阅读，然后小规模地亲身实践。

提问区2：来自慕尼黑

你能不能点醒一下我们投资时是怎么决定内在价值的？你是用什么样的数量方法的？

巴菲特：我明白你的问题，但要装不明白，由查理来回答。

芒格：在尝试决定内在价值、安全边际等，没有一个简单的办法。你需要一个多重的方法。我觉得你成为一个出色的投资者不会比你成为一个鸟类学家来得快。

提问区5：来自堪萨斯城

关于中国经济，中国的银行看起来和日本银行90年代的情形差不多，你们担心中国会经历和日本90年代那样的崩溃吗？

巴菲特：老实说我不知道。我不清楚日本经济在崩溃前发生事情。我对中国银行业也一无所知。我基本没什么概念，也许查理知道。

芒格：如果你不考虑过去15年中国的进步，中国银行业的状况能

吓得你发抖。央行除了监管之外，总是注资帮银行（度过难关）。他们一路都是这么做的，但现在会好一些。

巴菲特：强劲的经济能克服这些问题。你看看房屋贷款的情况，你会觉得对美国经济来说是很可怕的事情，但美国经济历史上还是度过了很多金融危机的。

提问区10：

我今年23岁，很有进取心，也有一点资本，你觉得未来50年甚至100年最好的机会会在哪里？

巴菲特：尽可能地阅读。我大概在4到5个小时内读Lorimer Davidson的书学到的东西比我在大学里学到的东西还要多。我和查理用各种不同的方式赚到过钱，很多是我们在30、40年之前没有想过的。你不可能有一个固定的模式，但你可以积累你的思想，同时关注不同地方、各种不同的证券等等。最重要的是你的行为模式里面要有那种能避免你的行为会带来灾难的东西。

提问区4：来自肯塔基的10岁女孩

一个10岁小孩的最好赚钱方法是什么？

巴菲特：我必须说这是我10岁时考虑了很多的一个问题。派送报纸是我最喜欢的方式，但是你可能还是小了些。我肯定是尝试了20种不同的工作。最好的就是我的弹球生意，但是我如今不会再推荐了。一份我读过的研究人的才能与成功相关性的报告，它考查了学分、商学院等等。最好的相关性是你第一次开始你的第一份生意的年龄是多大。

芒格：当我年少的时候，我读了《巴比伦最富有的人》。它教给我开销不要超过收入，将余额投资。我在这个观念上融会贯通到心智复利，因此我决定把一天中最好的时间用于提升我的智力。

另一个按我们中国人理解的不和谐声音，则来自与我们中国相关的中石油的问题。作为专门的一个提案，问答环节结束后，共有五位发言人其中包括一位前议员，希望伯克希尔停止投资中石油，因为中国的石油公司在苏丹开采原油。巴菲特回答：“一个生意很难影响一个国家和政府的决定，如果我们便宜地卖掉中石油，对我们也没有帮助，它还会在

苏丹投资。美国政府曾阻止中海油购买美国的石油公司，我们有什么资格阻止中国的石油公司在非洲投资？我们印制美元购买中国的产品，降低了生活成本，但中国也需要原料来生产（大意）。”巴菲特的回答，摆事实讲道理，很客观。提议表决，98%的股东对该提议投了反对票，我们在牛排店见过的老人，经过巴菲特这一番解释，不知最终是否还在这2%的股东中。

会后，巴菲特与芒格要面见600多位国际投资者。轮到我们进去见面签字时，我们告诉他：“您在中国有很大影响力，您看待财富与处理财富的方式影响着很多人，您应该来中国看看，中国会非常欢迎您！”他回答说：“我1995年，和比尔·盖茨一起到过中国，今年10月份，我也许会再到中国去。”

华灯初上，恬静的奥马哈因27000名财富的拥有与支配者的到来而略显热闹。今夜奥马哈不仅拥有巴菲特与芒格，还拥有全世界最富有的人伯克希尔董事——比尔·盖茨，但今夜的奥马哈在我的心里，并不因财富而受世人关注，它因一位富有远见、无私、高尚的智者，一位朴素的老人，而让它的夜空星光灿烂。

璀璨的洛杉矶

离开拉斯韦加斯，迎着晚霞飞向洛杉矶，到达时夜幕降临。隔着舷窗眺望洛杉矶大地，脚下群山起伏，一眼望不到边际的城市，处处灯火璀璨，这就是天使之城洛杉矶。张弘感叹：这个城市真大啊！

候机厅外在高华证券工作的朋友邓伟已在等候，原来我们约在奥马哈见面，因机票难定只能在洛杉矶相会，9号他将与我们一起前往参加芒格Wesco公司的股东大会。他送我们到达PASADENA的WESTIN酒店后离开。拿好房间钥匙，到4楼302房门口，但无论如何就是打不开门，以为房卡没有加磁，张弘到楼下前台去换钥匙。等候的时刻，过来一位住在303房间的中国人，他看到我手里拿着伯克希尔开会时的袋子，就问：你从奥马哈来？我说：是。他说：我也刚从那里来。交换名片，看到他的名字，真觉得这是上帝的安排。本来这次来有意回避他，但这就是命运。与他相识是在18年前的一个晚上，开完会的那天我对朋友讲，这个人不是天才就是克格勃。18年后，他证明自己是天才，他是我知道的在美国事业做得最出色、人生最精彩的朋友。来不及叙旧，约好第二天晚上Wesco Financial公司年度股东会后再聊。

张弘加完房间的磁卡回来开门，打开看见里面居然有客人的衣物与东西，赶紧退出房间，再到前台，原来该房间已有人居住，是前台小姐给弄错了。换了另一楼的房间。人生真是奇特，如果不是阴差阳错，我想还不知多少年后，才能见到那位18年前的朋友。正在感慨人生的时候，原来大鹏证券的年轻同事带着我敬重的一位老领导过来，几年没有见面，两位同事也有了一些人生变化。老领导带着我们去“小台北”吃夜宵。这里原来是巴顿将军的故乡，现在已经完全是中国人的聚居区了，路旁的招牌是中国字，饭店里全是中国人，也都说普通话。老领导说：他强迫自己不在中国人的圈子里转，他住的地方全是外国人。是啊！人都有自己的舒适区，离开它重新开始，需要多么顽强的意志力。约好他后天领我们去游览洛杉矶。

9日原来约好在奥马哈见面，未成行的景林资产管理合伙人陈亦骅先生，也赶来参加Wesco公司的股东会。一行5人前往，在门口买了一本朋友托带的《穷查理宝典》一书，据说这部借用富兰克林的名著《穷查

理年鉴》为题目，讲述另一个查理——查理·芒格投资智慧的书，是投资者最值得一读的投资类书籍，希望它能早日被翻译出来，但听翻译的朋友讲译起来很难。芒格这位造诣深厚的投资大师，博览群书，知识渊博，某种意义上是一个哲学家和思想家，有朋友评价：单就思想而言，百年之后查理·芒格会比沃伦·巴菲特的影响力更大，巴菲特的成功和芒格密不可分，美国《财富》杂志将芒格称为“巴菲特的化身”。

等候股东大会开始的时候，先请芒格给帮朋友带的书上签了个名，巴菲特这方面非常讲原则，芒格就随和了很多，不仅可以签字，还可以和他照相。转身，看到那位18年前的朋友，坐在芒格正前方的嘉宾席上与旁边的嘉宾谈笑风生，能在这里坐嘉宾席，可见其已融入美国最上流社会，并且某种意义上讲，一定是在投资领域有相当成就。打个招呼，一起照个相，然后分别坐下。听邓伟介绍，来参加芒格股东会的约1000人，大多数都是专业投资者，有些很有成就了，他指给我看几位正在与人交谈的大师级人物，其中一位是巴菲特管理财富有可能的继承者之一。

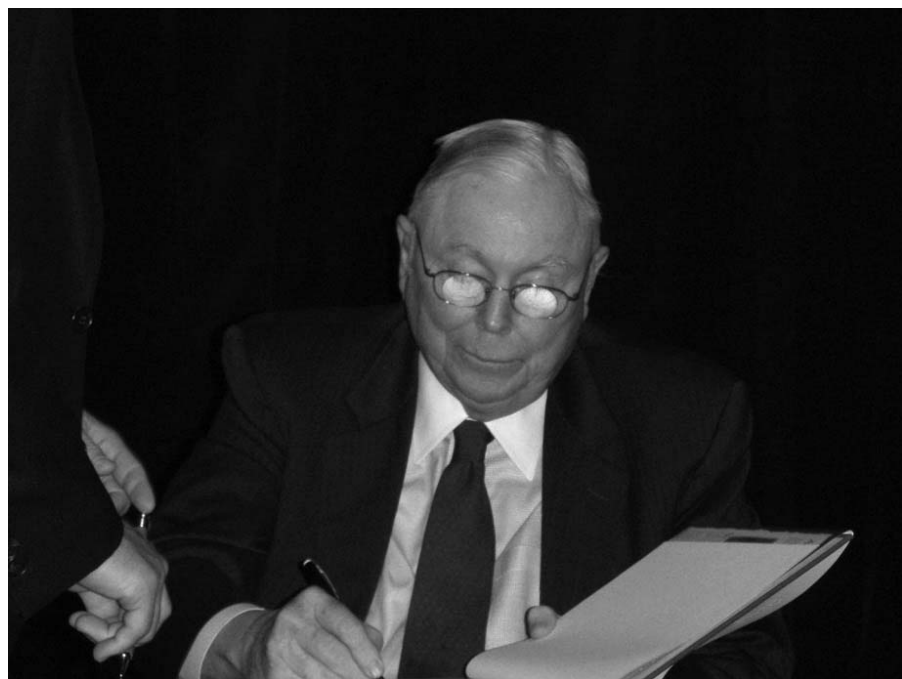


图50 查理·芒格在给《穷查理宝典》签名

股东会差不多两点开始，会上委托我原来的同事蔡津向芒格提了两个问题：一是你一生中，特别是年轻的时候，在处理投资或公司事务

时，遇到的最困难的事是什么？二是我来自中国，在发展中国家投资总会面临重大危机，你有什么好的建议给中国年轻的投资者？芒格只回答了第二个问题。今年的股东大会，芒格对一些问题有非常精彩的回答，在国内做PE的邓航先生译出了几个经典回答。

第一个问题：为什么沃伦·巴菲特和他所创造的伯克希尔——哈撒韦取得如此非同寻常的成功？

芒格：为什么一个人从零开始，且没有信用评级，却完成了这种奇异的资产积累：价值1200亿美元的现金和有价值证券。而这一结果开始于沃伦接手经营时仅1000万美元的资产和大约同样数量的流通股。这的确是达到了一种极致的结果……

汇集于同一方向的多种因素导致沃伦的成功，这种（通过将专注，好奇心，坚定不移，和自我批评有机的结合并应用于一个多学科知识聚合体而产生的一种临界状态）极致出色的效应并不是来自其他任何方面。这里，让我们来看看导致这种极致结果的因素：

第一个因素是智力。沃伦是非常聪明的，但从另一个角度看，他也不可能在盲棋比赛中击败所有的对手。所以，沃伦正是超越了通常意义的智力范畴。从他十岁时就意识到这一点并保持至今，从而形成今天的良好效果。

通向成功是相当困难的，直到你能够在你所强烈感兴趣的领域迈出第一步。沃伦没有觉得有任何其他领域能替代他对投资的兴趣，并且在他非常年轻时就迈出了第一步。

成为善于学习的机器是至关重要的一点：沃伦是这个地球上最好的学习机器之一。在龟兔赛跑中赢得比赛的乌龟就是善于学习的机器。如果在当今的世界你停止学习，这个世界将从你身边飞驰而去。沃伦是幸运的，因为即使在他已过接近退休的年纪，他仍然能够有效的学习和巩固他的技巧。因此从他六十五岁至今，沃伦的投资技巧取得了显著的增强。对沃伦整个成功过程的观察，我可以在这里汇报的是假如沃伦只是停滞于早期他所了解的知识，那么今天所能得到的结果无非只是那些苍白知识的倒影。

伯克希尔至今的经营主要是来自于一个人的头脑主导。当然，其他

人也做出了一定贡献，但伯克希尔的成功极大地反映出一个伟大的头脑所能做出的贡献。在投资行业或是物理学中想通过委员会的决定来取得巨大成功是很困难的，许多人都忽略了这一点。看看约翰·伍登，有史以来最伟大的篮球教练：他的比赛记录在后半生得到提高的原因是他明白了一个伟大的观念：减少平等主义。在他团队的十二个队员中，排在最末的五名队员是从不参加比赛的，他们的角色只是陪练。约翰只专注于训练排名靠前的队员。在伯克希尔也同样是这样的——专注的训练和比赛时间。

这不是我们通常的生活方式：在民主社会中，人们轮流做出决定。但是，如果你真的想实现许多明智的行为，那么最好还是将做出决定以及具体实施都集中于一个人。

在通过考试和做迅速计算中，许多人是非非常聪明的，但由于可怕的偏执，他们却做出一个又一个愚蠢的决定……但你会发现沃伦是非常客观理智的。

所有的人都会工作得更好，当他们得到了心理学者所谓的强化剂。如果你能取得持续的投资回报，即使你会成为沃伦·巴菲特，那么你将会做出的回应是——没有几件事的回报能超过作为一名伟大的投资者。

第二个问题：读书与阅读的重要性？

芒格：伯克希尔的成长记录是怎样发生的？如果你是一个观察者，你的确能注意到沃伦花费大量的时间读书。如果你想取得非凡的成就，那你只需要坐在那里花大量的时间去阅读。但是我们往往会因此而被解雇。

看看现在的一代人以及他们拥有的所有电子产品和因多重的工作而浮躁不专注。我可以自信地预见他们最终不会像专注于阅读的沃伦那样成功。如果你想得到智慧，你需要安静地坐下来读书，这就是智慧的来源。

第三个问题：关于思维模式？

芒格：如果你有足够的意识使自己成为一个智力健全的人，你就足够有能力超越那些比你聪明的人。你只需要从所有那些聪明人的想法里找到关键的几点，你就已经比他们更有智慧了。但是从查理·芒格的早期

经验来讲，这种意识并不是一个很好的社交手段。将某个领域里的专家当成不成熟的小孩，这不是一个好的社交策略。我年轻的时候也经历很多艰难挫折，你现在可以辩解说我当时是被迫进入投资领域的，但是如果你在别人的领域里评头论足，是不会有人赞赏你的。

我绝对相信要想解决难题，就必须把所有可能的和不可能答案都列出来；否则你有可能忘掉重要的东西。

第四个问题：如何评价伯克希尔？

芒格：芒格家族在伯克希尔持有的价值大约二十亿美元，因此一直有一些顾虑关于这项投资是否是个好的主意。我的回答是我非常满意我现在所持有的股份并且我希望我的家族成员能长期持有其中绝大多数的比例。他们将无法取得像我从小投入开始并得到今天这样规模的回报，而且他们也没有必要取得同我一样的投资回报。

伯克希尔已成为一个令人称道的地方，它是由具有实质价值的一群称职的人组成的。如果你的预期收益是适度的而且你喜欢晚上睡的安稳，相对于其他的股票，投资于伯克希尔倒是一个不坏的选择。如果你想得到的是在未来几年里能取得每年30%的复利收益，那我们的股票是不适合你的。相对于其他可选择的股票，伯克希尔的股票在今天和将来都是不错的选择，即使沃伦和我离开这个世界以后.....

如同我在早些时说的，如果你在四十年里有沃伦·巴菲特帮你理财并且这个家伙最终为你工作到死，那你的确没有任何的权利再抱怨了。

第五个问题：董事会在伯克希尔中是什么样的角色？

芒格：董事会是起一种保险开关的作用，以防止当我完全的失去理智而沃伦却对此状况无所作为。董事会的成员都是杰出的人士。我们被要求拥有一个有独立董事参加的董事会，而因为我们是被要求有一个董事会，所以我们认为我们还是搞一个较好一点的。是否还会存在董事会如果我们不会被要求呢？不，我们将不会有董事会。

第六个问题：是否存在私募股权生意的趋势？

芒格：这种趋势是当然存在的。融资收购基金的规模正变的越来越大，并参与收购越来越大的生意，所以这会是一种很大的趋势。

融资收购是与伯克希尔的生意模式不同的。我们几乎从来不卖空——实际上我们不想那样做。我们不想同我们的朋友玩拉米牌游戏，抛售掉五个生意又买入五个新的生意。我们从不为倒卖而投资。

热衷于通过融资来并购股权的人群正逐渐变得越来越大。而所发生的实际情况是捐赠和退休基金却迷恋于精灵的魔力出现。随着资产的价格被炒高，正常投资于股票和债券已不能带来足够的回报。然后那些巧舌如簧的人来找你并游说你为避免招致低回报：“将您的钱交给我们，我们能将钱增值，付给我们一定的报酬，我们将给您15%而不是5%的回报。”这种做法是有效的——当然并不像所宣称的那样好；只用统计的数据不是完全可靠的——但作为投机者，这种方法是有效的。

然后，嫉妒开始到处弥漫，耶鲁不能容忍哈佛赚了更多。嫉妒是一种强大的促进因素，虽然其作用几乎不被承认。在我的一生中，还从来没有遇到有人对我说：“查理，我这样做是出于嫉妒。”

在风险投资的行业，除了屈指可数的几家顶级公司，普遍的回报是不敢恭维的。这种情况最终也会出现在融资并购的行业。上帝还没有决定谁期望15%的投资收益就一定可以得到。

第七个问题：价值投资的理念是否正变得普遍？

芒格：我认为以我们的方式来看待事务将变得越来越普遍。事实上，价值投资的理念已经比几十年前变得普遍。过去我看接受这一理念的团体不过是二十人。这种投资风格的逐渐普遍却不会使它变得更容易操作，而让你们所有人赚取更多的金钱。所有聪明人的竞争会使价值投资变得较为困难，但这也不是一件坏事：也许你们中的一些人会比我们的过程赚得钱少但却比某些工程师赚得多。

第八个问题：如何得到你所希望的？

芒格：判断出什么是你不想要的并回避掉它，那你就会得到你所希望的。沃伦具有和我同样的本能。我们还未遇到人生中失望的那一部分，愤怒的人会毁坏许多的人生希望。而陷入这种境况却是很容易的。问这样的问题：“你怎样能以最好的方式得到你想要的？”答案是：付出应有的努力并实现你所希望！除此外还会是其他方法吗？

会议5点结束，带着脑力激荡后的满足与喜悦，会后8个人找了一家

餐馆小聚，不尽兴又在酒店的咖啡厅里续聊。人生真是奇妙，我们的生命何以充满这么多的奇迹与变幻？！

10日早起来，老领导已在楼下等候，他说先去盖蒂博物馆，然后去他所在的大学——加州大学洛杉矶分校以及一所私立大学，最后去海边看看。

圣巴巴拉山顶上的盖蒂博物馆，是由美国的亿万富翁保罗·盖蒂从自己32亿的财产中拨出22亿美元建立的，这使得该馆成为全球资金最充裕的收藏和研究机构，而且一直免费对公众开放。我们到达停车场，坐上缆车向山顶进发，沿途老领导指着周围一处处立于山上的别墅，介绍着大概的价格，这一带应该是富人居住的地方。很快达到山顶，一座现代式样的白色建筑矗立面前，老领导说我们脚下的大理石都是古老的化石，极其珍贵。因赶时间，我们原准备走马观花快速参观，但当看到印象派的巅峰之作——莫奈的《日出印象》，还有凡高、伦勃朗等大师的手笔时，不由自主放慢了脚步。这是一个能让喜欢艺术的人待上很久的地方。一个城市有人文和艺术，才会璀璨。这里让人流连忘返，但还是要按计划进行下去。

美国的大学没有校园，学校就是社区的一部分，怎样为社区做贡献，也是大学的责任。老领导带我们去了学校的一个东亚图书馆，收藏有中国图书28万册、杂志2800种，我们这些分别毕业于南开、上海交大、中国人民大学、武汉大学、厦门大学的5位参观者，在国内高校都没有见到过如此完整的图书和期刊的资料。听毕业于复旦大学的馆长解释，他们这里同样的书只收藏一本，不像国内的可能要5本，所以，同样的地方收藏的书会显得多些。这里的地方志最全、县志都有，尽管如此，他们在全美收藏中国图书的大学中也仅排第十位，前面还有如普林斯顿大学葛思德东方图书馆等。

从图书馆出来，我们去学生食堂吃饭，想感受一下学生生活，这里的学生食堂已完全社会化，饭菜种类还算丰富。一人一样的快餐吃完，我们往回走，路过加州大学洛杉矶分校的大学体育荣誉纪念馆进去看了看，这让曾在大学体育系里学习的我大吃一惊，如果让加州大学洛杉矶分校的学生单独组一个队参加奥运会，它至少有前十名的水准，而且其篮球、田径及美式足球的成绩可以说是非常优异。美国人非常重视体育，大学里尤其如此，而我们的大学，体育可有可无，地位低下。

上车，继续向另一所私立大学进发，老领导介绍这是一所基督教大学，比较虔诚的教徒宁可让自己的孩子来这里上学，也不去哈佛等名校，这里的校风非常好。学校紧临太平洋，快到学校就能看到高高的十字架，以及在阳光照耀下漫步在校园草地上的梅花鹿，美国人对动物的保护体现在每一处，我的纽约朋友形容：美国的苍蝇都笨笨的，更不用说麻雀都能在你的身边漫步而毫不畏惧。开车直接到了山顶最高处，下车走入英雄花园——这是为纪念该校一位学生在9·11时与联航93航班上的劫机犯搏斗牺牲而建立的。据说第四架飞机的原定攻击目标可能为白宫，但由于乘客的殊死搏斗，飞机最终坠毁于城市郊外。站在山顶，远眺无际的蔚蓝的太平洋，老领导开玩笑：游过去就到深圳了。可这边是清澈见底的海水，等游到深圳湾不被累死，也被臭臭的海水给熏死了。

从这所基督教大学出来到海边，沙滩上有非常多的沙滩排球网，如果能在哪里生活就好了，从小学三年级开始打排球打了十几年，在深圳到处找打排球的地方也没找到。如果当年学足球就好了，深圳到处都踢足球，老了踢不了也能去当当足球裁判。海滩边有一个码头，上面有百年以来的照片反映这一带的变迁，美国是个历史不太悠久的国家，但它们更重视历史走过的脚步。中国历史悠久，但中国的城市化某种意义上，对历史缺乏怜悯之心。

11日睡个懒觉。中午周群、王颂斌（笔名千岛，早年在深圳很有名）夫妇前来，然后我们与邓伟、邓航兄弟一起在一个优雅的餐厅吃牛排，邓航讲，周末美国人常常在这里一坐就是大半天。吃完饭，约好明天颂斌夫妇陪我们，然后邓航开车带我们去世界著名影城——好莱坞游玩，去之前邓航说你们可能会失望。

好莱坞，一条感觉非常破落的街道，因为有名人的印迹，还是人来人往，但这比想象中的好莱坞差了十万八千里，的确“看景不如听景”，而这次是我看到的景致中最差的。不过照片中刻在地上的这句话：“how some of us got here”——“我们中间的某些人就是靠着有梦想才来到这里”，让我印象深刻。参观完好莱坞，我们驱车前往比华利山庄，想看看举世闻名的比华利山庄，全球富豪心目中的梦幻之地到底是什么样子？但坐落在不太生长树木的洛杉矶山脉上的比华利山庄，没有我想象中类似西方油画当中那种鲜活的色彩，当然，我们无法进到山中一处处的私家小路上，无法近距离观看。据说香港大明星成龙在比华利山庄就有一处千余平米的豪宅，可以踩着细沙铺就的前院小路，面对着太平洋欣赏

日升日落的美景。

12日早上10点，周群女士送我们去亨廷顿图书馆。美国很多博物馆都是由富豪捐赠的，亨廷顿图书馆也不例外。美国铁路大王亨廷顿夫妇在1919年时签署了一份契约，把他们占地130公顷的庄园及馆藏转给一个非营利的教育托管会，由此创建了亨廷顿图书馆、艺术馆和植物园综合体，并贡献给了社会。热衷于收集世界各地文化精华的亨廷顿在60岁时退休，致力于珍版图书、手稿及艺术品的收藏。亨廷顿夫人爱书，也爱艺术，当年亲自主持，派人到欧洲收集采买古书和名画，然后从纽约装满几个车皮运来南加州，其中不少是珍本、孤本，还有19世纪前的欧洲绘画。在我们参观的过程中，也曾看到过珍贵的莎士比亚手稿。

建这么大的庄园需要雄厚的财力，“只有贫富巨大的差异，才能让某些人的住房体现出人类文明最精致的艺术成就”，但问题是中国的乔家大院或苏州园林多是以土改方式收归国有的，但19世纪末美国铁路大王、钢铁大王的别墅豪宅大部分已经变成博物馆，而这只需要制度安排。盖茨曾表示要把95%的财产捐出去，不会给自己的继承人所有遗产，那么他的依山面湖，占地约两公顷，建筑总面积超过六千一百三十平方米，用七年时间、花费六千万美金与无数心血，结合了美丽的自然生态与先进的资讯科技的独一无二的豪宅，也将最终成为公众免费参观的博物馆。中美两国都有财富聚散的故事，但这个过程是否自然，体现了文明与治理国家的水平。

从亨廷顿图书馆出来，我们前往此次美国之行的最后一站——水晶大教堂。1968年的春天，一分钱也没有的罗伯·舒乐博士决心在美国加州建造一座水晶大教堂。1980年9月，历时12年，用掉2000万美元，可容纳一万人的水晶大教堂竣工，成为世界建筑史上的一个奇迹。后来，罗伯·舒乐博士经常这样讲：“不是每个人都应该像我这样去建造一座水晶大教堂，但是每个人都应该拥有自己的梦想，设计自己的梦想，追求自己的梦想，实现自己的梦想。梦想是生命的灵魂，是心灵的灯塔，是引导人走向成功的信仰。有了崇高的梦想，只要矢志不渝地追求，梦想就会成为现实，奋斗就会变成壮举，生命就会创造奇迹。”

今天，我终于来到了梦想中的水晶大教堂前，我跪在水晶铸就的上帝影像前祈祷——有了崇高的梦想，只要矢志不渝地追求，梦想就会成为现实，奋斗就会变成壮举，生命就会创造奇迹……

第五篇

绽放我们的生命

每个人都是要死的，有的人想到这些免不了感叹要及时行乐，但是我们还要努力、奋斗，不仅仅是因为有一颗不屈服的心.....

新的人生篇章

再到中欧，想不到这一次竟然让我开始了一段新的人生篇章。

第一次到中欧国际工商学院还是2000年，当时正在国泰君安研究所工作的我，接受中欧MBA班同学的邀请，做了一次有关证券投资的演讲。转眼间整整7年过去了，很惭愧，希望当年以技术分析为主题进行的演讲，不要耽误了青年学子未来的前程。

33岁到40岁，是一个男人走向成熟的年龄。芒格说：他从不见40岁以下的投资人。头顶的依稀白发，也许真的意味着我的投资生涯刚刚开始。但到了40岁，越发觉得不懂的东西更多，当年人大法学院硕士毕业时，曾想这辈子再也不要参加考试了，可人生实际上一辈子都在考试，每一个历史关头，每一次重大抉择，都需要你用历练的心、积累的知识来帮助你选择，进而有更高的境界。回头看，恰恰是当年的知识积累，才让我有了更好的工作、更好的未来。40岁，我将怀着一颗年少的心，再次展开求知的旅程。

2007年3月20日是中国农历的春分，和暖的阳光照耀在中欧的校园里，流水潺潺，正好感悟人生。查理·芒格在2006年Wesco股东大会上，回答股东提问时说：“我没有太多的遗憾。唯一的遗憾就是我快要死了。我以犹太人的方式来看待这个问题（死亡），我幽默地看待它，有点儿像宗教。”

如果人能活100岁，人生最美好的光阴只有几十年，然而当你真正学习并懂得如何生活和工作时，已没有多少时间来让你完成更伟大的事业。我也像许多人一样感叹人生短暂，如果我们真的像某些科学家说的，能活到800岁那该多好啊！如果那样，在40岁成熟，我们还有760年的时间来实践我们的理想和信念，当然，有一万年更好！

可惜，眼下的我已经历了快一半的人生，我们没有更早地站在格雷厄姆与费雪的肩膀上，像巴菲特与芒格一样尽早开始投资的旅程。无论是在哪个行业，如果能将世界上最伟大的人大脑中的精华储存、下载，制造成人脑芯片，让人类的后代减少学习的时间，该有多么美妙啊……

是啊，我们每个人都是要死的，有的人想到这些免不了感叹要及时行乐，但是我们还要努力、奋斗，不仅仅是因为有一颗不屈服的心.....

2007年3月21日凌晨于景缘国际酒店

所有的星星都将离我们远去

为什么指数会呈螺旋式上升？按万有引力定律，无论指数上涨多高，最终必然回到起始位置。有关这一问题的思考困扰了我很久，这实际上是一种哲学的解析过程，它给了我有关投资的价值倾向、价值选择与价值设定的思索。在更广阔的意义上，这是有关永恒与死亡的话题。

所有的星星都将离我们远去

从孩提时代，我便对深远的夜空产生了浓厚的兴趣。这璀璨的天空是怎么来的？这灿烂的美会是永恒吗？其最终的归宿又将指向哪里？

还小的时候，看着天上的北斗星，听大人讲牛郎织女的故事，以为这美丽深邃的天空是永恒的。但天文学家观测到的事实却是，遥远的恒星正离我们远去，在宇宙中有90%的物质是不能为人类所直接观测到的暗物质。人类不仅不处于宇宙的中心，甚至也不由在宇宙中占主导地位的那类物质构成。地球及在夜空中闪烁的繁星只是宇宙汪洋的一点。

科学家认为，暗物质的存在有助于解释宇宙的膨胀速度——我们的宇宙正以接近于区分坍塌和永远膨胀的临界速率膨胀。宇宙的终极命运到底怎样？这是科学家要回答的问题。对我而言，要思考的则是，从自然的角度的角度，是什么力量引领指数螺旋上升？这是否导致这样的结论，只要人类存在螺旋上升，就是永恒？！假如是，那么，对天性乐观的人们来说，是否就占有了博弈的先机？

永恒与完美便是死亡

1986年夏天，准备上大学的我，突然对死亡的问题产生了兴趣。不仅仅是那些伟大诗人关于死亡的诗歌让我感动，在那个时期，一位校友的离去让我第一次感受到生命的短暂。在那个时期，每天独自到离家一公里远的乱墓岗跑步，我想感受死亡的气息，想了解有关生死的意义。

可能有的人无法接受死亡的概念，而且认为这与股市的价值判断无关，但我相信作为人类感受最深的情怀之一，有关思考会渗透到我们的情感、思想与意识的各个方面。

我知道我的名字能够停留多久。“罗马将军凯旋，阿庇亚大道旁欢声如潮……智者却说‘这一切只是过眼云烟’。”股市是自然的一部分，有些人却赋予了它太多的含义，就像是演绎音乐。其实在纷繁多彩的乐曲中，那些旋律本身是悲凉的，刚刚演奏的音节就会成为永逝的一部分。音乐，我深情的感受是悲凉的，对股市亦然。所以，对资本市场我只寻求最本质的事物，愿意从自然的角度倾听、理解和思考问题。

我们的未来

“死亡的观念无所不摧：死、生及其所关连的一切事物都将因此而丧失意义。”但就死亡的事实，如果我们认真地探求过有关生的意义，便不会对死产生恐惧。宇宙已经存在150亿年，如果把这么长的时间浓缩，人类的全部文明历史至今可能还不足10秒钟。因此，从宇宙的观点看，一个世纪的时间不足一瞬。即使宇宙与人类最后都要毁灭，从现在看，以后的路还长。也许人类能存在多久，资本市场就能存在多久。如果笔者具有科幻小说家的想象力，一定会根据宇宙的生命力画一幅股市走势图，也许现在只是开始。

我难以想象自己给出的问题，有人能替我解答吗？

2000年9月20日

我为是河南人而骄傲

2007年5月10日上午，我们一行5人在美国洛杉矶的盖蒂博物馆参观，一位管理员微笑着问：“你们是哪里人？日本？韩国？”当我们说是中国人时，他说了几句生硬的汉字：“不要摸！不要喧哗！”就差“不要随地吐痰”了。我知道绝大多数美国人不会由此就鄙视中国人，也许，他们只是好心地提醒。

但在我自己生活的国度，似乎有一种氛围，只要你是河南人，某些人的心理就会有种异样的感觉。我的同事曾好心提醒我：不要说自己是河南人，你也不是。确实，我不是地地道道的河南人，我出生在浙江东阳夏程里一座时间仿佛永远静止的古老房子里，旁边就是家族的祠堂和江南水乡常见的池塘。母亲是江苏常州人，每次去常州，还能到母亲出生、成长的地方走走（常州的城市化，已将母亲生活的乡村变成了城市），到舅舅家里看看。我的养父是四川乐山井研人，他和我的养母（我的姑姑）给了我无私的爱与支持，某种意义上，我更愿意说自己是四川人，他们的爱是我动力的源泉，我为拥有他的姓氏而骄傲！

但此刻，我不想说我是浙江人、四川人，我想说——我是河南人！河南是我脑海里的故乡，我三岁以后的童年、少年、青年—21年都在这里度过，我的成长、思想、记忆、理想与梦想都与黄帝的故乡有关，这块土地带给我正直、诚实、信用、勇敢、坚强、善良、正义、奋进与拼搏，当然，我知道，无论我在哪里成长，无论是中国，还是世界上其他任何一个角落，只要有文明存在的地方，这都是普世的价值观，而非某个地区或国家所独有。每个地方的人民都希望他们的儿女拥有这些品质与美德，当然，每个地方都有不具备如此品行的人。

为什么我们常常会根据地域、种族和文化背景，甚至性别去评判一个人？为什么生活在信息时代的中国人，会因你是河南人、湖北人、东北人、广东人、北京人、上海人等而产生偏见，对人刻薄？哲学家兼教育家伊莱·西格尔曾经认为，人只有认识和尊重他人才能称之为“人”。曾在《参考消息》上看过一篇报道韩国记者鄙视“龌龊的中国人”的文章，但当这位记者将他在中国火车上所见所闻发表在韩国报纸上的时候，却遭到了85%的韩国人的质疑，认为他有辱一个不断进步的伟大民族。

美国弗吉尼亚理工大学枪击事件的守夜仪式上，美国人点燃了33根蜡烛，为33个生命祈祷（凶手打死了32个人，并饮弹自尽）。牧师看着33根蜡烛说：“那名凶手在开枪的时候，我相信他的灵魂在地狱里，而此刻，我相信上帝也和他的灵魂在一起，他也是一个受伤的灵魂。”当韩国侨民甚至是亚裔普遍担心复仇的烈火熊熊燃烧的时候，一个社会却以爱来承担罪恶与不幸，这多么神圣和高贵！

在美国，无论我们来自河南、浙江、湖南、福建、广东、香港、台湾，还是来自中国的其他什么地方，都被统称为中国人。当我们尖酸刻薄地鄙视别人的时候，我们也是在鄙视自己，我们不会因我们的偏见、狭隘而变得高贵，只有当那陌生的爱与宽容进入我们的灵魂，我们中国人才能真正变得高贵！

2007年6月10日于北京至深圳飞机上

蔚蓝美丽的星球为什么会有战争？

稍懂点事，大人问：“长大了你想干什么？”我毫不迟疑地回答：“当兵！打仗！”我成长的少年期正值20世纪70年代，那时对男孩子来说，能拥有一套绿军装，是非常骄傲的事情。在我生活的城市河南开封，抢军帽，甚至为一顶军帽打群架是常有的事。我隔壁班的初中同学，就因为戴着军帽到城墙上玩，被抢军帽者刺死在开封一段已显露黄土的古城墙上。也许是因为年龄小，对死亡的事不太敏感，也许是古城的民风，当时只是觉得这位同学还挺有“种”，敢于面对多个对手奋起反击。后来听说在场的还有一位女同学，如果是真的，也许是青春的萌动让他那一刻变得如此勇敢坚强。

那时侯，常常独自玩一种个人“游戏”——指挥蚂蚁打架。在两窝蚂蚁的旁边分别放一块骨头，等蚂蚁爬满了骨头再慢慢移到一起，直至双方接火演变成一场蚂蚁间的战争。浩浩荡荡的蚁群冲向战场，接火的地方很快出现一团黑色的蚁球，短暂的相互冲锋之后，便是残酷的拉锯战。遇到两窝实力相当的蚁群，能连续战斗几天，第二天醒来常常见到蚂蚁鏖战的地方蚁尸遍野。当时沉浸于这种“游戏”当中，只是感到好玩，到我真正能思考的时候想起这少年的往事，才深怀歉意。

1979年，对越自卫反击战，血染的风采让我对战争、对军旅生涯充满少年的幻想。读高中以后，法国人拿破仑成了我的偶像，“不想当将军的士兵不是好士兵”更激励我要成为一名将军驰骋疆场，哪怕马革裹尸。高考第一志愿是石家庄陆军学院，第二志愿是信阳陆军学院。也许是命运，上天并没有遵从我成为一位战士的意愿，让我第二年去了一所综合性大学，让我知道了卢梭、孟德斯鸠、伏尔泰等文艺复兴巨匠，让我获得了对人类理性、和解的精神、现代国家和现代政治权力的起源、民主自由之源泉的认真思考。

很庆幸有知识去思考国家、政党、军队的终极价值与意义。记得有一位宇航员，他从太空中看到地球时曾发出这样的感慨：“多么蔚蓝美丽的星球……但为什么人类要在这样的星球上划出一个个国家并相互残杀？”是啊，为什么要用战争来相互屠戮？

人类最好不要有战争。如果时光倒流，重当一回少年，如果不经意间发现鏖战的蚁群，我一定会泼上一盆水，让它们结束战争！

2000年9月11日

绽放我们的生命

早上坐公共汽车到公司加班，途经沙河立交，许多人停下车，眺望深圳湾跨海大桥。2007年7月1日是纪念香港回归十周年，胡锦涛主席参加剪彩仪式、大桥通车的历史时刻，如果自己开车，一晃即过，而坐公共汽车出行，更有心境停留片刻来凝视自己与周围的普通生活。有些东西现在和过去一样，但也有一些东西，就如同岁月铭刻的印记，它存在过，就是不一样的时光。

这两天，在看一位老朋友的书——《狼图腾》，作者很多年前曾和我睡在一个通铺上，他给我们讲故事，讲第一、第二、第三国际，讲他在蒙古插队时的艰难岁月，甚至差点儿失去生命的故事。而我正阅读的这本书，厚重深沉，凝聚了让他感动的生命中的青春岁月与对民族命运的思索……



图51 2010年11月28日，在《狼图腾》作者姜戎家里，与他及他的太太著名作家张抗抗女士，一起合影留念。

我在想如果他早早失去生命，我们就永远见不到这本被誉为世界上

迄今为止唯一一部描绘、研究蒙古草原狼的“旷世奇书”。当年的老朋友，让我们从哀伤、低沉的情绪中走了出来，而今天，我也差不多到了我们相识时他的年龄。

此刻，这位老朋友也让我联想起英国圣公会主教墓碑上的一段话：当我年轻自由的时候，我的想象力没有任何局限，我梦想改变这个世界。当我渐渐成熟明智的时候，我发现这个世界是不可能改变的，于是我将眼光放得短浅了一些，那就只改变我的国家吧！但是我的国家似乎也是我无法改变的。当我到了迟暮之年，抱着最后一丝努力的希望，我决定只改变我的家庭、我亲近的人——但是，唉！他们根本不接受改变。现在在我临终之际，我才突然意识到：如果起初我只改变自己，接着我就可以依次改变我的家人，然后，在他们的激发和鼓励下，我也许就能改变我的国家。再接下来，谁又知道呢，也许我连整个世界都可以改变。

老朋友，他在沉静中绽放着自己的生命……

2018年的感悟

2017年十一假期期间，东方港湾组织全体员工到英国旅行，特地到英国圣公会教堂游览并询问了教堂里的工作人员，想找到那段墓碑上的话，不过很遗憾，工作人员说这里没有。但即便如此，这段闪耀着智慧光芒、打动无数人的话，还是会留在许多人的记忆里！

残酷是生活的一部分

2007年12月28日早晨，我的大学同学翟宏伟先生给我发来短信：“知道吗？贝·布托遇刺，一只美丽的铁蝴蝶逝去了……生为蒺藜死为花，让人感伤！”我回复：“知道了，这就是真实的世界，残酷是生活的一部分！”

上午，君安的老同事胡大平博士来看我，他看到我办公室门口的墙上有一幅字——爱永不止息！他问我：“这句话怎么解释？”我说：“这是来源于基督教的一句话，其实所有的事业，人与人的关系，都源于你怎样看待‘爱’这个字。这是成就自己、造福社会与他人的根本所在。”“那么你认为比‘爱’更高层次的是什么？”胡大平博士问。我回答：“是‘自然’，我们眼见的所有事物，包括残酷，都是我们生活的一部分。为什么要仰望星空？这个世界一定有超出人类爱和恨的更永恒的事物！”

邪恶、阴谋、卑微等，是人类生活的一部分。知道它不可缺少，也许它就不可能再肆意伤害我们。即便它能伤害我们的肉体，但它伤害不了我们的心灵。

贝·布托说：“我的生活反映了这里的动乱、悲剧与胜利。”但愿，2007年12月27日（当地时间）18时16分巴基斯坦发生的悲剧，能带来贝·布托所希望的胜利！

2007年12月28日随笔

持续努力奋斗，希望就会永存

贫富差距产生的根本原因是什么？

曾看过让·雅克·卢梭的《论人类不平等的起源与基础》，卢梭认为私有制的出现是人类不平等的起源。人在未开化的自然状态中是平等的；当人类力求生活、技术、文化发展时，文明向前一步，不平等也就向前一步。年轻时这本小册子对我有很大的影响。从它开始又读了法国18世纪启蒙思想家孟德斯鸠《论法的精神》等书籍。

我的理解是，从大的轮廓来看，也许个人拥有的财富数量，根本原因在于社会的分配法则，但在自由经济环境下，财富会向勤奋、智慧的人群流动。

我出身于工人家庭，当年怀揣几百元到深圳从无到有地奋斗、拼搏。曾经为了节约3块钱，走二十几里路回家；和太太到菜市场买够一星期吃的土豆；为了能给家中的父母多寄点钱，多跑路买便宜的盒饭。就算此刻想起早年的艰辛岁月，眼泪还禁不住在眼眶中打转……

这些年来我尝试着自己保持乐观、开放、积极进取的精神，不抱怨、不依赖任何人，当然也没有任何可让我依赖的东西，但我相信在这样的国家里，勤奋、努力工作一定会有回报。

人的世界观、勤奋程度和机遇决定了一个人的一生，我相信世界不会让人不劳而获，我坚信持续努力奋斗，希望就会永存。

就这么孤独地想下去

2007年7月26日傍晚8点，收到老同学李瑞华的短信：“我正在海口一个只能建一家宾馆的小岛上，面对大海喝酒，我眼前的沙滩上有几个大男孩在打排球，背后有慵懒的歌手在慢慢地唱歌，太阳一点点地从天上落到海里，把云染成暧昧的粉红色。海风轻轻吹，海浪轻轻拍，把歌声散到你四周。我想一直就这么孤独地坐下去。”

多么美好的感觉……我们终日忙碌，人有时候确实需要什么都不做，就静静躺着、待着、看着……

不过，这条让人静思的短信，却让我思绪万千。如果我在那里，我会希望这美好的瞬间变成永恒吗？如果这个属于自然的地方，没有孩子、没有歌手、没有音乐、没有我们，会怎样？60亿飞速繁衍的人类改变了大地、改变了天空、改变了海洋，如果没有我们，是否又会万物自由生长，是否又会是动物的天堂？天空中大群大群的鸟儿飞翔，海滨浴场里满是鱼儿游荡……

窗外，高楼林立、灯火阑珊，不知道这些人类的奇迹还能屹立多久？不知道这个世界复原起来会是什么样？星期五周末的晚上，这些问题和投资无关，但此刻我就想这么孤独地一直想下去……

2007年7月27日随想

您希望这张礼券上写的是什么呢？

2007年8月27日，我的一位在美国做基金的朋友打电话来，问我有什么问题问巴菲特，他的一个记者朋友要采访巴菲特。我们凝练了5个问题，请巴菲特先生回答：

1.（信念，挫败感和恐惧心）您投资生涯中最艰难的时刻是什么？您是怎么渡过那个难关的？当您还年轻，不像今天这样拥有如此财富和盛名，您会不会害怕在核战争或其他灾难中失去所有，只剩下信念？

2.（价值观，财富的终极意义）我们看到，在您坚持简单生活（比如说，一直住在同一所房子里，吃汉堡，喝可乐）的同时，您的财富实现了梦幻般的增长。是什么促使您执着向前，去争得明摆着花不完的财富？在这个过程当中，您心中也会有些什么东西是一直坚持，不曾改变过的吧？有哪些人或者事又曾巨大地改变过您的想法呢？

3.（生活伴侣与投资伙伴）作为一个成功的投资者，您是从投资中得到的快乐多，还是从家庭生活中得到的快乐多呢？您认为好的人生伴侣（家庭成员）需要具备什么样的特质？对于正在寻找自己的另一半，或者刚刚开始婚姻生活的年轻人，您有什么建议吗？这些建议也同样适用于交友，寻找合作伙伴和接班人吗？

4.（关于中国）您多次在公开场合提到您作为一个现代美国人的幸运。不那么幸运的中国投资者在熬过了5年的漫漫熊市之后又经历了两年指数涨幅超过100%的牛市。您曾到过中国，您认为中国投资者的不幸主要体现在哪里呢？中国正在经历巨额贸易顺差、本币升值及高通胀，繁荣会长期持续吗？我们能做什么来回避潜在的风险吗？

5.（祝福，以及心愿）您的一言一行鼓舞了这个世界上的许多人。感谢您的捐赠，祝福您拥有健康快乐的生活。我们同时意识到捐钱并不能解决所有的问题。假设您关于消灭核威胁的心愿感动了上帝，神帮您实现了这一梦想并且附送您另外一张超能礼券，用来帮助世界上那些不如你幸运的人，您希望这张礼券上写的是什么呢？

在太行山上歌唱

2007年8月26日，一位老同学、《河南人惹谁了》一书的作者翟宏为先生给我发来短信，说他获得了飞天奖戏曲类一等奖。替他高兴之余，也让我回忆起1990年金秋十月，我们二十几个刚刚毕业的同学，登太行山、露营小河边的往事。

1990年，位于林州市区北部，豫、晋、冀三省交汇处的红旗渠名胜游览区刚刚开始建设。当年人烟稀少，我们一路行来，两旁沟壑纵横，远山如黛，巍峨起伏；盘绕在太行山腰悬崖绝壁之上的红旗渠雄伟险要；满山的山楂树、柿子树、核桃树一片火红。

车子在盘山公路上疾驰，翩翩少年、婷婷少女纵情高歌。1990年毕业的我们，绝大多数人被分配在最基层工作，那时的我刚刚经历过一段蹉跎岁月，凝望着车窗外的山楂树，不禁轻声唱起苏联歌曲《山楂树》：“歌声轻轻荡漾在黄昏的水面上，暮色中的工厂已发出闪光，列车飞快地奔驰，车窗的灯火辉煌。山楂树下两青年在把我盼望。当那嘹亮的汽笛声刚刚停息，我就沿着小路向树下走去。轻风吹拂不停，在茂密的山楂树下，吹乱了青年旋工和铁匠的头发。啊，茂密的山楂树呀，白花满树开放，我们的山楂树呀，它为何要悲伤……”这首歌曾伴我度过了最艰难的时光，在万籁俱寂让人忧虑的夜晚，它给我信心和力量。1990年的太行山之旅，这首歌的旋律也符合大多数同学的心情。“……秋天大雁和歌声已消失在远方，大地已经盖上了一片白霜……”

下午两三点钟，我们终于到达一处河谷之地。河面并不宽阔，清澈的河水让人一眼就能看清河底细小的沙砾。我们在河滩支起帐篷，几个男同学上山拾柴。对于成长在黄淮海平原之豫中大平原的我来说，身临高山雄险之处，本身就是一件新奇和有意境的事情，所以，捡柴之余奋力登高。登顶临近河谷的一座小山，上面有几户农家，每户农家长着叫不出名字的花，房屋是就地取材，用山上的石头建造。纯真淳朴的农民请我们到家里看看，印象最深的是黑乎乎的家徒四壁的房子墙上贴着一张毛主席的画像。太行山上英雄多，据说在抗日战争和解放战争时期，焦作北部的太行山都是重要的战场和革命根据地，游击队员们在这里神出鬼没地打击日伪军。这里的老百姓对八路军与毛主席怀有深厚的

感情。

下山，天色已黑，一轮皎洁的明月挂在河谷与群山之上。我们点起篝火，朗读、歌唱。忘记是谁背诵王蒙的《青春万岁》。“所有的日子，所有的日子都来吧，让我编织你们，用青春的金线，和幸福的璎珞，编织你们。”“是单纯的日子，也是多变的日子，浩大的世界，样样叫我们好惊奇，从来都兴高采烈，从来不淡漠，眼泪，欢笑，深思，全是第一次。”我也唱了《当我们年轻的时候》与《雪绒花》……

1990年到2007年的金秋，已经是整整17年了。一个人的青春岁月往往能引发最美好的回忆。2007年6月5日，当我们太行山之旅的部分同学相聚北京时，大家对这段岁月格外珍惜，席间，还打电话给定居英国的同学，请她分享老同学相聚的快乐并缅怀那个难以忘怀的青春岁月。

1990年的太行山之旅后，我们各自开始了真正的人生旅途，17年，我们每个人都发生了翻天覆地的变化。但庆幸的是，生活的磨难并没有泯灭我们中多数人对美好事物的向往与追求，正如叶赛宁的一首诗：不惋惜，不呼唤，我也不啼哭。金黄色的叶子已堆满我心间，我已不再是青春少年……

是啊！我已不再是青春少年！

2007年9月18日

舷窗下的中国

2007年8月22日下午4点，办完事匆匆赶往首都机场。打电话给携程订到去上海的机票，没想到8月6日由五大航空公司联手的“京沪空中快线”开通后，在每半小时就有一个航班的情况下，几个航班也全满，和我从深圳到北京的情况一样。如果这是常态的话，只能说明中国的经济与商务活动太活跃了。还好剩下一个19点20分到浦东机场的头等舱位置，赶紧订下。

夜幕降临，19点登机，随手拿了三份报纸。19点20分飞机准时起飞，除非是天气原因，最近坐飞机感觉准时了许多，不像以前坐飞机时间没谱，有时候只能傻等。起飞过程中我一直在看报纸，飞机平飞后，透过舷窗可以看到天边一道落日的余辉。

看完三份报纸，飞机已飞过石家庄，转头望向窗外，远方不停地有闪电在目之所及的远处划破夜空，有种震撼与恐惧的感觉。据说闪电发生时的瞬间最高温度可达2.7万摄氏度，是太阳表面温度的4倍，可见其力量与危险。不过很奇怪的是：虽然天边有不同形状的闪电忽现，但侧向上看，一轮皎洁的明月挂在天空上，大地上一簇簇闪亮的地方是一座座村庄。闪电、月亮、夜幕下大地上一簇簇的灯光，构成了很美的画面，让我久久凝视。

飞机飞临江苏境内，透过舷窗看到大地灯火的海洋，比在洛杉矶看到的灯光更璀璨，以前很少夜间飞行，也想当然地认为舷窗下面漆黑一片，只是偶尔有灯光闪烁，就像我前几天在《国家地理》节目上看到卫星拍摄的朝鲜夜晚的大地。没想到祖国的大地似乎就在一夜之间散发出来了它的光芒。飞临上海，如银河般绚丽、灿烂的灯火映红了天地。一座座高耸的大厦，折射出璀璨的光芒，景致令人迷醉，这是一个多么充满活力、朝气与想象力的城市！

少年的时候，曾梦想着中国有这样的未来，20年过去了，祖国的大地有了巨大的改变。如果我是摄影记者，我会在每一年差不多相同的时间，找一个晴朗的夜晚航拍上海与北京、上海与深圳之间的大地，我们可以从飞机经过的地方，通过灯光看看祖国每年的变化，这也许是件有

意思、有意义的事。国外不知道是否有投资机构或投资家从投资的角度，租卫星拍摄地球表面的灯光，从灯光的亮度变化寻找投资的方向和区域。

很庆幸，透过舷窗能看到自己的国家正在发生巨大变化，这块土地上的每一盏灯都是明亮的眼睛，她的每一次闪烁和每一个跳跃无不展示着整个国家的今天与未来.....

2007年8月23日~25日于上海

但斌诗五首

有些诗是天赋带来的，有些诗是命运赐予的……就我的平凡而言，这些诗，应该是命运赐予的。世事沧桑，世界总是在跌跌撞撞中前进，中国也是如此……读着青春岁月留下的诗行……感慨万千，也许它们只属于我们的青春时代。

向我的爱情致意

收下它吧 姑娘 请怀着挚诚的爱

祈迎我用心的生命培育的 经过漫长冬天

将要在春天里绽放的悲欢

这是我的祈求 并非缺乏勇敢

而坚定 执着正是我一生成就的基础

我要爱 敢于诉说

为了烈焰般的热情而诞生 为了爱情在颤动

我知道我该怎么做

面对你？不！

一闪而过的冲动有时不负责

我想使你的思虑和抉择更加成熟而冷静

我愿你最终成为我的力量

成为我的起伏可怕风暴的伙伴

愿你亲切的气息 难以忘怀的容颜

时常呈现我的眼前

两颗心真是心心相依

即使结缘的路途不能一同走完

我要听从虔诚的神灵和命运的安排

我的脚步将永远驻足在闪着蓝色光芒的天穹之外

我不能再让心灵顾盼与流连

我要在惴惴不安和忧郁的苦痛中等待

但 我决不害怕你的婉言

我需要爱无暇 不畏惧不怜悯

互爱恒长 经得起考验

还有 我要告诉你 我所有的一切

特别是我一生的困难

我生来 为的是整个世界

我曾歌唱过希望和光荣 悲痛祖国的命运和不幸

我的使命 也许会使我的未来困苦不堪

当然这只是预见

但是 抛开这一切 假如这和爱情无关

我要告诉你 当你老了 孤苦和遭人厌烦

我也会在阴郁的沉重的梦境中

为我的爱情存至久远 我是用心和生命爱着

我们是不败的中国花

中国请握住我们的枝干一直伸过天空

春夏将通过花朵显示你的光荣在我诗歌的中央

我们每个人就是一朵花因你的形象一生光彩照人

我们关怀你的冬天想使你的春天丰盈如金

我们是相互交换的礼品愿把洁白的果实奉献给神灵

我们听过长江欢歌灵魂像黄河一样古老深沉

我们的根须即是你的生命我们歌唱你的美丽

岁月更替的青藤你是推动世界前进的爱情

云啊 请轻轻将她唤起

云啊 我理想的云

汹涌的鸽群

徐徐穿行在北国的天穹

天国里一片安宁

快 快越过这片枯树林

在黑夜抵达前接近星辰

不要给四季的变换以节奏

你在黑夜里默默无闻

云啊 我痛苦的眼睛噙着泪水

我曾久久期待你逗留在半空

然后沿着南方的尽头消失

落下你的呼吸 带走我的气息

隐着痛苦的土地 向故乡的田野走去

深长的岁月 记录着你的足迹

在远方 悠久而无光泽的地域

珍藏着 我母亲温柔的鼻息

云啊 拜托你 将她轻轻唤起

不为养育你沃土的高贵

不为养育你沃土的高贵 我爱你 只为爱你

如今 隔着冬天 我在谛听

深蓝色的火焰南来北去 你的礼品

像星星闪耀在我俩头顶

你曾听说 我的青春一贫如洗

在这光荣而勤劳的土地上 生命只是苦难的延续

我可不敢指望一点啊 凭这给你带来幸福

无际的风 滋养着心灵广阔的荒野

我是多么欣慰 只因心里充满着爱情

寂静的夜里 当我驰念你 我多想为你而歌唱

将忧伤的心放逐在月神的树下徜徉

可是啊 我怎能忘记 明朗的日子正在飞逝

我的往昔 覆盖着秋天的残酷和艰难

我一生中的一个时代已经结束

我将默默无语 在浩渺广大的宇宙深处

可是我知道：

我的祖国 命运多舛的祖国

依然抱着一个梦想的民族 在寻找出路

这片自古繁忙的土地 还有多少诗章

和梦中的希冀

我的夜莺 春天的忠贞是我唯一的信仰

你肯和我同往？

站在东方地平线的枝头 为新生的希望和我们的光辉欢唱

路边盛开的小蓝花

从你身边走过

深秋开满路旁的小蓝花

我的深心波动

仿佛刚才重见天日的感觉

我的血液

像心醉神秘的春天的祖国

以新生的叶簇在欢舞

这是最后的花朵了

真想俯下身去亲吻你

但这只是一瞬间啊

有人叫我排队赶路

时光流逝，生命的诱惑一直延伸。我漫步于我的河流之中，寻觅我的歌和不断流动的景物。人生短暂又漫长，但信念和理想，是一个可以在生命中不断积累的东西。迄今为止的经历告诉我：无论处在多么艰难的岁月，要相信一切美好的事物，对生活不谴责、不抱怨，努力做事，我们就能和我们的国家一样有光明的未来。

延续一个民族的骄傲和传统

2008年4月5日下飞机，到酒店，然后直奔八宝山公墓，祭拜姨公——黄经耀将军。

长辈1915年8月出生于江西省于都县曲洋乡桐溪陂坑村。1931年刚满16岁就参军入伍，在红3军第7师，参加过第四、五次反围剿。作为红1军团2师5团中央红军的一员，参加了二万五千里长征，两次翻雪山、过草地。作为八路军115师343旅685团的一员，参加过平型关、广阳、午城等对日军作战；皖南事变后，这支从井冈山下来的老部队又被整编为新四军第三师第7旅，继而粉碎了1941年中开始的日军对苏北以盐城为中心的“大扫荡”和1942年冬日军对苏北根据地发动的拉网式大“扫荡”并作为第三师第8旅的一员，1945年年末入关参加了解放东北的一系列战役；沈阳战役后他们被整编为东北第4野战军第39军115师并担任主攻天津的作战任务；之后南下，前些日子在吴法宪的回忆录中，还看到我的这位亲属1949年5月带领他的115师南下路过河南罗山以北的铜钟镇，救护打猎受伤的吴法宪的故事；在完成了解放广西及剿匪任务之后，1950年他又调动到42军入朝鲜参与一系列战役，直至停战。

长辈作为主力红军主力部队的一员，有22年是在行军打仗“生离死别”的烽火年代中度过。直到朝鲜战争后，到了苏东坡所说“年来四十发苍苍”的年岁生活才稍微安定下来。少年时代，这位亲属一直是我的榜样，我希望有一天能成为像他一样出色的人，这曾经是我儿时的梦想，也是我内心一种奋斗力量的源泉。

献上一束鲜花，在二老的墓前静静伫立。前后左右一排排，是一个个铭刻着熟悉或陌生的将军名字的墓碑，不远处是与这些将军墓有很大不同的，设计极其独特的文化大家老舍先生的衣冠冢。在这里，你能感受到一种历史，一种时光凝滞、岁月沧桑变迁的挚重。

相比其他墓地，老舍先生的衣冠冢前，鲜花特别多，我相信除了老舍先生的亲人外，有些有心的人，也会在清明在人们祭奠祖先、缅怀先人的时刻，对那些对整个民族、社会贡献极大的人表示他们的崇敬之情。当然，这些鲜花也告诉我们一个真理：相比权力和财富，思想和文

学有更久远的生命力和影响力！

对墓地文化非常有兴趣，沉下心来慢慢看，一片墓地就是一个圣地，更不用说那些有深远影响力人们的墓地。时光流逝，一个民族一定有些东西是不朽和永恒的，它代表着一种巨大的推动力量，延续着一个民族的骄傲、精神和传统。

非常赞同清明节放假，这个节日是中华民族认祖归宗的纽带，更是一个催护新生的祈祷仪式，正确看待死亡，我们才能体验“生”的意义，更加珍惜有限的光阴和高贵生命的传承。

2008年4月6日清明节于清华园随笔

致天予

亲爱的天予：

你知道吗？在夜深人静的雨夜于一盏温馨的灯下给你写信的感觉真的很好，柔柔的灯光软软地罩着，妈妈的思想似乎与你的思想在空灵中和谐交融。温润的晚风预告着春天的来临，淅沥的雨滴彰显着大地母亲的恩赐，妈妈似乎看到，我的宝贝女儿天予——这颗青涩的果子，在大地母亲的怀抱里正抽出嫩绿的枝芽，昂头快乐地成长着……

春节，是中国人一家团聚的日子，在这样的日子里，爸爸妈妈舍不得你离开我们，这还是你第一次没有和家人一起过春节，但为了你的进步，我们只能把我们的爱深深埋在心里，让你展翅高飞，用自己的方式过一个特别的春节。在这最温暖的时刻，我们希望你的手捧这封信，犹如我们降临到你的身边，让我们的爱围绕着你，希望你能感知到我们对你的那份深深的爱。

14年来，聪明懂事的你给我们带来了无限快乐！上初中后，学习压力很大，你却克服了种种困难，一次次战胜了自己，我们为你感到欣慰！我们知道，你已经深深感受到来自父母、长辈、老师还有同学们给你的关心、爱护、教育、支持、体谅和宽容，并将这些深深铭记在心！也知道你已经深刻体会到，一切进步必须依靠自己的努力去争取！

我们还要感谢你！你的成长和进步让我们很欣慰；我们惊喜地发现，在家里不仅有一个好女儿，还有一个好朋友！我们很忙，有时无暇顾及你和妹妹，你以你的行动，不仅让我们由担心变为放心，还使我们越来越觉得家里多了一个帮手，你对妹妹无微不至的关心和爱护更是让我们感到你是一个宽厚、仁慈、有爱心的女孩！你也会调皮，有时还会小小地任性；我们也会急躁，也会霸道，对你还犯过不少错误，可这些都在我们共同的努力下化解为家庭生活的趣事，从中你成长了，我们也成长了！谢谢你，衷心地谢谢你！现在，你长大了，更成熟、更自主了！如同你已清楚看到的一样，前面展开了一条崭新的路。在你充满信心地走在这条路上的时候，你一定会感受到成功的喜悦，也一定会遭遇各种困难和挫折。我们坚信，你无论在顺利或不顺利时都能把握住自己、战

胜自己！也坚信你在任何时候都不会忘了和我们分享你的喜悦、烦恼，分享你的成功与挫折！我们在任何时候、任何情况下都会十分乐意地与你分享！

你是一个美丽、善良、孝顺的孩子。听到爷爷病重，你哭得那样伤心，现在爷爷离我们而去，希望你化悲痛为力量，好好学习。请记住你带着同学在爷爷遗像前所许的愿，爷爷也会在天堂祝福你！

在爸爸妈妈心中，你是最聪明、最可爱的孩子，看着你一天天成长，我们很为你高兴。妈妈想请你原谅，原谅我有时把工作中的烦恼情绪带到与你的交流中；原谅我更多的时候像你的老师而并非像妈妈；原谅我有时过于严格，丝毫没有商量的余地；原谅爸爸妈妈回家后忙工作的时间多过关心你的时间，我们没能让你形成好的学习习惯。希望我们共同努力，在以后的学习中严格按照计划执行。

关于学习，也再谈几句。学习，是贯穿人一生的任务，只要想象一下50岁的学打字，70岁的学怎样操作家电，就会明白一个道理：时代一直在进步，学习，是人的一项基本技能。当然了，在不同的年龄段，侧重点是不同的。人的一生中，有几个关键期，一旦错过，机会就永远失去了，甚至人生的轨迹也就此改变。正确的学习方法，严谨的学习态度，必要的学习能力，大量的学习时间，熟练的解题过程，是获得最佳学习效果的必经之路。

没有梦想，也就不会有理想，某种程度上，也是人生的动力。其间要付出多少努力，多少汗水，你自己要有心理准备。凡事从大处着眼，从小处着手。关键是要有行动。动了，至少有成功的机会；不动，连机会都没有！

只有有文化素养、知书达理、品学兼优的人，才能立大业、成大器。愿你做一个自强不息的生活中的强者！

十天的时间虽然很短暂，但是你会收获很多。十天的军事化管理，十天的魔鬼式训练，这是大家一起吃苦一起进步的十天，这是一生难忘的十天，这是奠定成功根基的十天。希望你能利用这宝贵的寒假时间，投入巨大的热情，坚定自己的信心，我们相信：你一定能讲一口流利的英文，掌握好英文的学习方法，进而推广到其他学科的学习中。爸爸妈妈张开双臂期待你学成归来！

亲爱的女儿，你即将走进一个更为广阔、更能自由驰骋的世界。请你在任何时候、任何地方、任何情况下都别忘了，在你的家中，不仅有始终关爱着你的父母，还有始终支持着你的两个朋友！

爱你的爸爸、妈妈：但斌 黄晶

2010年2月8日

太太写给女儿17岁生日的信

亲爱的女儿：

无论妈妈身在何处，你都是妈妈的挚爱！在你生日之际，我一直在想送什么礼物给你，我想你最需要的是妈妈的爱，是精神的食粮。

上帝为我们创造双脚，是让我们靠自己的双脚走路。我希望你能了解：上帝给人们的都是公平的，至于你如何使用摆放在你生命前的刀叉，如何品味命运天使奉上的每一道菜肴，那完全要靠你自己抉择。在这个世界上，任何事情都不可能世袭下去，包括贫穷、富贵、成功、失败。这个世界上只有“我奋斗；我成功”的真理。请坚信：我们的命运由我们的行动决定，勤奋是不可代替的。

我自然是希望你做一个幸福快乐的人，做一个能够享受自己创造的果实的人。千万不要像海绵那样只取不予，因为这样你将无法从奋斗中获得快乐！我希望你能懂，我并不是想要过多干预你的生活，无非是想把你推向学业的高起点，我相信这对于你来说是至关重要的，因为你知道，孩子人生的起点都是父母决定的。

世界上没有不渴望过上快乐、高贵生活的人，但真正懂得高贵生活从何而来的人却并不多。我想告诉你的是：高贵快乐的生活，不是来自高贵的血统，更不是来自高贵的生活方式，而是来自高贵的品质——一颗独立进取的心，看看那些赢得世人尊重，处处施展魅力的高贵的人，必定都是具有自立精神的人。

你的外公曾将“艰苦奋斗，自强不息”这八个字贴在书架上。这句人生格言一直伴随我成长，影响了我的一生，愿你也能明白。读书使人富有，交谈使人机敏，写作使人沉静。这是不可或缺的三件法宝。经常读书可以培养写作能力，这样你可以跟很多人推心置腹，要有向一切可以学习的人学习的精神，学习能力非常重要，博览众长才能丰富自己的内心。

我坚信你温柔善良，你拥有优异的品格，这比世上任何财富都更有价值，妈妈希望你能有自己的信仰，它定将帮助你铺设一个美好的前

程，帮助你拥有乐观幸福而又充实有爱的人生。

永远爱你的妈妈

2013年6月24日

查尔斯河畔

多年的好友也是东方港湾长期伙伴的歌力思董事长夏国新兄2006年力荐我读中欧，他说你读一定不会后悔。由此，开始了我商学院的学习之旅。确实，一路走来，从读中欧EMBA班，到CEO班，再到哈佛CEO班，收获的不仅有知识还有满满的人生。在这个年龄除了向教授学习，向同学们学习到的东西更多。

2017年9月当漫步在哈佛校园，看到哈佛商学院中国CEO+进阶班88个同班同学的名单，还是有些出乎意料，许多同学的名字已经非常熟悉，伊利的潘刚、唯品会的沈亚、好未来的张邦鑫、安踏丁世忠等等，而投资界的嘉实基金赵学军、东方证券资管陈光明、君和资本王国斌、诺亚汪静波、正心谷林利军，这些都是活跃在一线、各行业的中国精英企业家。

88位企业家中有些学历并不高，但能成为各行业的精英企业家、人生历练、成功难度不知有多大？这些企业家成长的过程，面对的是大社会出的一张大考题，需要自己独立完成，也没有人改卷，做错的就大浪淘沙给淘掉了，淘剩下的继续做下一张考卷。所以必须知进退，知分寸，知历练，知时势，知学习，知益友，知畏惧，知羞耻，知艰难。在这个纷繁复杂的社会中为什么只有极少数人更有成就？如果我们看成长关键的30年。从学习毕业开始的第一个10年，往往是以一技之长求生的阶段；第二个10年则靠人际关系的处理，靠团队，靠处理与他人关系来成就自己；第三个10年及以后靠性格，你需要更强的承受力，要有面临更大压力时做出痛苦决定的能力。真正的领导力，取决于性格。内心自我不断激励的过程，对一个人成长很重要，遇到比别人多的困难，知道自己的差距，只能提高自己的自省能力和换位思考并保持持续奋斗的精神，这可能是这批人的一个共同特征。当然，也需要上帝的祝福！



图52 和88位中国精英企业家以及哈佛大学教授，在哈佛商学院图书馆前合影留念！

我读中欧国际工商学院EMBA时有一句话曾引起我内心的共鸣和激荡——我们为哪一句话而活——我追求什么？我想留下什么？我该改变什么？今天，88位已届不惑之年、事业有成的同学齐聚查尔斯河畔的校园，除了提高自己，更好的经营企业之外，不少同学也希望向西方优秀的文化学习也思考着中国的命运，无数个世纪以来，中国人追求国家富强和幸福生活的愿望像一股生命之流从未间断。中国近40年改革开放的历史和记忆，是中华文明兼容并蓄，不断凝聚新的生命力的过程。

200年前，拿破仑曾经对觊觎中国的欧洲国家发出警告：“要同这个幅员广大、物产丰富的帝国作战是世上最大的蠢事。开始你们可能会成功，你们会夺取他们的船只，破坏他们的军事和商业设施，但你们也会让他们明白他们自己的力量。他们会思考；他们会建造船只，用火炮把自己装备起来……以今天看来，狮子睡着了连苍蝇都敢落到它的脸上叫几声。中国一旦被惊醒，世界会为之震动。”2017年的此刻，靠着勤劳中国人包括我们88个企业家的共同努力，中国已经在场物质赶超游戏中获得了令人欣喜的成功，但是，中国是否已经完全“苏醒”？在不远的将来，它是否也将表现出与经济实力对等的“令世界为之震动”的精神气质？今天和风熙日，明日可能乌云密布，一个国家和一个个人一样，不可能永远顺境，但2017年的此刻，在查尔斯河畔，我祝愿中华文明变革之后结出的硕果，能让我的国家更加自由、更加辉煌。这是我一直梦想的，远不止我们这一代。

2017年9月于哈佛查尔斯河畔

图书在版编目（CIP）数据

时间的玫瑰：全新升级版 / 但斌著. -- 北京：中信出版社, 2018.6

ISBN 978-7-5086-8864-0

I. ①时... II. ①但... III. ①投资 - 基本知识 IV. ① F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2018) 第064980号

时间的玫瑰（全新升级版）

著者：但斌

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

电子书排版：萌芽图文

中信出版社官网：<http://www.citicpub.com/>

官方微博：<http://weibo.com/citicpub>

更多好书，尽在中信书院

中信书院：App下载地址<https://book.yunpub.cn/>（中信官方数字阅读平台）

微信号：中信书院

债务危机

我的应对原则

RAY DALIO

—美— 瑞·达利欧 (Ray Dalio) —著—

本·伯南克
美联储前主席

劳伦斯·萨默斯
美国财政部前部长

亨利·保尔森
美国财政部前部长

蒂莫西·盖特纳
美国财政部前部长

联袂推荐

这本书是瑞·达利欧数十年研究债务危机的重要作品。在这本书中，达利欧创建了一套债务危机分析模型，基于这套模型所得出的准确预测，帮助他成功度过了数次金融危机。对市场预测的准确性超过了美国官方机构及众多经济学家的判断和预测，成为投资界的一大传奇。读完这本书，你就能明白，为什么达利欧能预测到2008年金融危机发生。

常振明 中信集团董事长

恢宏的历史场景、独特的市场视角、翔实的统计检验、生动的案例剖析，瑞·达利欧以他特有的周期论和结构论，提出了对债务的宏观历史和微观市场的分析框架，并以此为基础向我们展示了世界近百年来债务周期的演变，精彩无比。2008年全球金融危机已经过去10年，全球债务不但没有下降反而增加了60%。在这个债务高潮之际，这本书值得每一位金融从业者以敬畏之心细细习读。历史不会重复，但历史永远是未来最好的铭鉴。

朱民 国家金融研究院院长、
国际货币基金组织前副总裁

A Template for
Understanding

BIG
DEBT
CRISES

中信出版集团

目录

前言

第一部分 典型债务大周期

我如何看待信贷和债务

典型长期债务周期/债务大周期模型

对周期的考察

典型通缩性债务周期的各个阶段

周期的早期阶段

泡沫阶段

顶部

萧条阶段

和谐的去杠杆化

“推绳子”

正常化阶段

通胀性萧条和货币危机

典型通胀性债务周期的各个阶段

周期的早期阶段

泡沫阶段

顶部和保卫汇率阶段

萧条阶段（允许汇率自由浮动阶段）

正常化阶段

从短暂的通胀性萧条跌入恶性通胀深渊

通胀旋涡的演进

战时经济

小结

第二部分 案例详析

德国债务危机与恶性通胀（1918—1924年）

1914年7月—1918年11月：一战

1918年11月—1920年3月：《凡尔赛和约》和第一次通胀

1920年3月—1921年5月：相对稳定

1921年5月：伦敦最后通牒

1921年6—12月：初现通胀旋涡

1922年1—5月：就暂缓战争赔偿谈判

1922年6—12月：恶性通胀开始

1923年1—8月：占领鲁尔区，通胀进入尾声

1923年年底—1924年：恶性通胀告终

参考文献

美国债务危机与调整（1928—1937年）

1927—1929年：泡沫

1929年年底：触顶与崩盘

1930—1932年：经济萧条

1933—1937年：和谐的去杠杆化

1936—1938年：紧缩政策导致经济衰退

参考文献

美国债务危机与调整（2007—2011年）

2004—2006年：泡沫出现

2007年：顶部阶段

2008年：萧条阶段

2008年9月：崩溃

2009年：从痛苦的去杠杆化过渡到和谐的去杠杆化

2009年6—12月：和谐的去杠杆化的开始

2010年—2011年中期

参考文献

第三部分 48个案例研究概要

核心经济术语表

48场债务危机

美国1926—1936年案例文本自动摘要

英国1927—1936年案例文本自动摘要

日本1925—1936年案例文本自动摘要

法国1926—1938年案例文本自动摘要

英国1941—1967年案例文本自动摘要

美国1943—1951年案例文本自动摘要

挪威1984—1996年案例文本自动摘要

芬兰1987—2001年案例文本自动摘要

瑞典1987—2000年案例文本自动摘要

日本1987—2017年案例文本自动摘要

美国2004—2014年案例文本自动摘要

奥地利2005—2017年案例文本自动摘要

德国2006—2017年案例文本自动摘要

希腊2005—2018年案例文本自动摘要

匈牙利2005—2017年案例文本自动摘要

爱尔兰2005—2017年案例文本自动摘要

意大利2005—2017年案例文本自动摘要

荷兰2006—2017年案例文本自动摘要

葡萄牙2007—2017年案例文本自动摘要

西班牙2005—2017年案例文本自动摘要

英国2005—2015年案例文本自动摘要

德国1918—1925年案例文本自动摘要

阿根廷1977—1988年案例文本自动摘要

巴西1977—1987年案例文本自动摘要

智利1978—1995年案例文本自动摘要

墨西哥1979—1991年案例文本自动摘要

秘魯1980—1986年案例文本自动摘要
菲律宾1979—1992年案例文本自动摘要
马来西亚1981—1990年案例文本自动摘要
秘魯1986—1995年案例文本自动摘要
阿根廷1987—1993年案例文本自动摘要
巴西1987—1995年案例文本自动摘要
土耳其1990—1995年案例文本自动摘要
墨西哥1991—2005年案例文本自动摘要
保加利亚1995—2003年案例文本自动摘要
泰国1993—2004年案例文本自动摘要
印度尼西亚1994—2012年案例文本自动摘要
韩国1994—2001年案例文本自动摘要
马来西亚1994—2001年案例文本自动摘要
菲律宾1994—2008年案例文本自动摘要
俄罗斯1996—2006年案例文本自动摘要
哥伦比亚1995—2008年案例文本自动摘要
厄瓜多尔1995—2009年案例文本自动摘要
土耳其1997—2003年案例文本自动摘要
阿根廷1998—2012年案例文本自动摘要
冰岛2005—2016年案例文本自动摘要
俄罗斯2005—2011年案例文本自动摘要
俄罗斯2012—2016年案例文本自动摘要

附录 宏观审慎政策

有关宏观审慎政策的疑问

美国实施宏观审慎政策的一些历史案例

致谢

前言

我从一名投资者的视角建立了本书中的模型。作为投资者，我的视角与大多数经济学家和决策者都不同，因为我通过资本市场押注经济变化（资本市场反映实体经济的变化），这促使我关注推动资本运动的相对价值和流动，而资本运动反过来推动了这些周期。作为全球宏观投资者，在努力应对经济和市场变化时，我发现没什么比判断错误所带来的痛苦和判断正确所带来的喜悦更能为我们提供现实的经验和教训，这些经验和教训都是经济学教科书无法提供的。

面对从未经历过的事件，我曾一次又一次遭受打击，因此痛下决心，要超越个人经历，深入研究历史上经济和市场的发展，进行虚拟实践，就如同我亲身经历那些历史事件一样，假设自己的投资活动与事件同步展开，做决策时并不知道事件未来的走势。我以时间为序，详尽研究各类历史事件，逐日逐月地追踪事件的发展。我的视角不再为个人的直接经历所限，从而变得更为广泛、更为深刻。从个人角度看，我经历了1966—1971年国际货币体系（“布雷顿森林体系”）的削弱和最终崩溃，美国20世纪70年代的通胀泡沫和1978—1982年的泡沫破裂，拉丁美洲国家20世纪80年代的通胀性萧条，日本20世纪80年代后期的泡沫经济和1988—1991年的泡沫破裂，导致2000年科技泡沫破裂的全球债务泡沫，以及2008年的债务大危机。而通过研究历史，我体验了5世纪西罗马帝国的崩溃，1789年美国的债务重组，20世纪20年代德国魏玛共和国的恶性通胀，1930—1945年席卷许多国家的大萧条和世界战争，以及许多其他危机。

出于强烈的好奇心，也为了成功应对未来的危机，我必须了解危机的运作方式。因此，我着手研究危机背后的因果关系。我仔细钻研各种经济现象（例如经济周期、债务周期）的大量案例，找出每种经济现象的内在特征，完善对现象背后的因果关系的设想和研究，建立每一种现象的典型模型，例如典型经济周期、典型债务周期、典型通缩性去杠杆化、典型通胀性去杠杆化等。针对同一种类型的经济现象，我记录下每个案例的差异（例如，每个经济周期与典型经济周期的差异），分析导致差异的原因。通过把这些模型拼接在一起，我对所有案例有了简化而

深刻的理解。我看到的并不是大量的单一事件，而是类似的事件一遍又一遍地发生，事件之间的相似度越来越高，仿佛一位经验丰富的医生每天看到不同的病例，但他知道这些病例与之前看到的并无本质差别。

在桥水诸多优秀的合作伙伴的帮助下，我完成了对债务危机的研究，开发了相应的模型。有了这个模型，我们就可以更好地应对史无前例的经济风暴，就像一个对过去100年间所发生的洪水或瘟疫有深入研究的人，可以更好地识别此类灾害来临前的信号，从而做好充分的准备应对灾害。在理解危机的基础上，桥水打造了计算机决策系统，详细列出了在每种可能发生的情况下我们的应对之策。这一方法极大地改善了桥水的业绩。例如，2008年，全球遭遇了1929—1932年以来最为严重的金融危机，但早在此次金融危机爆发前8年，桥水就已经设计打造了“萧条计量指标”，就是为了应对类似2007—2008年的事态的发展。因此，在绝大多数人因此次金融危机而遭受严重亏损时，桥水却实现了可观的盈利。

在本书中，我不会详细介绍桥水的决策系统，但将分享以下内容：（1）我的典型债务大周期模型；（2）针对三个标志性案例的详尽研究（2007—2011年的美国，其中包括“大衰退”；1928—1937年的美国，其中包括通缩性萧条；1918—1924年的德国，其中包括通胀性萧条）；（3）针对48个案例的研究纲要，其中包括过去100年间发生的主要债务危机。[\[1\]](#)我保证，如果你能潜心学习并理解这三个部分的内容，你将会从全新的视角理解债务危机。

对我来说，每天观察经济和市场（或者其他任何事件的演变），就像面对一场不断变化的暴风雪，有数以百万计的线索和信息扑面而来，而我必须综合处理这些线索和信息，并妥善应对。日常应对危机与系统性分析危机存在差别，这一差别体现在本书的第一部分（内容最系统、最典型）、第二部分（对危机案例进行了详尽的介绍）和第三部分（以图的形式展示48个案例）。通过对比这三个部分的差别，我们可以发现，书中所有危机案例的演变模式和典型危机在本质上是相同的，但也存在差异，这就促使你思考产生差异的原因以及如何去解释这些差异，进而加深自己的理解。这样，当下一次危机出现时，你将做好更充足的应对准备。

要明确的是，我理解不同的人有不同的观点，我的观点只是其中之一。我们各自提出观点，并就问题展开辩论，以加深我们对问题的理解。这就是我分享债务危机研究成果的目的。

[1] 在第三部分开头有一个经济术语表。若想大致了解本研究中涉及的诸多概念，推荐我的30分钟动画视频《经济机器是怎样运行的》。

第一部分

典型债务大周期

我如何看待信贷和债务

在本书中，我会频繁使用“信贷”和“债务”两个词，因此有必要从一开始就厘清这两个概念及其背后的原理。

信贷是指赋予他人购买力，他人承诺今后偿还该购买力，即偿还债务。显然，以信贷的方式赋予他人购买力，这本身是一件好事。相反地，不赋予他人购买力，使其无法去做有益的事，可能会产生不利的后果。因信贷不足而导致发展缓慢，无疑是件坏事。当债务人无力偿还债务时，就会产生债务问题。换言之，判断信贷/债务快速增长是好事还是坏事，取决于信贷产生的结果和债务偿还情况。

在财务上持谨慎态度的人生性不喜欢大量借债。我非常理解这种想法，因为我也是这样。在我一生中，即使在财务状况极为紧张的时候，我也宁愿存钱而不喜欢借钱，因为我觉得借钱的坏处大于好处，这可能是我从父亲那里习得的观念。对于认为少量借债比大量借债要好的看法，我是认同的。但后来，我发现这种看法也不一定对，尤其是对整个社会（而非个人）而言，因为社会政策的制定者比个人更有控制能力。我的经验和研究告诉我，相比信贷/债务增长过快，其增长过慢导致的经济问题同样严重，甚至会更糟糕，因为信贷/债务增长过慢的代价就是会错失发展机会。

总的来说，由于信贷同时创造了购买力和债务，因此增加信贷是好是坏，取决于能否把借款用于生产性目的，从而创造出足够多的收入来还本付息。如果能够实现这一点，资源就得到了良好的配置，债权人和债务人都能从中获利。否则，双方都不满意，资源配置很可能就不甚理想。

从整个社会来看，除了要判断信贷的第一层（直接的）经济效果外，还需要考虑其第二层（间接的）经济效果。比如，在教育好下一代（良好的教育可以提高劳动生产率，减少犯罪，降低执法成本）和替换低效的基础设施等成本效益显著的事情上，有时投入的资金或信贷不足。这是因为财政保守主义者认为举债做这种事对社会不利，但这种观

点并不正确。

因此，我想明确指出的是，如果信贷/债务能产生足够大的经济效益，能使债务得到偿还，则信贷/债务是件好事。但有时，信贷/债务的代价是我们难以看清的。贷款标准过严，债务人几乎铁定能偿还债务，很少会产生债务问题，但缺点是经济发展不足。贷款标准宽松，可能会促进经济发展，但之后可能带来严重的债务问题，使已经取得的经济成果化为乌有。以下是关于债务和债务周期的一些常见问题。

与拒绝借债相比，不良债务的代价几何？

假设你是一位决策者，决定建造一个耗资10亿美元的地铁系统，建设资金来源于贷款并计划用地铁运营收入偿还。但后来，地铁运营效益远远低于预期，收入只有预期的一半，因此债务不得不减记50%。这是否意味着当初不应当建造该地铁系统呢？

换种问法，该地铁系统的实际造价是否比当初的预算高出5亿美元？或者说，假设该地铁系统的运营年限为25年，分摊到每年，其造价是否每年增长2%？这样来看，你很可能会认为付出这些成本是值得的，建造该地铁系统比不建要好得多。

这对一个经济体而言到底意味着什么？当大约40%的贷款无法被偿还时就会出现实际的坏账损失，而那些不良贷款占全部未偿贷款的20%左右。因此，坏账损失大约相当于总债务的8%。而总债务大约为总收入〔例如，以GDP（国内生产总值）计〕的200%，故坏账损失大约相当于GDP的16%。如果以15年为限，将此损失“社会化”（通过财政政策和货币政策让全社会分担），则每年的损失为GDP的1%左右，这个规模是可以接受的。当然，如果不分摊到每年，该损失会令人无法接受。因此，我认为，大量举债的风险主要在于决策者是否有意愿和能力将坏账损失分摊到多年。在我经历和研究的所有案例中，我都看到了这种情况。决策者能不能做到这一点，取决于两个因素：（1）债务是否以决策者能够控制的货币计价；（2）决策者能否对债权人和债务人施加影响。

债务危机是不可避免的吗？

历史上，只有少数自律性良好的国家能够避免债务危机的发生。贷款过程不可能永远一帆风顺，常常伴随各种问题，因为贷款周期会影响

人们的心理，从而导致泡沫的形成和破裂。尽管决策者一般都想尽力妥善行事，但很多时候由于短期回报（提高经济增长率）看似合理，会出现信贷过于宽松的状况。从政治角度看，放宽信贷（例如，提供还款保证、放宽货币政策等）比收紧信贷更容易。这是产生债务大周期的主要原因。

债务危机为何有周期性？

我发现，每当我说起周期，特别是大周期、长周期时，人们都会惊讶不已，仿佛我在跟他们讲占星术一样。因此，我想强调的是，我讲的周期无非是一系列合乎逻辑、以固定模式反复发生的事件。在市场经济中，信贷扩张和信贷收缩推动经济周期的发展，其背后有完美的逻辑支撑。尽管各个周期的规律相似，但它们重现的方式和持续的时间不会完全相同。

化繁为简地讲，在任何时候，你一旦借钱，就会创造出一个周期。买一件你目前买不起的东西，你的消费必然会超出你的收入。借款时，你不仅是在向贷款人借钱，你实际上是在向未来的自己借钱。在未来的某个时候，你必须降低消费水平，以偿还债务。这种先借款消费、后紧缩开支的模式与周期非常相似。对个人来说是如此，对一国经济而言也是如此。一旦借款，就启动了一系列机械性的、可预测的事件。

如果你玩过《大富翁》游戏，就很好理解债务周期在一国经济层面是如何运作的。游戏开始时，玩家手握大量现金，只有少量房地产，因此把现金换成房地产很划算。随着游戏的进行，玩家买入越来越多的房屋和酒店，当玩家停在别人的房地产上时，需要越来越多的现金来支付租金。这时，有的玩家被迫低价出售房地产来换取现金。因此，游戏初期是“房地产为王”，后期则是“现金为王”。擅长玩这款游戏的人都知道如何在游戏过程中建立房地产和现金的最佳组合。

现在，假设银行可以提供贷款，接收存款，游戏又会怎样发展？玩家可以借钱购买房地产，而把闲置资金存入银行以赚取利息，这反过来使银行可以放出更多的贷款。再假设游戏中的玩家可以通过信贷购买和出售房地产，承诺以后还本付息。如果《大富翁》的游戏规则变成这样，就几乎完美地复制了生活中的经济运行模式。举债购买酒店的资金数额会迅速增加，变成现有资金的数倍。而未来，持有这些酒店的债务人因要支付租金和偿债而面临现金紧缺的局面。银行也将陷入困境，因为存款人对现金的需求不断增加，要从银行取出现金，用于支付租金，

偿还债务，而越来越多的债务人则难以按时还款。如果不采取干预措施，银行和债务人都将破产，经济将出现萎缩。随着时间的推移，这些经济扩张和经济萎缩循环反复发生，为长期性债务大危机创造了条件。

在正常情况下，贷款会产生一个自我强化的上升运动，到顶峰后转而向下，进行一个自我强化的下降运动，触底后又逆转向上。在上升过程中，贷款支撑支出和投资，进而推动收入增加，资产价格上涨。收入增加和资产涨价会导致进一步借债，扩大在商品和金融资产上的支出。借债基本上会将支出和收入提升至超出经济生产力稳步增长所对应的水平。接近债务周期的顶峰时，人们预期以贷款维持的经济会继续以超越趋势的速度发展下去。这当然是不可能发生的，收入终将降至贷款成本以下。

一些经济体的增长严重依赖借债进行固定资产投资、房地产和基础设施建设，这些经济体尤其会受到大规模周期性波动的影响，因为那些长期资产的快速建设是不可持续的。如果国家需要改善住房，那么住房建设的增量需求自然会随着住房的建成而下降。随着住房支出增速放缓，住房对经济增长的影响也会减小。假设你要建造一座办公大楼，在大楼建设期间，你的年均支出为1 000万美元（用于雇用工人，购买钢筋和混凝土等）。大楼竣工后，年均支出将降至0美元，对工人和建筑材料的需求也将降至0美元。届时，经济增长、收入和偿债能力将取决于其他需求。债务融资的房地产、固定投资和基础设施建设拉动经济强劲增长，之后需求增速放缓，债务挑战出现，从而导致经济下行。这类周期常常出现在新兴经济体，因为新兴经济体存在大量的建设需求。

进一步推动新兴经济体周期性发展的因素是收入水平的相对变化所带来的竞争力变化。通常情况下，新兴经济体的劳动力非常廉价，基础设施极不完善，因此它们热衷于进行基础设施建设，增加出口，提高国民收入水平。但随着这些国家的收入水平提高，其工资的相对竞争力会下降，出口增长率自然会放缓。这类周期的例子有很多（例如，过去70年日本所经历的经济周期）。

在泡沫阶段，不计后果的贷款和不切实际的预期带来大量无法偿还的债务。在某个时间点，这种状况会被商业银行和中央银行察觉，泡沫开始收缩。泡沫形成的一个典型表现是：越来越多的借款被用来还债，导致借款人债务负担加剧。

一旦资金和信贷增长被遏制，或者贷款标准提高，那么信贷和支出增速就会放缓，偿债问题就会加速涌现，这时就接近于债务周期的顶

部。同时，央行意识到信贷增长过快，已经到了危险的地步，于是开始收紧货币政策，遏制信贷增长，进而导致债务周期加速下滑（即使央行不采取措施，债务周期也会下滑，只是下滑的时间会推迟一些而已）。无论在哪种情况下，当偿债成本（即还本付息的成本）超过维持支出的借款时，债务上升周期就会逆转。不仅新增贷款的增速放缓，借款人的还款压力也会增加，还本付息明显难以为继，新增贷款进一步减少。支出和投资增速的放缓导致收入增长进一步放缓，资产价格下跌。

当借款人无法履行对贷款人的偿债义务时，这些贷款人就无法履行对其债权人的义务。决策者必须首先解决贷款人的问题。最极端的压力通常发生在高杠杆贷款人身上，其对无法还款的借款人有着高度集中的敞口风险。这些贷款人给整体经济和信誉良好的借款人带来连锁反应的风险也最大。这些贷款人以银行为主，但随着信贷体系日趋活跃，这些风险也扩展到更大范围的贷款人，例如保险公司、非银行信托、经纪自营商，乃至特殊目的公司。

这样的债务周期通常会产生两类问题。

（1）因借款人无法按期还本付息而产生损失。损失可能出现的形式有定期付款金额下降或债务价值减记（即同意接受低于欠款金额的还款），两种形式也有可能同时出现。例如，如果贷款人预期每年能从借款人那里获得4%的还本付息款，而最终只获得2%或0%，那么损失就是每年的还本付息款差额。如果债务价值被减记，则当年的损失会更大（可能会达到50%）。

（2）贷款以及贷款所支撑的支出下降。即使债务危机得到解决，过分举债的实体未来也难以维持危机前的支出水平。这种情况会带来的影响不容忽视。

能否妥善管理大部分债务危机，避免出现严重问题？

有些债务周期较为缓和，就像前行道路上遇到些许颠簸，有些则较为极端，甚至会导致车毁人亡。本书研究的均为在过去100年间发生的极端案例，也就是造成实际GDP降幅超过3%的债务危机。通过研究这些危机本身和决策者可使用的政策工具，我发现在几乎所有的债务危机中，只要债务是以一国的本币计价，则决策者都有可能妥善处理。因为决策者拥有灵活性，可以把债务问题的不良影响分散到未来若干年，这样债务问题就不是大问题。在大多数情况下，债务危机之所以导致了严

重的经济问题，都是因为决策者未能及时采取措施将影响分散化。即使是历史上最大的几次债务危机（例如，20世纪30年代的大萧条），假如决策者能够进行正确的政策调整，也可以顺利度过。案例研究表明，债务危机最大的风险不是来自债务本身，而是来自以下因素：（1）决策者缺乏知识，或缺乏权威，难以做出正确的决策；（2）整顿债务问题带来了一些政治后果，在惠及一些人的同时，损害了另一些人的利益。我出版本书，正是为了降低这些因素的风险。

话虽如此，我需要重申的是：（1）当债务以外币而非本币计价时，一国决策者分散债务问题的难度将大大增加；（2）虽然债务危机可以得到妥善管理，但一定会有人因此付出惨痛的代价。

管理债务危机的关键在于，决策者要知道如何充分运用自身的政策工具，并有采取政策措施的权力，他们要知道每年的债务分摊比率，了解债务分摊中何方受益，何方受损，损益几何，从而令整顿债务问题的政治后果和其他后果尚可被接受。

决策者可以采取以下4种政策措施，以降低债务与收入之间的比率 and 偿债总额与用于偿债的现金流之间的比率。

- （1）财政紧缩（即减少支出）；
- （2）债务违约/重组；
- （3）央行印钞，购买资产（或提供担保）；
- （4）将资金和信贷从充足的领域转向不足的领域。

以上每类措施对经济都有不同的影响。一些措施具有通胀性，会刺激经济增长（例如，央行印钞），而另一些措施具有通缩性，有利于减轻债务负担（例如，财政紧缩、债务违约）。和谐的去杠杆化（降低债务与收入比率，同时保持适当的经济增长率和通胀率，下文将解释）关键在于均衡使用这些措施。在这种和谐的情境中，经济活力和金融资产价格得到改善，同时债务与收入的比率下降，从而逐渐使名义收入增长率回升至名义利率之上。

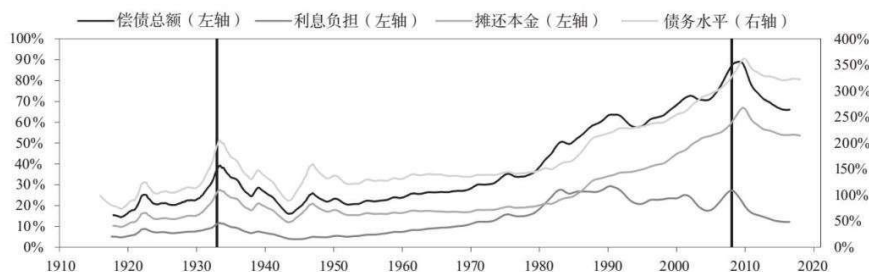
这些措施会带来不同的受益方和受损方，每项措施对经济的影响延续的时间也不同。决策者因此在政治上置身于困难的境地，要做出艰难

的抉择，这令他们即使可以很好地应对债务危机，也很少受到赞赏。

典型长期债务周期/债务大周期模型

下文提出的模型是基于我对48个债务大周期的研究结果，这48个周期包含了所有导致大国的实际GDP降幅超过3%（我称之为萧条）的案例。为清楚起见，我将受影响的国家分为两组：（1）以外币计价的债务占比较低，没有出现通胀性萧条的国家；（2）以外币计价的债务占比较高，出现了通胀性萧条的国家。由于一国以外币计价的债务占比和通胀率的相关性为75%左右（这应在意料之中，如果一国以外币计价的债务占比较高，萧条的发生往往伴随着通胀率走高），因此可以把以外币计价的债务占比较高的国家和出现通胀性萧条的国家分为一组。

通常情况下，一个国家之所以会爆发债务危机，是因为债务和偿债成本的增速高于偿债所需收入的增速，最后不得不去杠杆化。在典型的债务危机中，央行可以通过降低实际利率和名义利率缓解危机，但当央行无法降息时，就会出现严重的债务危机（即萧条）。在典型情况下，每个短期债务周期（即经济周期）的顶部和底部的债务与收入比率都会高于此前一个短期债务周期，多个短期债务周期叠加，就形成了长期债务周期，直到推动债务扩张的降息无法继续。下图显示了自1910年以来美国的债务水平和偿债负担（包括本金和利息）。从图中可以看出，虽然债务水平上升，但利息负担仍然持平甚至下降，因此偿债成本的增幅不及债务水平的增幅。这是因为央行（此处为美联储）通过降息保持债务融资扩张，但当利率降至0% 时，央行就无法继续使用降息这一政策工具了。此时，去杠杆化进程就开始了。



上图较好地反映了美国的债务负担的整体情况，但在以下两个方面并不充分：（1）该图没有展示各类实体负债水平的差异，而理解这一

差异非常重要；（2）该图仅展示了通常意义上的债务，没有包含养老金和医保等负债，而后的规模要大得多。在衡量一个国家的脆弱性时，更细化的分析是很重要的（但大部分相关问题超出了本书的范围）。

对周期的考察

在开发模型时，我们重点关注萧条之前的时期、萧条时期和萧条底部过后的去杠杆化时期。债务危机可以大体分为两类，即通缩性债务危机和通胀性债务危机（主要取决于一国以外币计价的债务占比）。我们将分别分析这两类危机。

我们研究了21个通缩性债务周期案例和27个通胀性债务周期案例，每个周期的时间跨度是从萧条底部之前5年延续至萧条底部之后7年，数据均值如后文图表所示。

值得注意的是，长期债务周期在很多方面与短期债务周期相似，只是长期债务周期更为极端，因为债务负担水平较高，而解决这些问题的货币政策效果又不够好。在大多数情况下，短期债务周期会给经济发展造成小幅颠簸（小规模繁荣和衰退），而长期债务周期则会给经济发展带来大繁荣和大萧条。在过去的100年里，美国经历了两个长期债务周期，分别导致了20世纪20年代的大繁荣和20世纪30年代的大萧条，以及21世纪早期的繁荣和始于2008年的金融危机。

在短期债务周期中，限制支出的因素仅仅是贷款人提供信贷的意愿和借款人接受信贷的意愿。信贷宽松带来经济扩张，信贷紧缩则导致经济衰退。信贷供给量主要由央行控制，央行一般可以通过降息刺激债务周期发展，推动经济走出衰退。但随着时间的推移，每个短期债务周期的顶部和底部的经济活力都会超过上一个周期，债务总额也会持续增加。原因何在？因为人的推动——人总是喜欢借钱、花钱，而不愿意还债，这是人的本性。因此，在很长一段时间内，债务增长快于收入增长，造成了长期债务周期。

在长期债务周期的上行阶段，尽管人们负债累累，贷款人依旧可以自由地提供信贷。这是因为债务周期的上升阶段会自我强化：支出的增加带来收入水平的提高和资产净值走高，从而导致借款人的借款能力提升，进而增加采购和消费支出。几乎所有的市场参与者都愿意承担更多

风险。新型金融中介机构和金融工具往往不受监管机构的监督和保护，因此更具竞争力，可以带来更高的回报率，承担更高的杠杆率，提供流动性更强、信用风险更大的贷款。由于信贷充足，借款人往往超额支出，带来表面的繁荣，贷款人也因形势大好而沾沾自喜。但这种现象难以持续，债务的增速不会永远超出偿债的资金和收入，因此债务问题早晚会出现。

债务与收入的比率一旦达到极限，上述过程就会反转。届时，资产价格下跌，债务人偿债出现困难，投资者因为害怕而保持谨慎，纷纷抛售债务，或拒绝将债务延期。这反过来会导致流动性问题，人们不得不削减开支。由于一个人的支出是另一个人的收入，削减开支必然导致收入水平下降，人们的信誉度降低。资产价格下跌，进一步挤压银行，而偿债金额还在继续增加，导致支出进一步减少。缺乏信贷和现金的公司减少开支，造成股市崩盘，社会冲突加剧，失业率上升。恶性循环不断自我强化，经济萎缩的局势难以扭转。债务负担过重，必须加以削减。在经济衰退时期，央行可以降息并增加流动性，以此放宽货币政策，改善贷款的能力和意愿。但在经济萧条时期，因为利率已经达到或接近0%，无法再降，一般的政策措施已无法增加流动性或资金。

这就是长期债务周期的形成过程。从信贷产生的那天起，就有了债务周期。信贷的产生可以追溯到罗马时代之前。《旧约全书》中描述了每50年就要消除一次债务的必要性，即所谓的“禧年”。像大多数戏剧一样，债务周期这部剧幕起幕落，在历史上不断重演。

请记住，金钱有两个功能：交换媒介和财富储藏手段。金钱的这两个功能决定了它服务于两个主人：（1）希望获得生活必需品的人，这些人一般为金钱而劳动；（2）用金钱的价值来储藏财富的人。纵观历史，这两类群体被冠以不同的称谓，第一类群体被称为工人、无产阶级或“穷人”，第二类群体被称为资本家、投资者或“富人”。为了简单起见，我们把第一类群体称为无产阶级工人，把第二类群体称为资本投资者。无产阶级工人通过出售自己的时间赚钱，而资本投资者的赚钱方式是“借出”自己对金钱的使用权，以换取债务人还本付息的承诺、业务所有权（我们称之为股权或股票），或其他资产（例如房地产）。这两类群体和政府（规则制定者）是债务周期这部剧的主要角色。这两类群体通常都可以从借贷交易中受益，但有时交易会导致一方受益、另一方受损。债务人和债权人尤其如此。

一个人的金融资产是另一个人的金融负债（即偿还资金的承诺）。

如果对金融资产的索取权远远超出了可提供的资金，就必须进行大规模去杠杆化。这时，为支出提供资金的自由市场信贷体系就会失灵，甚至会在去杠杆化进程中发挥反作用，迫使政府进行大规模干预，央行不得不成为债务的大买家（即最后贷款人），中央政府需要重新分配支出和财富。在这种情况下，需要进行债务重组，减少未来支出索取权（即债务）对应的金额（即资金）。

资金索取权（债务）与货币供应量（即偿债所需的现金流）之间出现这种根本性失衡，在历史上曾多次发生，解决方案不外乎我之前介绍的4种方法。这个过程对所有相关方来说都是痛苦的，有时甚至会引发无产阶级工人和资本投资者之间的斗争。事态严重恶化时，甚至会导致贷款受损或被视为非法。历史学家说，信用创造所带来的问题正是高利贷（为获取利息而提供的贷款）被天主教和伊斯兰教视为有罪的原因。

[1]

本书将研究造成重大债务危机的债务大周期，探讨债务周期如何运作以及如何对其妥善管理。通缩性萧条和通胀性萧条是两种主要的债务危机，在开始之前，我想先说明两者的差异。

在通缩性萧条中，决策者会通过降息应对最初的经济萎缩。但当利率接近0%时，这一政策工具就无法有效地刺激经济。此时，债务重组和财政紧缩政策占主导地位，但没有适度的刺激措施（尤其是印钞和货币贬值）产生平衡效果。在这个阶段，收入下降速度快于债务重组速度，偿债会减少债务存量，但为了支付更高的利息成本，许多借款人不得不承担更多债务，因此债务负担（债务和偿债总额占收入的比例）上升。如上所述，通缩性萧条往往出现在大多数债务是国内融资的、以本币计价的、因此最终的债务危机会带来强制抛售和违约，但不会造成汇率问题或国际收支问题。

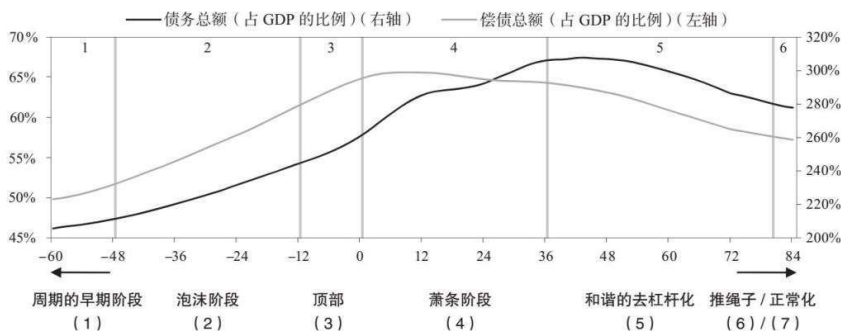
通胀性萧条经常出现在依赖外资流动的国家。这些国家已经积累了大量以外币计价的债务，无法对债务进行货币化（即央行印钞购债）。当外资流动放缓时，信用创造就会变成信贷紧缩。在通胀性去杠杆化进程中，资本外流导致贷款水平和流动性急剧下降，同时汇率下跌拉高通胀率。由于决策者分散不良影响的能力非常有限，大量债务以外币计价的通胀性萧条特别难以管理。

我们将从通缩性萧条开始分析。

[1] 在整个中世纪，基督徒之间收取利息通常被认为是非法的。这就是为什么犹太人在贸易发展中发挥了重要作用，他们为商业拓展和航行提供了融资，但犹太人提供的贷款有时无法得到偿还。许多暴力侵害犹太人的历史事件都是由债务危机导致的。

典型通缩性债务周期的各个阶段

下图展示了典型长期债务周期的7个阶段。图中的曲线分别代表经济体的债务总额占GDP的比例和偿债总额占GDP的比例，周期时长为12年。



在本节中，我会一直使用类似上图的典型图示，展示通缩性债务周期案例的相关平均值。[\[1\]](#)

周期的早期阶段

在周期的早期阶段，债务增长强劲，但债务增速不会快于收入增速。这是因为债务增长被用来支撑那些可使收入快速增长的经济活动。例如，企业通过借钱拓展业务，提高生产率，从而支撑收入增长。在这一阶段，债务负担很小，资产负债表较为健康。因此，私营部门、政府和银行都有足够的空间来增加负债。债务增长率、经济增长率和通胀率既不太热，也不太冷。这就是所谓的“黄金”时期。

泡沫阶段

在泡沫阶段初期，债务增速快于收入增速。快速增长的债务导致资产回报率和经济增长率加速上扬。这一过程通常会自我强化，因为收

入、净值和资产价值的增加提高了借款人的借款能力。之所以会出现这种情况，是因为贷款人根据以下条件决定贷款金额：（1）借款人用于偿还债务的预期收入或现金流；（2）借款人的净值或抵押品价值（随资产价格上涨而上涨）；（3）贷款人自身的贷款能力。在这一阶段，以上所有条件都持续向好。虽然这种情况不可持续（因为债务增速高于偿债所需的收入增速），但借款人自我感觉资金实力雄厚，因此会花的比挣的多，并借钱高价购买资产。下面举一个例子予以说明。

假设你每年挣5万美元，净值为5万美元，每年可以借到1万美元，这样在未来数年，尽管你每年只能挣5万美元，但可以花6万美元。对于一个经济体来说，借款支出的增加可以提振收入，支撑股票估值和其他资产的价值，增加贷款抵押物的价值等。人们借的钱越来越多，但只要借款能推动经济增长，就还能负担得起。

这是长期债务周期的上行阶段。在这一阶段，相对于整体经济的货币供应量与债务人通过收入、借债和出售资产所获得的资金和信贷总量，还款承诺（即债务负担）呈上升趋势。这种上行阶段通常持续数十年，主要是由于央行定期收紧和放松信贷而出现波动。央行调整货币政策带来短期债务周期，若干个短期债务周期叠加，形成长期债务周期。

长期债务周期得以持续的一个主要原因是央行降息是循序渐进的。降息会增加资产价格的现值，提高资产价格，进而增加财富。这样一来，偿债负担就不会增加，信贷购物的月度偿还成本也会降低。但这个阶段不可能永远持续下去。最终，债务人的偿债总额将等于或大于可借入的资金，债务总额（即偿还资金的承诺）严重超出现有的资金数量。当债务总额相对于资金和信贷不能再增加时，这个过程就会逆转，于是开始去杠杆化。由于借款只是一种让人提前支出的方式，因此，在其他条件相同的情况下，上述例子中每年挣5万美元而花6万美元的人在将来将不得不把年支出降为4万美元，持续的年数与之前每年花6万美元的持续年数相同。

虽然上述过程有点儿过于简单化，但基本描述了泡沫膨胀和萎缩的发展过程。

泡沫始于牛市

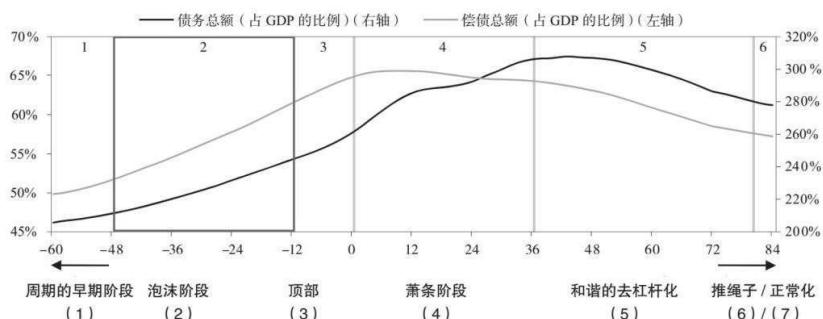
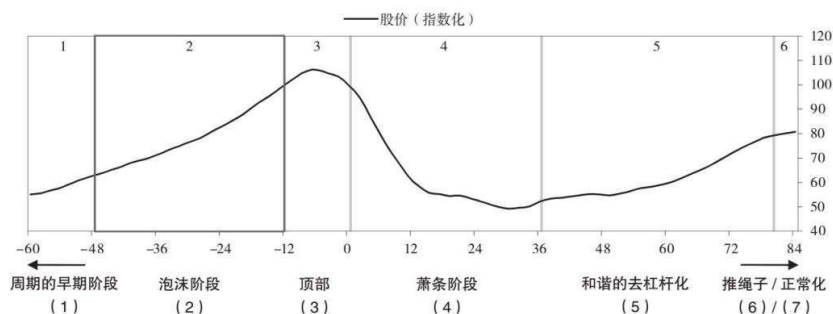
在股市合理上扬期间，人们往往会过分预期这一走势的持续时间，从而导致泡沫出现。牛市最初是合理的，由于利率较低，投资性资产

（例如股票和房地产）更具吸引力，因此股价和房地产价格上涨，经济形势改善，带来经济增长和企业利润增加，资产负债表改善，企业可以承担更多债务，企业价值增加。

随着资产价值增加，净值和支出/收入水平上升。投资者、商人、金融中介机构和政府坚定了对经济持续繁荣的信心，进而推动加杠杆化进程。经济繁荣也吸引不想错失良机的新买家进入市场，助长了泡沫的出现。很多时候，政府提供隐性或显性的担保，鼓励贷款机构肆意放贷，导致出现低收益贷款和泡沫。

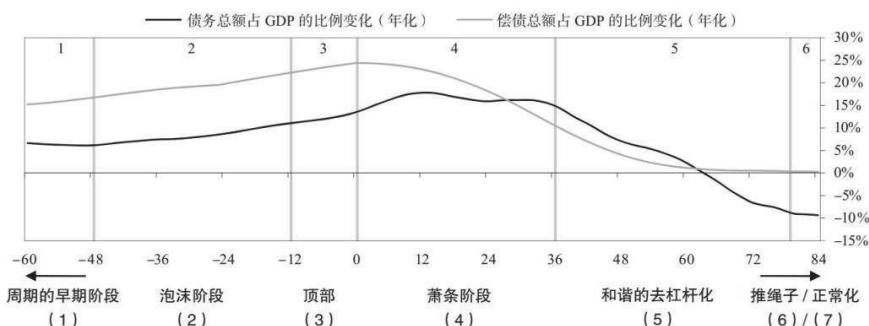
随着新的投机者和贷款人进入市场，信心进一步提升，信贷标准下降。银行提供大量贷款，一些基本不受监管的新型贷款机构蓬勃发展（这些非银行贷款机构被统称为“影子银行”系统）。影子银行机构通常不太受政府保护。在这个阶段，会有大量新型贷款工具涌入市场，大量的金融工程应运而生。

贷款人和投机者轻松赚钱，迅速发财。投机者抵押资产的净值上涨，又可以获得新的贷款，进一步助长泡沫膨胀。这时，大多数人认为这不是问题。相反，他们认为这恰好反映和证实了经济繁荣的景象。债务周期的这个阶段通常会自我强化。以股票为例，股价上涨会增加企业的支出和投资，从而提高企业利润，进一步拉高股价，降低信贷息差，鼓励企业增加借款（因为抵押品的价值增加，企业盈利增长），进而影响企业的支出和投资等。在这种情况下，大多数人认为资产是宝贵的财富，认为没有资产的人都错失了良机。在这种形势下，各类机构都买入资产，造成资产负债出现严重不匹配，具体形式如下：（1）短借长贷；（2）承担流动负债，但投资非流动资产；（3）利用借入资金投资风险较高的债务或其他风险资产；（4）以一种货币借款，用另一种货币贷款。这些做法都是为了获得预期的价差。在此期间，债务水平持续攀升，而偿债成本上涨得更快。下图展示了这种情况。



资本市场的共识会反映在定价里。虽然历史证明未来可能与预期不同，但人们往往认为这种共识能较好地预示未来。换句话说，像大多数物种一样，人类的天性就是随大流，并且会过分依赖近期的经验。正是由于人类的这一特性，由于价格反映的共识，人们往往推断近期的良好形势会延续下去。

在这种情况下，债务与收入比率的增长非常迅速。下图显示了通缩性去杠杆化案例中债务在GDP中占比的典型发展路径。典型的泡沫阶段会持续三年左右，在此期间，债务在GDP中的占比年均增长20%~25%。下图中，两条线分别反映了在长期债务周期的不同阶段，债务总额在GDP中的占比变化和偿债总额在GDP中的占比变化。



泡沫最有可能发生在经济周期、国际收支平衡周期或长期债务周期的顶部。随着泡沫阶段接近顶峰，经济最为脆弱，但人们自认为富裕程度最高，对未来的信心最大。在我们研究的案例中，泡沫阶段债务总额占GDP的比例平均约为300%。下面是典型泡沫阶段的一些关键指标和一些粗略的平均值。

泡沫阶段的环境

	泡沫阶段的平均变化幅度	变化范围
(1) 债务增速高于收入增速	40%	14%~79%
债务快速增加	32%	17%~45%
收入增速较高，但低于债务增速	13%	8%~20%
(2) 股市持续上扬	48%	22%~68%
(3) 收益率曲线趋平（短期利率－长期利率）	1.4%	0.9%~1.7%

货币政策的作用

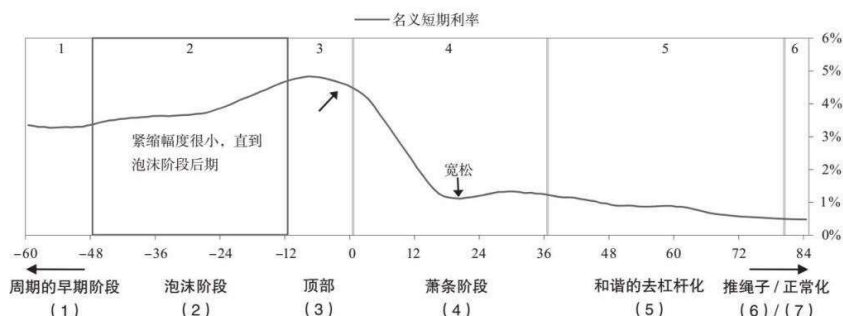
在许多情况下，货币政策并没有限制泡沫，反而起到了推波助澜的作用，尤其是在通胀率和经济增长率良好，投资回报率较高的时候。市场往往认为在这一时期生产率繁荣增长，投资者的乐观情绪不断加强，纷纷举债购买投资性资产。此时，关注通胀率和经济增长率的央行往往不愿意充分收紧货币政策。日本在20世纪80年代后期出现过这种情况，世界大部分国家和地区在20世纪20年代后期和21世纪前10年的中期也曾出现类似的情况。

这是大多数央行政策面临的一大问题。央行政策以控制通胀率和经济增长率为目标，并不针对泡沫管理，但在通胀率和经济增长率似乎并不高过的情况下，央行政策带来的债务增长为泡沫的产生提供了资金。在我看来，央行应当把“保持债务水平的可持续性”作为目标之一，确保无论信贷被用于何处，收入增长都足以偿债。这一点非常重要。央行决策者有时会说，泡沫难以发现，评估和控制泡沫不是其职责，控制通胀率和经济增长率才是。但资金和信贷是由央行控制的，当这些资金和信贷卷入债务问题时，会对通胀率和经济增长率造成巨大影响。泡沫破裂会带来最严重的萧条，如果助长债务增长的央行不来控制泡沫，还有谁能控制呢？泡沫的极度膨胀和破裂会造成严重的经济后果，决策者忽视泡沫管理是不明智的，我希望他们会改变观点。

当通胀率过高，经济增长过热时，央行通常会适度收紧货币政策，

上调短期利率。但典型的货币政策并不足以管理泡沫，因为泡沫仅出现在一些特定的经济部门，而央行关注的是整体经济情况，在泡沫阶段央行的政策反应往往会滞后。与此同时，借款人还没有出现偿债成本攀升的压力。在这个阶段，支付利息的钱越来越多地来自借款，而不是收入增长。这一趋势显然难以持续。

当泡沫破裂时，形势急转直下，造成泡沫的那些因素同样使经济衰退出现自我强化的特点。资产价格下跌拉低杠杆投机者的股票和抵押品价值，导致贷款人撤回资金，投机者不得不进行抛售，进一步压低资产价格。此外，风险较高的金融中介机构和风险投资会出现贷款人和投资者“挤兑”（提取资金）的现象，从而导致流动性问题。通常情况下，如果受影响的一个市场或多个市场规模很大，杠杆率很高，存量债务可能会带来系统性威胁，债务问题可能会摧毁整个经济。



发现泡沫

虽然各个案例的具体情况不同（例如，泡沫大小，泡沫存在于股市、房地产市场还是其他资产市场[2]，泡沫破裂的具体过程等），但在不同的案例中，泡沫的相似之处远远超过不同之处。每一次泡沫都是一系列符合逻辑的因果关系的产物，可以通过研究其背后的逻辑关系了解泡沫的形成。了解了泡沫形成的关键特征，就能很容易地识别泡沫。

为了能在重大债务危机发生前识别危机，我研究了所有主要市场，分析市场中是否存在泡沫，我还研究了泡沫破裂会冲击的领域。本书省略了详细的研究过程，但泡沫最明确的特征可以总结如下。

- (1) 相对于传统标准来看，资产价格偏高。
- (2) 市场预期目前的高价会继续快速上升。

(3) 普遍存在看涨情绪。

(4) 利用高杠杆融资买进资产。

(5) 买家提前很长时间买入（例如增加库存、签订供应合同等），旨在投机或应对未来价格上涨的影响。

(6) 新买家（之前未参与市场者）进入市场。

(7) 刺激性货币政策进一步助长泡沫（而紧缩性货币政策会导致泡沫破裂）。

如下表所示，根据我们的系统测量，过去的泡沫包含大多数或全部上述特征。（N/A表示数据不足。）

利用上述框架分析此前泡沫

	2007 年 美国	2000 年 美国	1929 年 美国	1989 年 日本	2007 年 西班牙	2007 年 希腊	2007 年 爱尔兰	1994 年 韩国	1997 年 中国 香港	2015 年 中国 内地
相对于传统标准来看，资产价格是否偏高？	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
市场是否预期目前的高价会继续快速上升？	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
是否依靠高杠杆融资买进资产？	是	是	是	是	是	是	是	是	N/A	是
买家 / 公司是否提前买入？	是	是	N/A	是	否	是	否	是	是	否
是否有新买家进入市场？	是	是	N/A	是	否	是	是	是	N/A	是
是否普遍存在看涨情绪？	是	是	N/A	是	否	否	否	N/A	N/A	是
紧缩风险是否引发泡沫破裂？	是	是	是	是	是	是	否	否	是	是

在这一点上我想强调，认为仅靠一个指标就可以预测债务危机是否即将到来是错误的。例如整个经济体的债务与收入比率、偿债与收入比率，虽然这些指标都很有用，但仍不足以说明情况。为了更好地预测债务危机，我们必须考察单个实体的具体偿债能力，而这是平均值无法体现的。更具体地说，即使整个经济体的债务与收入比率或偿债与收入比率较高，只要债务在整个经济体中的分布较为平均，也不会造成太严重的问题，相对糟糕的情况是，大量债务集中在某几个重要实体中。

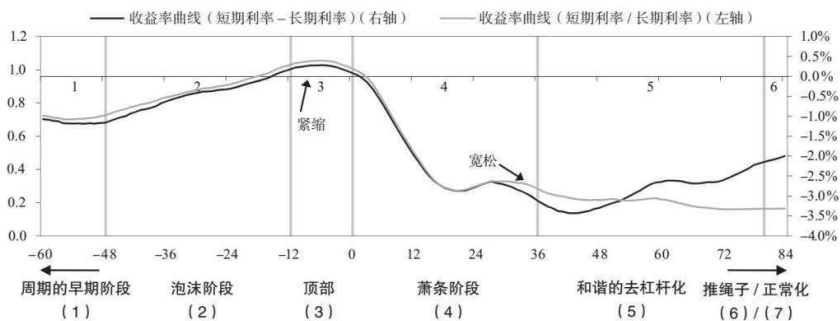
顶部

当资产价格受到大量杠杆式买盘推动，市场全面上涨，杠杆化水平和资产价格过高时，走势逆转的条件成熟。这反映了一个普遍的原则：如果市场已经好到不能再好，但每个人都认为它还会更好时，市场的顶部就形成了。

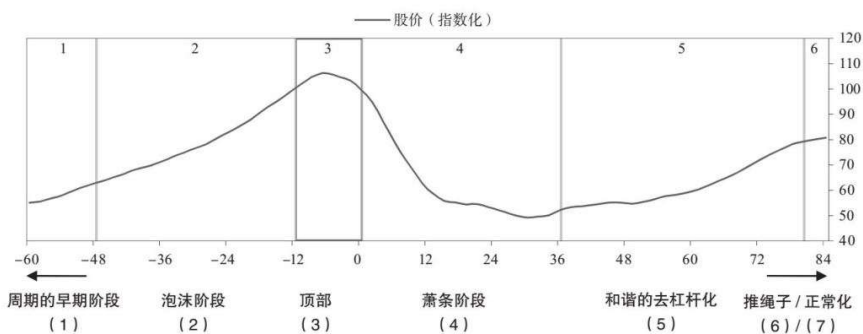
虽然顶部的形成是由不同的事件造成的，但大多数情况下，顶部出现于央行开始收紧货币政策，提升利率时。在某些情况下，紧缩是由泡沫本身引起的，因为经济增长率和通胀率上升，产能极限开始承压。在其他情况下，紧缩是由外部因素引起的。例如，在一个依赖向外部债权人借款的国家，由于外部原因导致借款被撤回，会使该国出现流动性紧缩。如果一国收紧货币政策，到一定程度后可能导致外资撤出。外资撤出的原因可能与该国的经济形势无关（例如储备货币国家因周期性经济形势而收紧流动性，或金融危机导致资本回落等）。此外，如果债务的计价货币相对于收入的计价货币升值，就会对借款人造成尤其严重的挤压。有时，意外的现金流不足（原因多种多样）可能会引发债务危机。

无论是什么原因造成偿债压力骤增，都会损害资产价格（例如股价），导致反向的“财富效应”[\[3\]](#)，因为贷款人开始担心自己可能无法拿回现金。借款人受到挤压，因为他们的新增借款越来越多地被用于还债，再加上有时债务无法延期，借款人的支出增速减缓。这往往是因为人们对未来现金流的假设过于乐观，借款高价购买投资性资产。通常情况下，此类信贷/债务问题会比经济周期峰值早半年出现，最初产生在最脆弱、泡沫最大的经济部门。风险最高的债务人开始无法按时还款，债权人开始担心，信贷利差上升，高风险贷款增速放缓。市场开始抛售高风险资产，选择持有低风险资产，造成收缩范围扩大。

通常，在顶部的早期阶段，短期利率上升，与长期利率的利差（即长期贷款相对短期贷款提供的额外利息）逐渐缩小或消除，与持有现金相比，贷款的吸引力下降。由于收益率曲线持平或倒挂（即长期利率相对于短期利率处于最低水平），就在泡沫破裂之前，人们开始觉得持有现金更好，这种心态的转变减缓了信贷增长，引发上述态势发展。



在顶部的早期阶段，信贷体系部分受损，但其他部分仍然健康运转，人们看不出经济正在走弱。因此，虽然央行仍在加息和收紧信贷，但衰退的种子已经播下了。通常情况下，在股市触顶前5个月左右，信贷紧缩的速度是最快的。此时的经济高速运转，需求给产能造成压力，失业率通常处于周期性低点，通胀率持续上升。短期利率的上升使持有现金更具吸引力，提高了资产未来现金流的折现率，削弱了高风险资产的价格，放缓了贷款增速。短期利率走高后，信贷购物成本更高，因此需求增速会放缓。短期利率通常在股市触顶前几个月达到峰值。

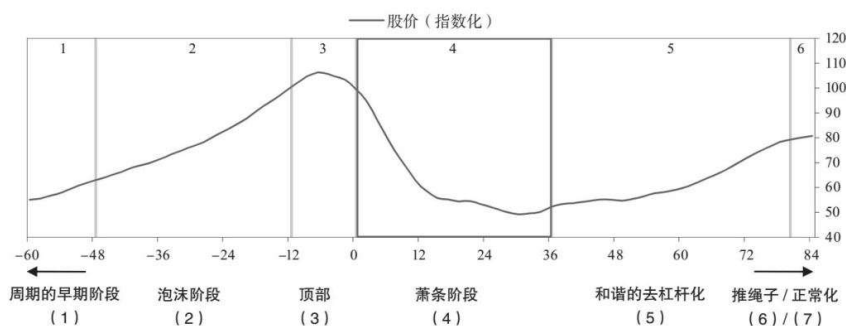


杠杆化水平和价格越高，刺破泡沫所需的紧缩程度越小，泡沫破裂所带来的负面影响也越大。要了解可能发生的经济衰退的严重程度，需要知道的不是紧缩的具体程度，而是每个特定部门对紧缩的敏感性和损失的传导机制。为了更好地解答这些问题，需要分析的是经济中的每个重要部门以及这些部门中的每个主要参与者，而不是整个经济体的平均值。

在泡沫刚刚破裂的这段时期，资产价格变动造成的财富效应对经济增长率的影响大于货币政策的影响，但人们往往会低估财富效应的影响。在泡沫破裂的早期阶段，股价下跌，但企业盈利尚未下降，因为与

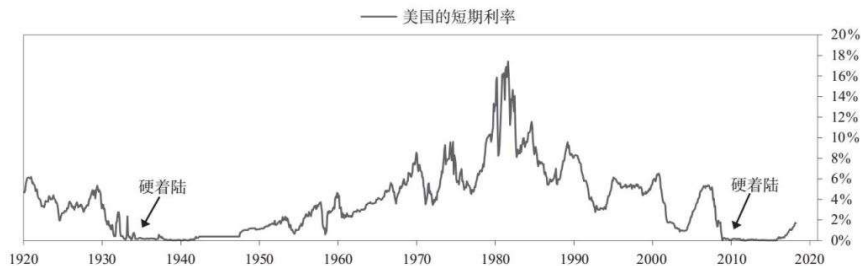
此前的盈利和预期的盈利相比，此时的股价相对较低。投资者会误以为此时的股价下跌是买入机会，但没有考虑到，未来的事件可能会导致盈利急速下跌。逆转是自我强化的。随着财富水平下降，收入减少，信誉状况会恶化，限制贷款活动，从而损害支出，降低投资率，也降低融资购买金融资产的吸引力。这反过来又导致资产的基本面进一步恶化（例如，经济活力减弱，导致企业盈利长期低于预期），市场会进一步抛售资产，压低资产价格。这对资产价格、收入和财富产生了加速的下行影响。

萧条阶段

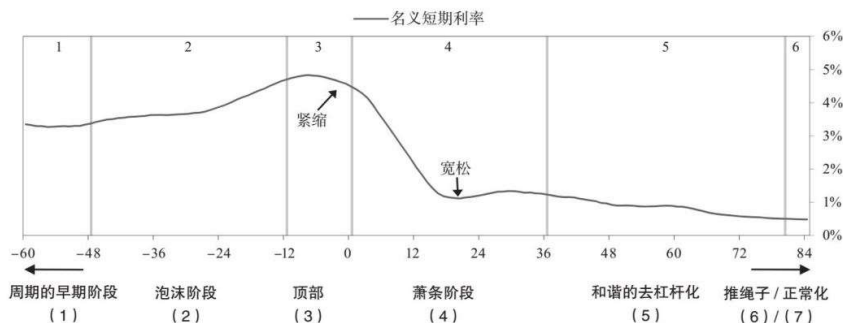


在正常的经济衰退阶段，货币政策仍然有效，资金总量与偿债需求之间的不平衡可以通过降息来解决，因为充分降息可以带来以下影响：（1）产生积极的财富效应；（2）刺激经济活动；（3）减轻偿债负担。但在经济萧条时期无法采取大幅降息的方法，因为此时的利率已经接近0%。如果处于萧条阶段的经济体还存在严重的货币外流或货币贬值问题，最低利率就不可能太低，因为还要考虑信贷和汇率面临的风险。

而这正是萧条的标准公式。如下图所示，在1930—1932年和2008—2009年萧条期的早期阶段都出现了上述问题。在一些案例中，决策者的危机管理做得较好。以美国为例，2007—2008年，美联储迅速降息，在降息无效的情况下，进一步采取其他刺激措施，因为决策者从此前的错误中吸取了教训——20世纪30年代，美联储放宽货币政策的步伐太慢，有时甚至为捍卫美元与黄金的挂钩而收紧货币政策。



从下图中可以看出，在我们研究的21次通缩性债务危机中，平均利率大幅下降，趋近0%。



萧条阶段开始后，债务违约和重组势如雪崩，对各相关方，尤其是杠杆贷款人（如银行）造成严重冲击。贷款人和存款人出于担心纷纷前往金融机构提取现金，而金融机构往往没有充足的现金满足其提款需求（除非机构受到政府保护）。降息的作用并不明显，因为无风险利率已经降至最低，而信贷利差走高，导致高风险贷款的利率上升，进一步增加还本付息的难度。对于出现流动性问题和“挤兑”风险的贷款机构，降息的作用不大。在这一阶段，债务违约和财政紧缩等通缩性因素占主导地位，印钞购债（即债务货币化）等刺激性通胀因素难以充分抵消通缩性因素的影响。

一方面，借款人争先恐后地寻找现金偿债；另一方面，投资者不愿意继续提供贷款。于是，流动性（即资产变现的能力）就会出现严重问题。举例来说，如果你持有的债务票据价值10万美元，你相信凭此票据可以兑换10万美元现金，可用于购买价值10万美元的商品和服务。然而，在经济不景气的阶段，金融资产与存量资金的比率较大，当人们急于将大量金融资产转换成货币，用于购买商品和服务时，央行要么通过加印货币提供市场所需的流动性，要么就要允许出现债务违约。

萧条和偿付能力问题以及萧条和现金流问题可能互为因果。在很多情况下，偿付能力问题和现金流问题同时存在。偿付能力问题是指，根据会计准则和监管规则，相关实体没有足够的股权资本来继续运营，已经“破产”，必须关停。这时，会计法规会对债务问题的严重程度产生重大影响。现金流问题是指，实体没有足够的现金来满足其需求，一般是因为其贷款人要求还款（即所谓的“挤兑”）。资本充足的实体也可能面临现金流问题，因为权益属于非流动资产。缺乏现金流这一问题影响直接，后果严重，是大多数债务危机的触发因素和主要问题所在。

不同的问题需要不同的应对方法。如果存在偿付能力问题（即债务人没有足够的股权资本），则会产生会计或监管问题，可以通过以下方式予以处理：（1）提供足够的股权资本；（2）更改会计准则和监管规则，以隐藏问题。政府可以通过财政政策直接实现这一目标。如果债务是以本币计价的，政府可以通过巧妙的货币政策间接实现这一目标。同样，如果存在现金流问题，政府可以通过制定财政政策和货币政策，提供解决问题所需的现金或担保。

在20世纪80年代和2008年，世界上曾爆发债务/银行业危机，而这两场危机的差异有力证明了上述因素的影响。在20世纪80年代，盯市会计准则的应用并不广泛（因为危机涉及的部分贷款并非每天都在公开市场上进行交易），当时银行的偿付能力问题不像2008年那样严重。而到2008年，盯市会计准则的应用范围扩大，银行需要获得注资或担保来改善资产负债表。虽然这两场危机的管理都很成功，但其管理方式必然存在差别。

进入债务周期的萧条阶段（即严重收缩阶段），政府往往会运用从此前的萧条阶段学到的保护措施（例如，提供银行存款保险，提供最后贷款人资金支持和担保，为系统重要性机构注资，或将其国有化）。这些措施会有所帮助，但不能解决根本问题，因为政府没有充分考虑债务危机的确切性质。通常情况下，大量贷款存在于相对不受监管的影子银行系统，或存在于具有意外风险且监管力度不足的新型债务工具。如何应对这些新问题取决于政府的决策能力，还取决于现有体制赋予他们的自由度。

一些人错误地认为萧条是心理因素所致。他们认为，投资者之所以将资金从高风险投资转移到更安全的投资（例如，抛售股票和高收益贷款，转向持有政府债券和现金），是因为害怕。他们坚信，如果能诱使投资者把资金转回高风险投资，必将重振经济。这个观点的错误之处有

二。首先，与普遍看法相反，去杠杆化的主要驱动力并非心理因素，而是信贷、资金、商品和服务的供求情况，以及这几个要素之间的相互关系。心理因素当然会产生影响，特别是会影响相关方的流动性头寸。但即使大家一觉醒来集体失忆，危机依然会照常发展，因为债务人需要偿还的债务远远大于他们能获得的资金。政府仍然会面临同样的选择、同样的后果。

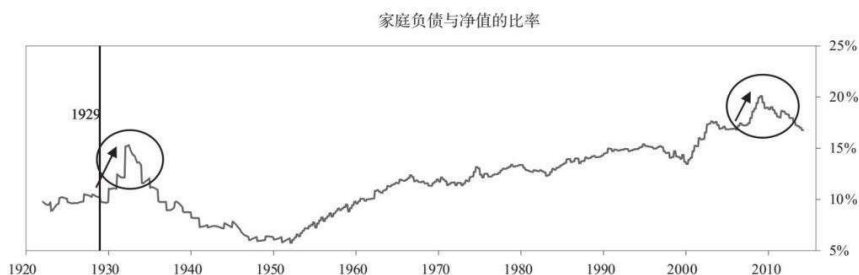
与之相关的是，如果央行通过大量印钞缓解资金短缺，将会导致本国货币贬值。债权人本就担心收回的本息价值小于自己贷出的金额，这下央行就会把他们的担心变成现实。有些人认为，资金存量没有发生变化，只是从风险较高的资产转移到风险较低的资产，但事实并非如此。大部分被视为资金的东西其实是信贷，而信贷这种东西，会在经济繁荣的时候凭空出现，也会在经济不振的时候凭空消失。例如，在使用信用卡购物时，其实消费者是在说：“我承诺付款。”消费者和店主一起创造了一份信贷资产和一份信贷负债。而资金来自哪里？资金是凭空出现的。你凭空创造了信贷，它也会凭空消失。假设店主有理由相信消费者可能不会还款给信用卡公司，因而信用卡公司也不会付款给店主。那么，店主就会认为自己所拥有的信贷资产并不真实存在，而这种观点是正确的。信贷资产并没有转移，而是彻底消失了。

也就是说，去杠杆化进程基本上就是，人们发现自己所谓的财富其实大部分不过是他人的付款承诺，一旦对方不遵守承诺，自己的财富就不复存在了。当投资者需要现金，试图把投资变现时，变现能力就会面临考验，一旦未通过考验，就会造成恐慌，引发“挤兑”和证券抛售。显然，那些遭遇“挤兑”的实体（特别是银行，也包括大多数依赖短期融资的实体）难以筹集资金和信贷，无法满足投资者的变现需求，于是爆发债务违约。

债务违约和重组会给人们带来重创，尤其是对杠杆贷款人（例如银行）。恐慌心理在金融体系内加速传递，且愈演愈烈，大家都想要现金，导致现金短缺（即流动性危机）。具体发展进程如下：最初，债务人的收入和借款不足以偿债，因此必须出售资产，削减开支，以筹集现金；抛售导致资产价值下跌，从而降低了抵押品的价值，使收入进一步减少。借款人信誉度的评估标准有两个：一是资产/抵押品相对于债务的价值（即借款人的净值），二是收入相对于偿债总额的规模。由于借款人的净值和收入都比债务减少得快，信誉度恶化，贷款人更不愿意放贷，导致形势每况愈下。

萧条阶段的主导因素是债务减免（即债务违约和重组）和财政紧缩等通缩性力量，债务货币化的力度不足。一个人的债务是另一个人的资产，大幅削减这些资产的价值会大大减少对商品、服务和投资性资产的需求。若想债务减记发挥效果，减记规模必须较大，这样债务人才能还得起重组后的贷款。如果债务减记30%，那么债权人的资产就会相应减少30%。30%的减记幅度听上去已经很大了，而其实际影响更大。由于大多数债权人都加了杠杆（例如，借钱购买资产），因此债权人资产减记30%对其净值的影响可能会大得多。例如，假设债权人的杠杆率为2：1，则资产减记30%的情况下，其净值将下降60%（由于他们的资产是净值的两倍，资产价值下降对净值的影响也是成倍的）。[4]由于银行的杠杆率一般约为12：1或15：1，债务减记会对银行乃至整个经济造成毁灭性打击。

即使进行了债务减记，随着支出和收入的减少，债务负担也会加重。债务水平相对净值会上升，如下图所示。债务与收入比率和债务与净值比率双双上升，而获得信贷越来越难，信贷紧缩自然会越来越严重。



在萧条期间，资本投资者阶层的“实际”财富严重受损，因为投资组合的价值暴跌（股价的跌幅通常在50%左右），收入下降，税率往往较高。因此，他们会产生极强的防备心理。很多时候，他们会选择把资金转移出国（这会导致汇率疲软），想方设法避税，或选择持有不依赖信贷的流动性投资工具（例如低风险的政府债券、黄金或现金）。

当然，实体经济和金融市场都受到了影响。由于货币政策效力有限，不受控制的信贷紧缩会对经济和社会造成灾难性打击。劳动者收入急剧减少，甚至失业。勤勤恳恳养家的工人失去了工作机会，陷入贫困，或需要依靠他人。家庭因还不起房贷而失去居住场所，养老金账户被一扫而光，教育储蓄账户也所剩无几。如果决策者不能采取新型货币

政策充分抵消萧条的通缩力量，这些情况可能会持续多年。

萧条的管理

如前所述，减轻债务负担的政策工具分为四大类：（1）财政紧缩；（2）债务违约/重组；（3）债务货币化/印钞；（4）财富转移（从富人转移到穷人）。决策者可以充分利用这些工具，减轻萧条的最坏影响，对受影响的贷款人和借款人及整体经济形势加以管理。但这些政策工具对经济和信誉度的影响不尽相同，认识到这一点很有必要。关键在于，决策者要找到正确的政策组合，在通胀性刺激政策和通缩性政策之间达到平衡。

刚开始的时候，政府往往找不到财政紧缩、印钞和财富重新分配的正确比例。纳税人对债务人和金融机构感到愤怒（因为后者的过度杠杆和借款引发了债务危机），不希望政府用自己的钱去救助他们，这种情绪可以理解。政府也有理由相信，如果不让贷款人和借款人承担自身行为带来的不良后果，过度借债将再次发生（即所谓的“道德风险”问题）。由于这些原因，决策者往往不愿意提供政府支持，在采取刺激性补救措施前往往会观望很久。但决策者等待得越久，去杠杆化进程就会越痛苦。[\[5\]](#)最终，决策者选择进行大规模担保、印钞和债务货币化，推动去杠杆化的经济体进入通货再膨胀阶段。如果央行能迅速找到正确的政策组合，那么萧条持续的时间可能会相对短暂（例如2008年美国债务危机后短暂的萧条）。否则，萧条可能会持续很长时间（例如美国20世纪30年代的大萧条，或日本20世纪80年代后期泡沫经济崩溃后的“失去的十年”）。

重申一下，债务危机的管理存在两大障碍：（1）政府不知道如何妥善处理债务危机；（2）存在政策或法律限制，政府没有采取必要行动的权力。换言之，无知和缺乏授权是比债务本身更大的问题。要成为一名成功的投资经理很难，要成为一名成功的经济决策者更难。我们作为投资者只需要了解经济机器如何运作，从而预测未来的经济和市场走势。而决策者不仅要做到这一点，还要确保一切顺利——他们必须要知道应该制定哪些政策，同时还需要克服所有的政治障碍，顺利实施这些政策。要做到这一点，决策者需要具备高水平的聪明才智、战斗意志和政治头脑，也就是既要有实操技能，又要有英雄主义精神。有时，即使决策者具备这些品质，也可能会因所处体制的限制而失败。

下面，我将分别介绍这4类政策工具，分析在萧条阶段应如何使用这些政策工具。

财政紧缩

在萧条阶段，决策者通常会尝试实施财政紧缩政策，因为这是显而易见的做法。面对给自己和别人惹麻烦的人，决策者自然会选择让他们自行承担后果。但问题是，即使进行大规模的财政紧缩，也不能使债务和收入恢复平衡。削减支出，收入就会减少，因此要十分痛苦地大量削减开支，才能大幅降低债务与收入的比率。

随着经济的收缩，政府收入一般会减少。与此同时，社会对政府的要求在增加。因此，财政赤字通常会增加。为了满足财政需求，此时政府倾向于提高税收。

这两种举措都大错特错。

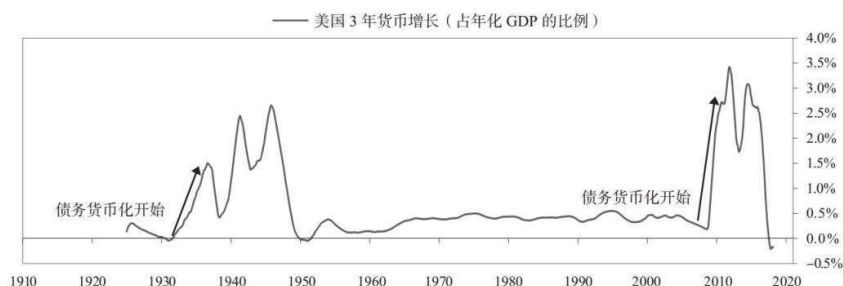
印钞止血，刺激经济

贷款机构，特别是那些不受政府担保保护的机构，经常会遭遇“挤兑”。此时，央行和中央政府必须决定应该让哪些存款人/贷款人免受损失，应该让哪些存款人/贷款人承担损失，确认哪些机构具有系统重要性，需要施救。与此同时，中央政府还需要尽力确保金融/经济体系的安全，最大限度地降低政府/纳税人的成本。在这种情况下，政府会为具有系统重要性的金融机构提供各种担保，其中一些机构往往会被国有化。通常情况下，会存在诸多法律和政治障碍，影响政府施救的速度和效果。施救所需的资金一部分来自政府（通过预算程序拨款），一部分来自央行（印钞）。这两种做法政府最终都会采用，但具体实施程度可能不同。除了向一些核心银行提供资金外，政府通常还向其认为必不可少的一些非银行实体提供资金。

接下来，政府必须缓解信贷危机，刺激整体经济。政府可能难以通过税收和借款筹集资金，因此央行被迫增加印钞量，提供更多资金，用于购买国债。如果不这么做，政府就必须跟私营部门争夺有限的资金，导致资金面进一步紧张。因此，央行最后会不可避免地选择印钞。

一开始，政府实施的政策力度往往较小，无法改善收入和债务不平衡现象，难以扭转去杠杆化进程，之后则会逐渐加大政策力度。这些早期的努力通常会为局势带来暂时的缓解，表现为资金推动的熊市反弹和

经济活动的增加。在美国大萧条期间，股市大涨过6次（涨幅为16%~48%），而总跌幅为89%。股市之所以会反弹，是因为政府采取行动，努力减少根本性失衡。如果政府管理得当，选择进行印钞，购买资产，提供担保，那么债务周期会从萧条期（痛苦的去杠杆化）进入扩张期（和谐的去杠杆化）。下图显示了美国在20世纪30年代和2008年后的印钞操作。



虽然高度刺激性的货币政策对于去杠杆化必不可少，但一般不能完全解决问题。当系统重要性机构出现失败的风险时，决策者必须采取措施使这些机构保持运转。他们必须立即采取如下行动。

- **减少恐慌，提供债务担保。**政府可以增加对存款和债务发行的担保。央行可以为系统重要性机构（指的是那些一旦倒闭会威胁金融系统和经济体持续运行的机构）注资。有时，政府可以实施存款冻结，强制把流动性留在银行体系中。这种做法通常不受欢迎，因为会加剧恐慌，但有时也很有必要，因为这是提供资金或流动性的唯一方式。

- **提供流动性。**面对私人信贷收缩、流动性紧张的局势，央行可以扩大抵押品范围，或为更多此前不被视为贷款对象的金融机构提供贷款，确保为金融系统提供充足的流动性。

- **支撑系统重要性机构的偿付能力。**第一步通常是激励私营部门解决问题，常用方法是支持出现问题的银行与状况良好的银行合并，并在监管层面推动向私营部门提供更多资本。此外，通过调整会计准则，减少立即需要的资金，维持机构的偿付能力，为机构提供解决问题的时间。

- **对系统重要性金融机构进行资本重组/国有化/损失覆盖。**如果以上方法不足以处理系统重要性金融机构的偿付能力问

题，那么政府需采取措施对出现问题的银行进行资本重组。为防止危机恶化，稳定贷款人并维持信贷供应至关重要。某些机构是金融系统的一部分，即使这些机构目前不具有经济效益，但失去它们是我们不愿看到的。这就像是在经济萧条时期，我们不愿因为一个航运港破产而彻底失去它。要想使该航运港继续经营，船只继续来往，就必须为其提供某种保护，无论是将其国有化，还是为其提供贷款或注资。

债务违约/重组

根本而言，要想使未来的资金和信贷健康流动，经济恢复繁荣，处理现有不良债务的过程至关重要。决策者面临的挑战是让这一过程有条不紊地进行，确保经济和社会稳定。在最佳的债务危机管理案例中，决策者一般有如下特点：（1）能迅速认识到信贷问题的严重程度；（2）政府不会拯救每个非核心机构，而是评估让出现问题的机构破产并重组所带来的益处及其对其他信誉良好的贷款人和借款人产生的不利影响，加以平衡；（3）打造或恢复强大的信贷渠道，这样信誉良好的借款人未来就可以获得借款；（4）在应对坏账的同时，确保经济增长率和通胀率处于可接受的水平。从长远来看，决策者必须做出的最重要的决定是，他们是要进行体制改革，解决造成债务问题的根本原因，还是只进行债务重组，分散债务危机的影响，使痛苦不至于难以忍受。

决策者很少从一开始就能采取正确的措施。通常情况下，决策者最初不能认识到问题的严重性，会制定一些一次性政策，而这些政策都不足以产生实质性影响。往往在几年后，经济出现许多不必要的不良后果，他们才能最终采取果断行动。决策者的反应速度和积极程度是决定萧条的严重程度和持续时长的最重要因素。而政府（在此指整个社会）、优先级不同的债券持有人、股权持有人、存款人等之间如何确切地分配成本，这是一个重要的问题。

通常情况下，非系统重要性机构被迫自行承担损失，如果无力承担，则可获准破产。这些机构的清算有几种不同的形式。在许多情况下（约占研究案例的80%），出现问题的机构会与状况良好的机构合并。在其他一些情况下，出现问题的机构的资产会被清算，或转移到由政府设立的资产管理公司（AMC），进行拆分转让。

在某些情况下，决策者认识到确保整个银行系统的正常运转至关重要，因而会采取措施，改善银行系统的流动性和偿付能力。近年来，在

发达国家，政府为银行债务提供担保的做法已经很普遍。在极少数情况下，政府会出资对所有银行进行资本重组，而不是仅仅关注系统重要性机构。

债权人获得保护的优先级相对清晰。

· 小型存款人被赋予优先权，损失极少或为零（几乎在每个案例中均是如此）。通常这是存款保险制度明确定义的一部分。在危机期间，存款保险制度的承保范围会扩大，以确保银行的流动性。即使在没有明确的存款保险制度的情况下，存款人也经常被优先保护。在我们研究的案例中，30%的情况下，存款人承担了损失，但损失往往来源于外汇存款，因为兑换利率低于市场汇率。

· 在大多数情况下，如果机构倒闭，股权持有人、次级债务持有人和大型存款人吸收损失，无论该机构是否具有系统重要性。在发达国家，最常见的做法是保护高级债务和次级债务持有人，进行股权重组，稀释现有股权持有人的股权。

· 有时，决策者优先考虑国内债权人，其次是外国债权人，尤其是当国内债权人的贷款流向私营部门参与者，在资本结构中地位较低时。在存款保险制度资金不足时尤其如此。但与此同时，政府往往最终优先支付IMF（国际货币基金组织）和国际清算银行等跨国机构的贷款，因为确保获得这些公共实体的支持非常重要，这些公共实体实际上是承压国家的最后贷款人。

通常情况下，处理倒闭贷款人的过程伴随着一系列监管制度改革。有的改革力度较小，有的改革力度较大；有的改革卓有成效，有的改革却导致事态恶化；有的改革针对银行的运营模式（例如，美国在20世纪30年代引入存款担保制度，在2010年推出《多德-弗兰克法案》，提出“沃尔克法则”），有的改革针对劳动力市场；有的改革要求银行提高信贷标准，有的改革旨在开放银行体系以促进竞争（包括外国机构准入）；有的改革提高了资本要求，有的改革取消了对贷款人的保护措施。

政治因素是决定改革方向的重要因素。有些改革最终扭曲了私营部门以市场为基础的贷款流动激励机制，限制了信贷流向信誉良好的借款人，增加了未来出现信贷问题的风险。而有些改革可以改善信贷流动，保护家庭，降低未来出现债务问题的风险。

倒闭贷款人的资产或现存贷款人的不良资产有两种主要的管理方式：（1）将资产转移到一个单独的实体（资产管理公司），以进行重组和资产处置（约占研究案例的40%）；（2）将资产留在原贷款机构的资产负债表上进行管理（约占研究案例的60%）。之后，处理不良贷款的主要工具有以下几种：（1）贷款重组（例如，通过延长还款期限使借款人偿还贷款）；（2）债转股和资产没收；（3）直接把贷款或资产出售给第三方；（4）贷款证券化。

引入资产管理公司通常会加速债务问题的管理，因为这可以使现有银行恢复贷款，并帮助将坏账集中到可以进行资产转让和重组的集中实体。将不良资产以高于市场的价格出售给资产管理公司往往是对银行的一种转移支付机制。资产管理公司通常是公有实体，它们的目标通常是在某个目标时限内（例如10年）处置资产，同时将纳税人的成本和对资产市场的干扰降至最低。一般来说，资产管理公司力求快速出售倒闭机构的良性资产，并逐步转让不良资产。在某些情况下，资产管理公司制定明确的目标，通过重组不良贷款减轻债务负担。它们一般通过直接发行债券或其他形式获得资金。有时，这些资产管理公司效果不佳，因为法律、政治或资金约束限制了它们识别和重组坏账的能力。

如果原贷款人是由国家资助的，那么坏账通常由原贷款人继续管理，这样的机构性质更接近公共资产管理公司。在其他情况下，如果损失规模不太巨大，或国家没有能力组建一个集中型资产管理公司，又或者已经存在有效的清算机制，损失也有可能继续保留在原贷款人的资产负债表上。

与对贷款人一样，决策者对具有系统重要性或战略意义的借款人的管理方式也明显区别于其他借款人。

．对于具有系统重要性或战略意义的借款人，决策者通常会采取措施，确保借款人作为实体的完整性。这一般是通过债务重组实现的，这样可以持续管理债务偿还。具体实现方式包括：债转股，减少现有债务，降低利率，把短期债务置换为长期债务。决策者偶尔还会向这些借款人提供新的贷款计划，以确保他们拥有持续的流动性。这个过程通常是设立用于管理坏账的资产管理公司的明确目标之一。

．不具有系统重要性的借款人通常需要自行寻找私营贷款，进行债务重组，或者可以破产并清算。

· 中央政府经常采取措施帮助减轻家庭部门的债务负担。资产管理公司也可能采取措施重组债务负担，而不是行使止赎权，以部分实现最大化恢复资产价值的目标。

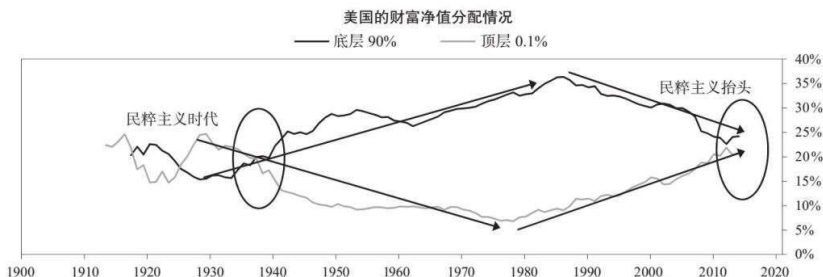
下表基于对本书第三部分详述的48个历史案例的研究，展示了上述政策工具的使用频率。

债务问题管理中政策工具的使用频率（案例占比）

提供流动性	紧急贷款 / 流动资金	88%
	银行债务担保	58%
	银行假日 / 存款冻结	21%
支撑贷款人的偿付能力	银行重组 / 合并	81%
	资本重组	73%
	国有化	60%
	让存款人承担损失	29%
处置坏账	资产购买和转让	44%
	集中型资产管理公司	38%
主权债务违约 / 重组		35%
IMF 项目		52%

重新分配财富

泡沫期间，贫富差距会拉大，而在困难时期，贫富差距会变得巨大。一般来讲，如果富人与穷人共享社会资源，而且此时经济不景气，就会出现经济和政治冲突。在这样的时期，左翼民粹主义和右翼民粹主义往往都会抬头。人民和政治制度如何应对民粹主义，将决定经济和社会能否顺利度过这段时期。如下图所示，如今的美国，不平等程度和民粹主义情绪都在上升，形势堪比20世纪30年代。在这两个时期，顶层0.1%人口的净值大约相当于底层90%人口的净值总和。



在某些情况下，对富人增税变得具有政治吸引力，因为富人在经济繁荣时期赚得盆满钵满（尤其是金融从业人员），造成问题的根源也被归咎于他们的贪婪。央行购买金融资产的行为也令富人大大获利，因为富人持有的金融资产更多。政治风向大幅“左倾”往往会加速财富再分配进程，导致富人设法把资金转移到有安全保护的地方，这一行为本身就会影响资产市场和货币市场。增税还可能导致区域经济“空洞化”，因为收入较高的群体，也就是纳税大户会离开此地，使这些地区的整体税收收入减少，进而导致这些地区的房地产价值急剧下降，服务需求大幅减少。

通常情况下，增税会以增加所得税、不动产税和消费税税率的形式实施，因为对这些税种增税能够最有效地提高政府收入。有时，政府会提高财产税[6]和遗产税的税率，但征收的税额很小，因为很多财产流动性差，实际上很难征税，迫使纳税人出售流动性良好的金融资产来纳税，会减少资本形成。无论采取哪种形式，财富转移的规模基本都不足以对去杠杆化进程做出实质性贡献（除非发生“革命”，使巨额财富国有化）。

和谐的去杠杆化

和谐的去杠杆化关键在于4种政策措施平衡推进，从而减少难以承受的冲击，减少债务与收入比率，并保持可接受的经济增长率和通胀率。如果有足够的刺激（印钞/债务货币化和货币贬值），可以抵消通缩性去杠杆化力量（财政紧缩或债务违约），使名义经济增长率高于名义利率，但又不会因刺激过度造成通胀加速，货币严重贬值，从而引发新的债务泡沫，就可以产生和谐的去杠杆化。

抵消通缩性萧条的最好的方式是由央行提供充足的流动性和信贷支

撑，同时由中央政府参与满足不同重要实体的资本需求。上文指出，支出来自资金或信贷。如果债务远远高出偿债的资金，无法通过增加负债来支撑新增支出，则支出和偿债救济的增加必须来自资金的增加。结果就是，央行不得不增加系统中的资金量。

这时，央行可以扩大抵押品的范围（例如，降低质量要求，延长还款期限等），也可以购买质量较低或期限较长的债务（债务货币化）。如果央行的措施适度，则会带来偿债救济，可以在去杠杆化的同时保持经济正增长。所谓适度是指：（1）中和本会带来通缩性影响的信贷市场崩溃；（2）使名义经济增长率略高于名义利率，在可容忍的限度内拉长去杠杆化进程。

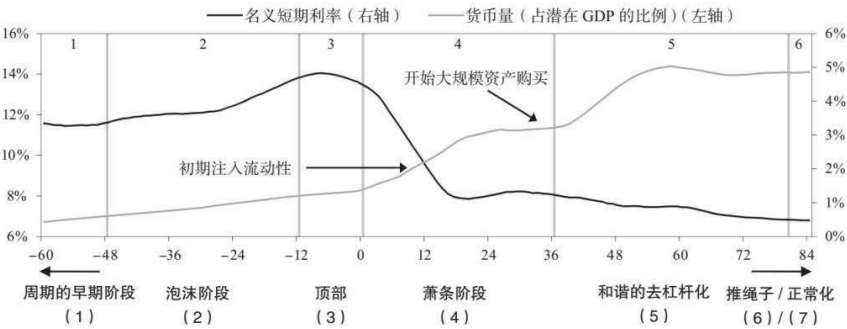
此话怎讲？基本上，收入增长需要快于债务增长。举例而言，在一个正经历去杠杆化的国家，假设其债务与收入比率为100%，这意味着这个国家的债务总额与整个国家一年的收入总额相同。现在，假设其债务为100，债务利率为2%，如果没有偿债，那么一年后债务总额将变为102。如果其收入为100，经济增长率为1%，则一年后的收入总量将变为101。这时，债务负担将从100/100增加到102/101。所以，名义收入增长率必须高于名义利率，越高越好，前提是这种增长不会带来不可接受的通胀或不可接受的汇率下跌。

人们想知道印钞是否会导致通胀率上升。如果印钞可以抵销信贷的减少，令通缩的力量被通货再膨胀的力量平衡，则不会导致通胀率上升。这并非是理论，而是经历了历史一次次验证的结论。请记住，支出是关键因素。一美元的支出，无论是用资金支付，还是用信贷支付，其对价格的影响是一样的。央行可以通过印钞增加资金量，以弥补消失的信贷。这种印钞采取的形式是，由央行购买政府证券和非政府资产（例如公司债券、股票和其他资产），表现为在信贷和实际经济活力收缩之际，货币量以极快的速度增加。传统经济学家将其视为资金流通速度的下降，但这是错误的。在这种时候，实际情况是信贷破坏被货币创造抵销。如果在抵销信贷收缩和积极刺激经济之间取得平衡，印钞便不会导致通胀发生。

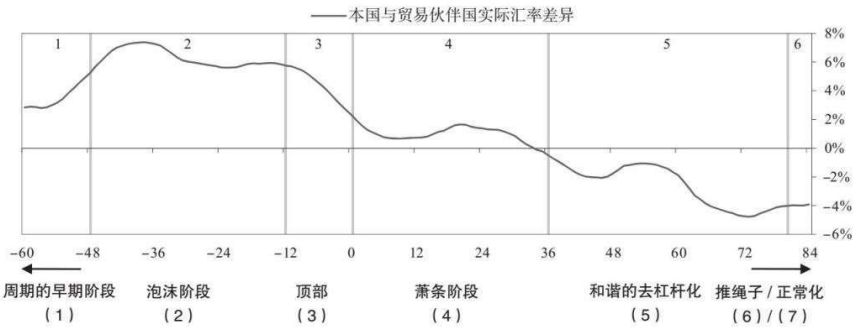
但是，存在滥用刺激性工具的情况。相对于其他工具而言，刺激性工具的作用非常好，因此存在滥用的切实风险，从而导致“痛苦的通胀性去杠杆化”（例如20世纪20年代德国魏玛共和国的恶性通胀，20世纪80年代阿根廷和巴西的恶性通胀）。关键是要避免过量印钞。如果政策工具能达到适当的平衡，去杠杆化进程就不会那么波折。在那些以外币计

价的债务占比较高，且大量债务由外国投资者拥有的国家，由于这些债务不容易被货币化或重组，实现这种适当的平衡就要难得多。

在萧条时期（降低利率无效），印钞/债务货币化和政府担保是不可避免的，但在印钞受限或缺乏资产来支撑印钞且无法轻易重新分配债务负担的国家，这些工具几乎没有价值。我们研究的所有去杠杆化案例（囊括过去100年间绝大多数的去杠杆化进程），最终都出现了大规模的货币创造、财政赤字和货币贬值（货币兑换黄金、大宗商品和股票贬值）现象。在不同的案例中，决策者具体使用的政策工具组合不尽相同，通常由该国货币体系的性质决定。下图是21个通缩性去杠杆化案例中印钞的典型路径。一般会出现两轮印钞，首先是央行为承压机构提供流动性，其次是央行进行大规模的资产购买，广泛刺激经济。

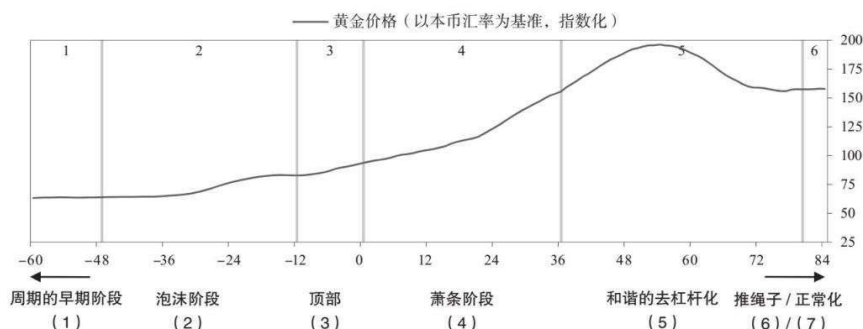


下图是一国货币兑贸易伙伴国货币的平均实际汇率，反映了该国货币相对于贸易伙伴国货币的强弱。



通常情况下，与采用法定货币体系的政府相比，货币体系与黄金、大宗商品或外币挂钩的政府被迫实施更为紧缩的货币政策。但最终，债务紧缩带来巨大的痛苦，政府不得不放弃这一政策，打破挂钩，并开始

印钞（它们或放弃原有的货币体系，或改变单位货币所能交换的大宗商品的数量或定价）。例如，在美国大萧条时期，美元的价值（及货币总量）与黄金挂钩，美国政府最重要的一项政策举动就是打破美元兑黄金的承诺，这样美元便可以贬值，美联储可以创造更多货币，使股市、大宗商品市场和整体经济触底反弹。到2008年金融危机时，美元已经不与黄金挂钩，美联储印钞、购买资产和提供担保更容易，因为实施这些举措不需要对货币体系进行法律或官方上的调整。下图显示了黄金价格的典型变化路径。在美国大萧条时期，当罗斯福打破美元与黄金的挂钩时，黄金价格在一夜之间上涨。在最近的金融危机之后，美联储的举措帮助压低了美元兑所有货币（包括黄金）的价值。



决策者最终总是选择印钞。这是因为财政紧缩带来的痛苦大于收益，重大债务重组会导致大量财富迅速蒸发，除非发生革命，否则从富人到穷人的大规模财富转移很难实现。如果货币创造的规模和性质可以抵销信贷收缩的规模和性质，则印钞不具有通胀性，只是抵消了通缩。但在过去几乎所有的去杠杆化进程中，决策者都只有通过亲身实践才能发现这一点，他们往往会首先尝试其他途径，无果后才会选择大量印钞。历史表明，决策者迅速采取有效政策（如2008—2009年的美国）的结果要远远好过行动过晚（如1930—1933年的美国）。

下表总结了从萧条阶段转为和谐的去杠杆化所需印钞的典型数量和货币贬值的典型程度。平均而言，每年印钞量约为GDP的4%。初始阶段，货币兑黄金会大幅贬值50%左右，财政赤字扩大至占GDP的6%左右。通常情况下，这种积极的刺激会在萧条阶段开始后的第二年到第三年出现，这时候，股市指数下跌已经超过50%，经济活力下降约10%，失业率上升到10%~15%。不过不同的案例差别很大。

这些数字仅为一些宽泛的指标，实际情况差异很大。对比不同案例

的差异（值得研究，但超出了本书的范围），可以明显看到，那些货币政策和财政政策实施得更快、更有效的国家，其刺激作用要远好于这些平均值。

应对政策

		均值	范围
1	紧缩时长（月）	55	22~79
2	汇率相对黄金价格的跌幅	-44%	-58%~-37%
3	货币创造峰值（占 GDP 的比例，年化）	4%	1%~9%
4	财政赤字峰值	-6%	-14%~-1%

重申一下，和谐的去杠杆化的关键在于平衡通胀性力量和通缩性力量。这是因为印钞太多会导致痛苦的通胀性去杠杆化（我们将在后面讨论）。适度的刺激措施可以中和本会带来通缩影响的信贷市场崩溃，同时使名义经济增长率高于名义利率，在减轻债务负担的同时，又不会造成债务资产“挤兑”。

总而言之，区分去杠杆化进程的管理是否妥当，只需要考察如下几个方面。如果决策者能够从常见的问题中吸取经验，并理解和谐的去杠杆化的政策特征，那么就可以避免很多痛苦。

	管理妥当	管理不当
泡沫阶段	- 在进行政策管理时，央行考虑债务增长率及其对资产市场的影响。如果央行可以防止泡沫出现，就可以防止泡沫破裂。 - 央行实施宏观审慎政策，有针对性地控制出现泡沫的部门的债务增长，允许其他部门的债务继续增长。 - 收紧财政政策。	一方面，投机者和贷款人过分预期此前的成功将会延续，进一步举债进行投资；另一方面，央行仅关注通胀率和经济增长率，并不考虑投资性资产出现的泡沫，长期保持低成本的信贷供应。这两个因素导致出现大型泡沫。
顶部	央行采取控制整体货币政策的方法，或精确选择宏观审慎措施，再有针对性地放松货币政策，以控制泡沫。	泡沫破裂后，央行继续收紧货币政策。
萧条阶段	- 央行提供充足的流动资金，迅速下调短期利率直到短期利率降至 0%，大规模进行债务货币化，积极实施定向宏观审慎政策。 - 政府推出大规模财政刺激方案，一直持续到经济拐点出现以后。 - 保护系统重要性机构。	- 央行降息速度缓慢，提供的流动资金非常有限，过早地收紧了货币政策，未能及时进行大规模债务货币化。 - 政府实施财政紧缩政策，货币政策放宽的力度却不够。 - 任由系统重要性机构受损或倒闭。
和谐的去杠杆化	- 通过资产购买或货币大幅贬值，积极推进债务货币化，使名义经济增长率高出名义利率，从而带来经济拐点。 - 实施刺激性宏观审慎政策，定向保护系统重要性机构，并刺激高质量信贷增长。 - 允许非系统重要性机构有序倒闭。 - 政府在违约、财政紧缩（抑制经济增长）和债务货币化、货币贬值、财政刺激（促进通货再膨胀）之间取得平衡。	- 债务货币化进程的开启并不顺畅，资产购买规模较小，多为类现金资产，而非高风险资产，无法带来财富效应。央行的刺激效果被财政紧缩部分抵消。 - 保护过度负债实体，即使这些实体不具备系统重要性，造成僵尸银行和经济萎靡。 - 政府任由市场对货币的信心暴跌，同时过量印钞，导致痛苦的通胀性萧条。

“推绳子”

在长期债务周期的后期，央行可能难以将其刺激性政策转化为支出的增加，因为降息和央行购买债务资产的影响变小了。此时进入经济低增长、资产低回报的时期，央行不得不转向其他形式的货币刺激，让资金和信贷更直接地支撑消费者。在20世纪30年代，当决策者面临这种情况时，他们提出了“推绳子”这种说法。在这个阶段，最大的风险之一是，如果印钞/债务货币化程度太深，或者相对于通缩性力量，货币贬值的幅度太大，就会导致痛苦的通胀性去杠杆化。

为了理解整个去杠杆化进程中可以使用的不同类型的货币政策，根据货币政策对经济和市场的影响，我把货币政策分为三种。

第一种货币政策

由利率驱动的货币政策（我称之为第一种货币政策）是最有效的货币政策类型，因为它对经济有着最广泛的影响。通过降息，央行可以通过以下方式刺激经济：（1）产生积极的财富效应，因为降息提高了大多数投资的现值；（2）减少月度还款额，降低信贷购物的难度，进而提高需求（尤其是对耐用品和住房等利率敏感商品的需求）；（3）减轻偿债负担，从而改善现金流和支出。第一种货币政策往往是应对债务危机的首选，但当短期利率降至0%时，第一种货币政策将无法有效运作，此时央行必须转向第二种货币政策。

第二种货币政策

第二种货币政策就是现在所谓的“量化宽松”（即印钞和购买金融资产）。量化宽松通过影响投资者/储蓄者的行为（而不是影响借款人/消费者的行为）产生作用，因为其机制是购买对投资者/储蓄者影响最大的金融资产（通常是债务资产）。央行购买债券就是在给予投资者/储蓄者现金，而投资者/储蓄者通常会使用这些现金购买他们认为更具吸引力的金融资产。投资者/储蓄者如何使用相关资金和信贷才是最关键的因素。如果他们投资的资产可以为支出提供资金，则会刺激实体经济。如果他们投资金融资产（不能为支出提供资金），则金融市场的收益要非常大，才能够渗透到支出中，而且这部分支出主要来源于金融市场的受益方。换言之，量化宽松给投资者/储蓄者（即拥有金融资产的人）带来的收益肯定超过没有金融资产的人，从而导致贫富差距加大。

虽然第二种货币政策的效力通常不如调息，但在风险溢价和流动性溢价较大时，第二种货币政策最为有效，因为购买会导致溢价下降。当风险溢价较大，金融系统被注入资金时，实际风险会减少，同时寻求回报的资金会增加，这会触发人们购买预期回报率更高的高风险资产，推动高风险资产价格上涨并产生积极的财富效应。

但是，随着时间的推移，通过量化宽松刺激经济的效力会下降，因为风险溢价已被压低，而资产价格已被推高到难以超越的水平，财富效

应逐渐消失。换言之，面对更高的资产价格和更低的预期回报率，承担风险的补偿变得太小，无法让投资者抬高价格，导致预期回报率进一步下降。事实上，从回报与风险比率的角度看，那些做多大量资产的人 would 认为现金更具有吸引力（而现金的回报率是相当低的）。结果，量化宽松变得越来越无效。如果决策者进行量化宽松，而私营信贷增长没有回升，决策者就会觉得自己是在“推绳子”。

在这个阶段，决策者有时会进一步加大债务货币化规模，以试图弥补量化宽松政策效力的下降。尽管这可能有所帮助，但存在一个切实风险，即长时间的债务货币化可能会导致人们开始质疑这种货币还能否作为价值储藏工具，从而考虑转向其他货币，比如黄金。在这个阶段，大多数经济体面临的最根本的经济挑战是，对购买力的索取权超出了满足这些权利的能力。

可以这样想：经济中只存在商品和服务，金融资产是对商品和服务的索取权。换言之，投资者或资产持有者（即资本投资者）认为他们可以将自己持有的资产转换为购买力，用来获得商品和服务。与此同时，劳动者期望把自己对商品生产和服务生产的单位贡献价值转换为购买力，用于购买商品和服务。但由于债务/资金/货币没有内在价值，当对债务/资金/货币的索取权远远超出它们实际可以购买的商品或服务价值时，就必须对其进行贬值或重组。换句话说，当债务负债/债务资产过多时，必须通过债务重组或债务货币化将其减少。决策者倾向于在这个阶段采用债务货币化政策，主要是因为这一政策是刺激性的，而不是收缩性的。但债务货币化只是将一个借据（债务）换成另一个借据（新增印钞）。这种情况类似于庞氏骗局。令人担忧的是，由于没有足够的商品和服务支撑借据，人们可能不愿意永远为借据而工作。

低利率和高风险资产的低溢价使货币政策遭遇结构性挑战。在第一种货币政策（调息）和第二种货币政策（量化宽松）处于极限的情况下，央行几乎没有能力通过这两个渠道提供刺激措施——货币政策几乎没有“剩余燃料”。这通常出现在长期债务周期的后期（例如1937—1938年和现在的美国），会导致“推绳子”现象的出现。在这种时候，决策者需要超越量化宽松政策，寻求新的货币政策和财政政策。

第三种货币政策

第三种货币政策更直接地为消费者（而非投资者/储蓄者）

提供资金，激励他们消费。在获得额外的资金和信贷后，富裕人士的消费动机小于富裕程度较低的人。因此，当贫富差距很大且经济疲软时，将消费能力给予富裕程度较低的人群会更富有成效。

逻辑和历史告诉我们，刺激支出的行动是一个持续的进程，在不同阶段决策者的控制程度各有差异。进程的一端是协调推进的财政和货币行动，财政政策的决策者直接（增加政府支出）或间接（激励非政府机构支出）地刺激支出。在进程的另一端，央行进行“直升机撒钱”，即直接向公民发放现金，而不与财政政策的决策者协调。通常情况下（虽然并非总是如此），货币政策和财政政策会结合使用，激励人们花钱购买商品和服务。另外，央行可以通过宏观审慎政策施加影响，达到与财政政策类似的效果。为了简单起见，我试图剖析这个持续的进程，并提供每个阶段的特定案例以供参考。

- 增加债务融资的财政支出，有时会配以量化宽松，购买大部分新发行的债券（例如20世纪30年代的日本，二战期间的美国，21世纪的美国和英国）。

- 增加债务融资的财政支出，但财政部不承担债务。这是因为：央行可以通过印钞偿债（例如20世纪30年代的德国）；央行可以直接贷款给除政府之外的实体，用于刺激项目（例如，2008年，中国向各大商业银行提供贷款）。

- 直接向政府提供新增印钞，用于政府支出，不再费心提起发债程序。过去的案例包括增印法定货币（例如封建时期的中国、独立战争期间和内战期间的美国、20世纪30年代的德国、一战期间的英国）或硬通货贬值（例如古罗马、封建时期的中国、16世纪的英格兰）。

- 印钞并直接向家庭进行现金转移（即“直升机撒钱”）。当我们谈到“直升机撒钱”时，指的是直接给消费者提供资金（例如，美国在大萧条时期提供退伍军人补贴，以及封建时期的中国）。

提供资金的方式有很多，基本上分为以下几种：每个人平均分配，或是针对一个或多个群体提供帮助（例如专门针对穷人的帮助）；一次性分配，或长期分配（例如，以全民基本收入的形式）。所有这些方式都可以辅以消费激励措施，例如，提供的资金一年内不用于消费则失效等。此外，也可以将资金投向具体的投资账户（例如退休金账户、教育储蓄账户或小企业投资账户等），有

针对性地进行受社会欢迎的消费或投资。制定政策的一个可能途径是将量化宽松的回报分配给家庭而不是政府。

伴随着大规模货币创造，进行大规模债务减记（例如，《旧约全书》中提到的“禧年”，以及古罗马、大萧条时期的美国、冰岛）。

我对以上措施不做逐一点评。我的观点是：最有效的方法是财政政策和货币政策相结合，因为这样既能确保提供资金，又可以确保这些资金被用于消费。一般情况下，央行仅仅给钱（“直升机撒钱”）的效果不如在给钱的同时为人们提供花钱的动机。但是，货币政策决策者与财政政策决策者的协调有时很困难，在这种情况下，就会采用其他方法。

此外，请记住，有的政策并不完全属于上述类别，因为政策组合包含多项要素。第二种货币政策和第三种货币政策之间甚至没有明确的分界线。例如，政府进行税项减免可能不属于“直升机撒钱”，但也取决于其资金来源。政府也可以扮演消费者的角色，无须向央行贷款——这就是财政渠道的“直升机撒钱”。

央行可以影响整个经济的信贷成本和可用性，也有权通过其监管机构影响金融系统目标领域的信贷成本和可用性。此类政策被称为宏观审慎政策，在需要区分政策对象时尤其重要。例如，有时需要限制过度负债地区的信贷供应，但同时要刺激其他地区的经济，有时则需要对特定的实体提供信贷（而非广泛提供）。宏观审慎政策包括多种形式，在债务大周期的7个阶段体现出不同的价值。为保持内容前后连贯，我将对宏观审慎政策的详尽介绍放在了附录部分。

正常化阶段

经济活力和资本形成的复苏往往很慢（即使在和谐的去杠杆化进程中），通常需要5~10年（因此被称为“失去的十年”）才能使实际经济活力达到之前的峰值。此外，股票价格达到之前的高点通常需要更长的时间（10年左右），因为投资者需要很长时间才能适应再次持有股票的风险（即股票风险溢价处于高位），但系统终会回归正常。

		均值	范围
1	股市亏损时长（月）	119	60~249
2	GDP 下跌时长（月）	72	25~106
3	刺激后债务的 GDP 占比变化	-54%	-70%~-29%

了解了通缩性萧条的典型走势后，我建议你阅读本书第二部分中美国的两个债务周期（分别为2007—2011年和1928—1937年）的详细数据，再查看本书第三部分中21个案例的摘要统计数据和内容。

[1] 典型图示对异常值的敏感度很高，特别是对于通胀率等波动较大的指标。每个图示中，我们大致排除了1/3的案例，因为这些案例与平均值相关度最低。

[2] 在2008年美国金融危机中，住宅和商业房地产、私募股权、低评级信贷和上市股票（股票金额较小）是高价和高杠杆买入的资产。在美国大萧条和日本去杠杆化期间，股票和房地产也是高价和高杠杆买入的资产。

[3] 当一个人的财富总量下降时，就会出现反向的“财富效应”，导致贷款和支出减少。借款人一方面存在担心的负面心理，另一方面财务状况变差，抵押品减少，因此贷款水平会下降。

[4] 其中的数学原理如下：如果债权人的杠杆率为2：1，则其资产价值是净值的两倍。假设你有100美元资产，那么你的净值为50美元，债务为50美元。如果你的资产缩水30%，则剩余资产为70美元，债务为50美元，净值为20美元。净值与之前相比，贬值了60%，尽管你的资产仅下降30%。在杠杆率为2：1的情况下，资产贬值对净值的影响翻一番（同理，在杠杆率为3：1的情况下，资产贬值对净值的影响会扩大到原来的三倍，以此类推）。

[5] 在去杠杆化进程中，债务减免和财政紧缩政策能够发挥有益的作用，我对此并不否认。但如果不搭配以通货再膨胀性印钞、债务货币化和担保，债务减免和财政紧缩会造成巨大的痛苦，不足以恢复经济形势。

[6] 财产税的适用范围因国家而异。例如，财产税在美国是违宪的，但在其他国家是合法的。

通胀性萧条和货币危机

在上一节中，我们研究了典型的通缩性债务危机，使用的是21个通缩性债务周期案例（详见第三部分）的平均值。在本节中，我们将研究通胀性债务周期的典型走势，使用的是27个最严重的通胀性债务周期的案例。在了解这一模型后，我建议你阅读第二部分中关于德国魏玛共和国的恶性通胀问题的研究，把这一案例与此处的典型案例相比较。在开始讨论其他图表和数据之前，请记住以下几点。

- 货币和债务有两个功能：交换媒介和财富储存工具。
- 债务是一个人的资产和另一个人的负债。
- 债务是偿还某种货币的承诺（例如美元、欧元、日元、比索等）。
- 债务资产持有人认为债务可以转换为货币，进而转换为商品和服务。因此，他们对货币购买力的损失率（即通胀率）和损失的补偿率（即利率）的相对变化非常敏感。
- 央行只能创造自己能控制的货币和信贷（例如，美联储只能提供美元和以美元计价的信贷，日本银行只能提供日元和以日元计价的信贷等）。
- 央行与自由市场的借款人和贷款人之间相互依赖，随着时间的推移，通常会创造越来越多的债务资产和债务负债。
- 债务总额越大，央行面临的挑战就越大。央行需要平衡来自不同方向的压力，防止债务失衡，避免经济陷入通缩性萧条或通胀性萧条。
- 在债务危机中，决策者（即控制货币政策和财政政策的人）通常可以平衡这些对立的力量，因为他们拥有重新分配债务负担的权力，但有时平衡的效果并不好。
- 央行往往通过大量增印债务的计价货币，以缓解债务危机。这在刺激投资性资产支出和经济的同时，也拉低了汇率（在其他条件相同的情况下）。
- 如果一国汇率的降幅超过了该国货币利率的降幅，持有以该国

货币计价的债务的人就会赔钱。如果投资者认为一国汇率的下跌难以获得高利率的补偿，则对该国汇率走势非常不利。

最后的形势，即汇率走势，是产生通胀性萧条的原因。当债务的计价货币走低时，债务持有人会选择抛售债务，把资产转移为以另一种货币计价，或选择黄金等非货币财富储存工具。当一国出现债务危机和经济疲软时，央行往往不能通过加息对抗货币疲软，因此会导致资金流向更安全的国家和币种。面对资金外流和贷款枯竭的问题，央行要么选择收紧信贷市场，要么选择印钞，提供大量资金。众所周知，央行可以通过改变货币系统的利率和流动性，以平衡和管理通胀率和经济增长率。但尚不为众人所知的是，当外资流入时，央行管理通胀率和经济增长率较为容易，当资金外流时，管理难度就很大。原因在于，在其他条件相同的情况下，对一国货币/债务的需求越大，其价格就越高，从而造成该国通胀率下行，经济增长率上行（假设央行保持货币数量和信贷数量稳定）。对一国货币/债务的需求减少则会产生相反的效果。一国货币/债务需求量的变化对该国汇率和利率的影响程度取决于央行政策（这一点我将在下文详述）。简单来说，当一国资金外流时，如果该国实际汇率降幅增加，则实际利率升幅需要降低（反之亦然）。

当国家出现政治动荡或经济不景气时（例如，存在债务、经济或政治问题），往往会造成资本外流，导致汇率走弱。更糟糕的是，由于本币贬值，对于借入强势外币的债务人而言，债务成本飙升，从而导致本币汇率进一步下降。由于这些原因，最容易受到汇率问题冲击的国家有如下特点：债务问题最严重，存在大量以外币计价的债务，对外国资本高度依赖。当萧条出现时，货币疲软成为导致通胀的原因。

通常情况下，如果货币和债务价格跌幅较大，即汇率和债务成本较低，一切都会顺利进行。更具体地说，下列情况会终结债务挤压：

（1）债务违约或资金创造规模足以减轻债务挤压；（2）以其他方式（例如债务延期）减少偿债要求；（3）货币贬值幅度远远超过通胀率的涨幅，导致该国资产及出口产品的价格变得极具竞争力，国际收支状况得到改善。但是，事态的发展很大程度上取决于政治因素。如果允许市场自由发展，最终情况也会改善，债务问题也会得到解决。但如果政治环境不好，可能会导致生产率陷入自我强化的螺旋式下行中，而且这种下行可能会持续很长时间。

哪些国家/货币最容易出现通胀性债务危机或恶性通胀？

虽然所有国家/货币都有可能出现通胀性萧条，但具有以下特点的国家或地区更有可能出现这一问题。

- 没有储备货币（因此，全球其他国家并不会持有该国的货币或债务，不会将其视为财富储存手段）。
- 外汇储备较少（防止资本外流的缓冲很小）。
- 外债规模较大（因此，如果债务的计价货币的汇率或利率增加，或以美元计价的信贷供应出现短缺，偿债成本就会增加）。
- 预算或经常账户赤字规模庞大，且不断增加（需要通过借款或印钞弥补赤字）。
- 实际利率为负（即利率远低于通胀率），不足以为持有资金或债务的贷款人提供补偿。
- 曾有过高通胀、货币总回报率为负的历史（导致人们对该国货币/债务价值的信任程度每况愈下）。

一般来说，上述特点越明显，通胀性萧条的程度就越严重。最具代表性的案例是20世纪20年代早期的德国魏玛共和国（详见第二部分）。如果你有兴趣研究实际案例，可以看一下第二部分中对德国魏玛共和国、美国大萧条和2007—2011年案例的研究，其中的区别说明了萧条呈通胀性（而非通缩性）的原因，值得关注。

如果一国以外币计价的债务量较小，本国货币也是储备货币，那么该国会出现通胀性萧条吗？虽然这样的国家出现严重通胀性收缩的可能性极小，但可能会出现通胀性萧条。在去杠杆化进程的后期，在政府已经持续反复地过度使用刺激手段以扭转通缩性去杠杆化进程的情况下，通胀性萧条可能会慢慢出现。任何一个国家，包括拥有储备货币的国家，都会经历汇率波动，影响上文描述的通胀率和经济增长率之间的平衡。如果储备货币国家大量增印货币，以通胀率大幅飙升为代价实现经济增长，将可能进一步削弱对该储备货币的需求，削弱其储备货币地位（例如，投资者会认为该货币的财富储存功能下降），令减债过程变为通胀性去杠杆化进程。

典型通胀性债务周期的各个阶段

通常，通胀性债务周期会跟随货币与信贷的起伏而经历5个阶段。这5个阶段与通缩性债务周期的5个阶段相当，但与后者有重要区别。在过去几十年里，我目睹了许多轮通胀性债务周期，也对此做了大量研究。在第4个阶段（萧条阶段）之前，通胀性债务周期与通缩性债务周期的展开路径非常相似。

与前面章节一样，在本节中我会先讨论典型通胀性债务周期经历的各个阶段。（此典型周期是对27个通胀性债务周期的平均和综合，其中许多周期涉及大量以外币计价的债务。）之后，我会将典型通胀性债务周期与历史上4次恶性通胀案例相比较，指出它们的区别所在。

周期的早期阶段

这是一个健康的上升阶段，良好的基本面带来充沛的资本。国家的竞争力增强，生产性投资具备潜力。在这个阶段，债务水平较低，企业的资产负债状况良好。这种形势会刺激出口，吸引外资，而这些资金支撑的投资带来了丰厚的回报，促进了生产率的提高。

一国内部和国与国之间的资本流极具波动性，因而最值得关注。周期伊始，债务和收入的增速相当，债市和股市欣欣向荣，吸引资本流入（其中多为借贷资金）。私营部门、政府和银行都开始举债，这不难理解，因为随着收入的快速增加，还本付息变得更加容易。优良的基本面和早期杠杆化为一国的繁荣打下基础，从而吸引更多投资。

当一国的货币需求不断增加时，这个良性阶段开始自我强化。如果该国的货币汇率较低，足以吸引外国投资者（投资者一般会向该国的企业提供贷款或投资，这些企业以低成本生产产品，然后靠出口产品赚取外汇，从而为投资者提供高额回报），并且出口大于进口，则该国的国际收支状况会趋于良好。也就是说，该国货币的需求会大于供给。这时，央行的工作变得更加轻松（每单位通胀产生的经济增长率提高），央行根据自己的选择，可以利用流入的资本让本币升值，或者降低利率，又或者增加外汇储备。

在早期本国货币较为坚挺的阶段，为了防止本币升值（以及本币升值给经济带来负面影响），一些国家的央行选择在外汇市场出售本币，买入外币。央行如果这么做了，就需要将买入的外币派上用场，即用这些外币购买以该外币计价的投资性资产（通常是债券），然后将其放到“外汇储备”账户中。外汇储备跟普通储蓄的作用一样：未来如需缓冲货币市场的动荡，可以用外汇储备来填补货币市场上的供需不平衡。外汇也可以被用来购买具有吸引力或可提供战略性回报的投资性资产。积累外汇储备的过程对经济有刺激作用，因为这样会减轻本币的升值压力，使国家保持出口竞争力，吸引更多资本。央行需要创造更多的货币来购买外汇，而增发货币将增加本国的货币供应量，这些货币或被用于购买资产（导致资产价格上涨），或被用于对外提供贷款。

此时，本国货币之所以会产生诱人的回报率，要么是因为外国顾客想购买本国的产品，因此需要售出外币买入该国货币，要么是因为本国央行增加本币供给，售出本币以换取外币，导致以本币计值的资产涨价。因此，当一国的国际收支状况良好时，资本净流入会导致本币升值，或外汇储备增加。资本流入会刺激经济，推动市场上涨。投资于该国的人会得益于货币回报（由于汇率变化和资产回报率变化的共同作用）或资产升值。货币升值的幅度越大，资产升值的幅度越小。

泡沫阶段

在资本大量流入，资产回报率升高和经济强劲增长这个良性循环发展的过程中，就会出现泡沫。在早期上升阶段，资本进入生产部门，推高资产价格，从而产生高回报率，吸引更多的资本流入。进入泡沫阶段，货币和资产的价格都已高企，并且越来越多地以债务支撑投资，导致投资的成本过高，无法产生足够的回报。但由于资产价格持续上升，人们不断借债和买入资产，使债务与收入的比率急剧升高。

当外资如浪潮般涌入（或停留在）一国时，该国的汇率通常会上升，外汇储备会增加，经济蓬勃发展（在某些情况下，该国货币会大幅升值，经济增长会放缓）。这个上升过程会自我强化，直至发展过度而产生逆转。这个过程之所以会自我强化，是由于资本流入推升汇率，令以该国货币计价的资产更受欢迎（也令以他国货币计价的债务更受欢迎），导致央行增发货币，使资产价格进一步上涨。

无论是哪种情况，在泡沫期间，对外国投资者而言，资产的总回报率（以本币计价的资产价格上涨加上货币升值）都具有巨大的吸引力，加上该国的经济活力高涨，这一切都会鼓励外资流入，减少国内资本流出。逐渐地，该国成为投资热土，投资者过度买入该国资产，导致出现债市和股市泡沫。投资者相信，持有该国资产是极好的保值增值手段，唯恐错失获利良机。因此，以前的旁观者也蜂拥入市。当市场出现了行情完全看涨、高杠杆率和价格虚高等特征时，也就到了逆转的时候。以下是泡沫膨胀阶段的主要经济特征。

- 外资流入增多（平均占GDP的10%左右）。
- 央行不断积累外汇储备。
- 货币实际汇率升高，按购买力平价（PPP）计算约被高估15%。
- 股市上涨（平均涨幅超过20%，连续几年攀升至顶峰）。

各种机构都对该国货币持结构性多头仓位，因为这样会不断产生回报。对于能持续吸引投资的国家，大多数市场参与者都看涨该国货币，尽管很多时候他们并没有以实际行动表明这一点。例如，外国企业到一个经济热点国家开展业务，可能会用外币支付业务成本（使用它们预期会贬值的货币承担负债），但用该国货币到银行存款，也不对冲该国销售收入的外汇风险敞口。同样，本国企业可能借入汇率较低的外币，而外国银行看到该国的市场繁荣，也急于向该国企业提供贷款。在牛市持续的背景下，跨国公司通过多种不同的方式做多该国货币。

- 外资流入支撑当地消费繁荣。
- 进口超过出口，经常账户恶化。

同时，投资推动了该国的经济和收入快速增长，提高了该国借款人的信誉度，借款人的借款意愿和贷款人的贷款意愿都上升。该国商品（通常为大宗商品）的出口价格上升，增加了国家的收入并激励投资。

随着泡沫的出现，该国生产性投资项目减少，越来越多的资本随之离去。当初造就繁荣景象的基本面正在失去吸引力，部分原因是货币升值削弱了国家的竞争力。

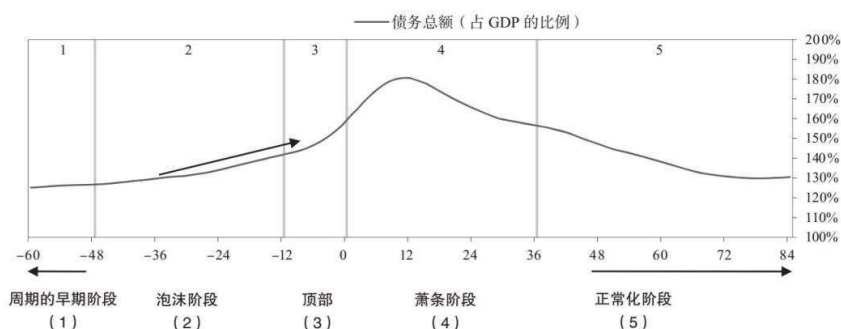
在这个阶段，国家的经济增长越来越多地依靠债务而不是生产力进步来拉动，而且高度依赖外资，这表现为以外币计价的债务上升。新兴国家主要从国外借入外币债务，原因多种多样，包括本国的金融系统不发达，对本国货币缺乏信心，以及可用于贷款的国内储蓄较少。资产价格上涨和经济强劲增长会导致消费水平升高，用外币还本付息的金额也增多。与所有债务周期一样，正面影响过后，负面影响随之出现。

· 债务负担迅速增加。三年内，债务占GDP的比例的年均增速约为10%。

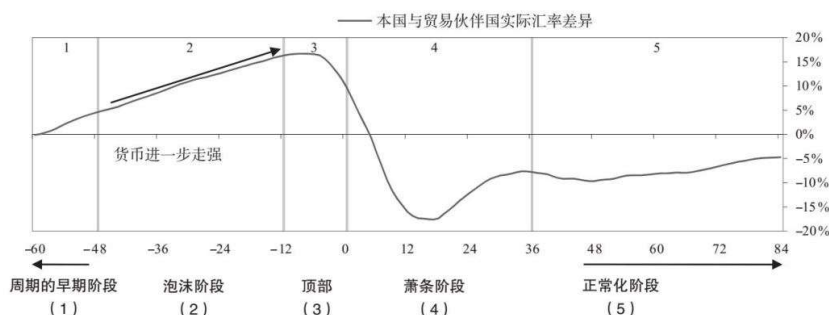
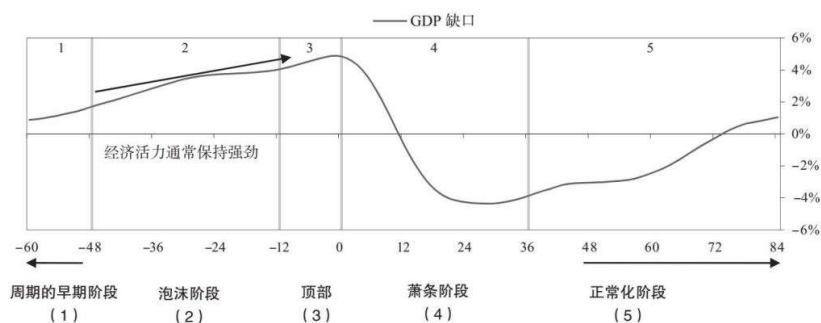
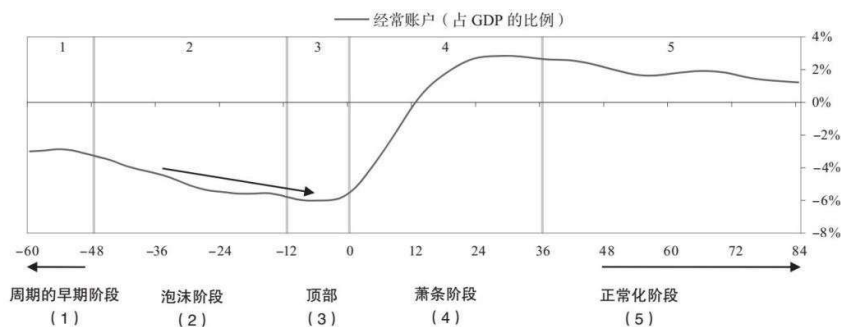
· 以外币计价的债务增加（平均增至债务总额的35%，约占GDP的45%）。

· 通常，经济活力（即GDP缺口）非常强劲，实际增速远高于潜在增速，导致产能紧张（体现为大约+4%的GDP缺口）。

以下几幅图综合了27个通胀性债务周期的平均债务状况和经常账户情况（我们称之为“典型通胀性债务周期”）。与典型通缩性债务周期一样，我把通胀性债务周期的每个阶段都标示在图中（图中的“0”点代表经济活力处于顶部）。通常，在泡沫期间，债务占GDP的比例从大约125%升至150%左右，经常账户占GDP的比例约下降两个百分点。



泡沫期间，国家的收入与支出之间的差距扩大，需要增加资本流入以维持支出的持续增长。但是，要使经济活力保持在周期的顶部，只能依靠资本的持续流入（经济增长的预期强劲），推动资产价格上涨和货币进一步升值。这时，国家经济变得日益脆弱，甚至一件小事都可能引发经济滑坡。



以下我们总结了历史上27个通胀性债务周期的上升阶段的平均表现。我们整理了以外币计价的债务水平较高和较低的案例，以及最终产生的经济后果最轻微和最严重的案例（以经济增长率和股价严重下降，失业率和通胀率上升为衡量标准）。从中可见，在周期的上升阶段严重依赖外资并经历了最大资产泡沫的国家，最终都出现了最坏的结果。

通胀性去杠杆化案例经历泡沫阶段后的平均状况

	顶部阶段的外币债务 (占债务总额的比例)	顶部阶段的外币债务 (占GDP的比例)	股价(以美元计)的三年变化率	顶部阶段的资本流入 (占GDP的比例)	顶部阶段的经常账户 (占GDP的比例)	顶部阶段的外汇储备 (占GDP的比例)
平均值	34%	46%	18%	12%	-6%	10%
经济后果最严重的1/3案例	41%	46%	41%	14%	-9%	8%
经济后果最轻微的1/3案例*	25%	41%	7%	8%	-4%	10%
外币债务较高的案例	51%	60%	25%	15%	-9%	8%
外币债务较低案例	29%	38%	12%	9%	-3%	10%

*基于衡量经济状况的经济状况指数

顶部和保卫汇率阶段

当泡沫破裂时，债务周期便进入顶部逆转阶段或保卫汇率阶段。泡沫破裂是指造成泡沫并导致货币价格、资产价格和债务增长率高企的资本流入最终变得难以持续。这个阶段与上升阶段刚好相反，此时资本流入减少，资产价格疲软，致使经济状况恶化，引发资本流入进一步减少和资产价格进一步走弱。这种螺旋式下滑使国家陷入国际收支危机和通胀性萧条。

处于周期的顶部时，人们大量下注于乐观的经济前景，而这种乐观情绪反映在价格中。因此，哪怕是一件小事也可能引发外资流入放缓和资本外逃。尽管贸易收支恶化会有一定影响（通常因为货币价值过高和国内过度消费导致高额进口），但资本流动的不利变化是泡沫破裂的最主要的助推因素。

引发一国债务危机的原因与造成家庭、个人财务困难的原因类似：收入下降，信贷紧缩，成本大幅增加（例如，汽油或取暖用油价格上涨），债务负担过重，还款变得困难。以上任何一项都会导致入不敷出，必须想办法加以解决。

在典型的债务周期中，债务危机的发生是因为当初造成泡沫的资本

流入减少，但在许多情况下，这是因为受到某种突发事件的冲击（例如，石油生产国的出口油价下跌）。一般来说，债务周期进入顶部后开始逆转向下的原因分为以下几类。

（1）商品和服务出口收入下降（例如，货币升值致使出口优势下降，大宗商品出口国因商品价格下跌而遭受损失）。

（2）进口成本或借贷成本上升。

（3）资本流入减少（例如，外国投资者减少净贷款或净投资）原因如下：

① 不可持续的资本流入速度自然放慢；

② 突发事件加剧了人们对该国政治经济形势的担忧；

③ 货币政策紧缩影响该国货币或该国债务的计价货币（在某些情况下，外国的货币政策紧缩会迫使外资撤离）。

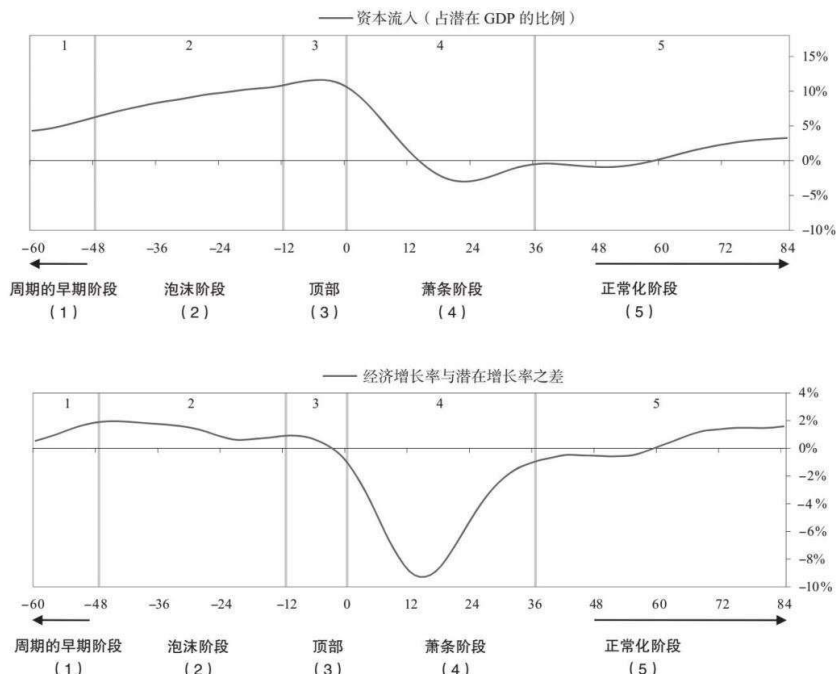
（4）本国国民或企业把资金转移到国外或换成外币。

资本流入减少通常是引发国际收支危机的第一个原因。支撑投资和消费的资金减少，会直接导致经济增长放缓。这会影响国内借款人的信誉度，降低外国投资者贷款和投资的意愿。因此，资本流入的减少呈现自我强化的趋势。

· 随着资本流入放缓，经济增速相对于潜在增速下降。

· 国内资本外逃开始加速。

· 出口价格和数量下降导致出口收入减少。通常情况下，出口会持平，不再增长。



资本流入的减少和收入水平的下降导致资产价格下降和利率上升，由资本流入支撑的经济增速因而放缓。企业的基本面恶化，资本外逃加剧。这时，债务危机就会爆发，资产价格暴跌，银行倒闭。

在这个阶段，持有资产或货币的人和努力支撑货币的决策者的担忧加剧。持有资产或货币的人担心决策者会限制资金出境，因此会尽可能地转移资金，导致国际收支问题进一步恶化。而决策者担心资本外流和货币崩溃。随着国际收支状况恶化，央行的任务变得越来越艰难（每单位通胀产生的经济增长率下降），根据央行的不同举措，资本的负流动会令货币贬值，利率上升，或外汇储备减少。

在这个阶段，央行通常会采取以下措施保卫汇率：（1）动用外汇储备填补国际收支逆差；（2）提高利率。这些保卫汇率和控制货币贬值的措施很少奏效，因为出售外汇储备和提高利率更多地创造了一个空头获利的机会，而无法让汇率和利率调整到合适的水平，因而无法实现可持续发展的经济发展。下面我将分析这种典型的汇率保卫措施及其失败的原因。

利率差异与即期/远期汇率之间存在一种重要的关系。市场会把货币预期贬值的幅度反映在远期汇率低于即期汇率的幅度中。例如，如果

市场预期货币会在一年内贬值5%，则该货币的利率需要上调5%。如果市场预期货币在短期内大幅贬值，则利率上调的幅度会更大。如果市场预期货币会在一个月内贬值5%，则该货币在该月内的利率应提高5%（月利率上调5%相当于年利率上调约80%[\[1\]](#)）。在经济已经疲软的情况下，这种高利率很可能导致非常严重的经济收缩。市场预期货币小幅贬值（例如，一年贬值5%~10%）就意味着要大幅上调利率（每年上调5%~10%），这是令人无法接受的。

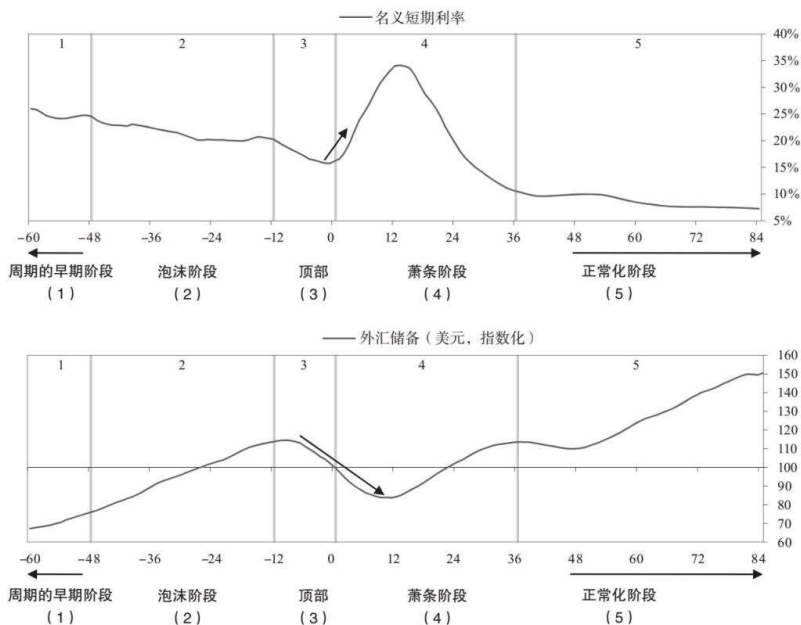
换句话说，有计划的货币贬值加上递减的外汇储备，会使市场预期未来货币将继续贬值，从而推高国内利率（见上述原理），在经济已经疲弱的时候会起到经济紧缩的作用。此外，对货币持续贬值的预期会导致资本撤离和汇率投机，扩大国际收支逆差，迫使央行动用更多的外汇储备保卫汇率（或放弃货币逐步贬值计划）。决策者最终会停止用外汇储备保卫汇率，因为这样消耗外汇储备并不明智。在这种汇率保卫战中，决策者（尤其是那些坚决捍卫固定汇率的决策者）往往会信誓旦旦地宣布不会让货币贬值。但这一切都无法阻止债务周期进入下一阶段，也就是放任货币贬值。

在保卫汇率期间，我们通常会看到远期汇率先于即期汇率下跌。这是上述利率差异与即期/远期汇率之间的关系导致的。如果国家为保卫汇率而收紧货币政策，这只是在扩大利率差异，人为地支撑即期汇率。虽然这保住了即期汇率，但远期汇率将不断下降。结果就是，我们会看到的一种“鞭子效应”，随着利率差异扩大，远期汇率会先于即期汇率下跌。在汇率放开后，即期汇率的跌幅最终会赶上远期汇率，而即期汇率的下跌使利率差异缩小，从而导致远期汇率相对于即期汇率反弹。

在债务周期的这个节点上，资本管制成为第三种（通常也是最后一种）政策手段，但很少奏效。资本管制对决策者的吸引力在于，它可以直接控制资本外逃。但历史表明，资本管制常常会失败，原因如下：

（1）投资者会找到规避管制的办法；（2）政府越是管制，投资者越想逃离。无法使资金流出一个国家，就如同储蓄者无法从银行提款一样：担心会演变成“挤兑”。资本管制有时可以暂时起作用，但绝不是长久之计。

一般来说，债务周期的保卫汇率阶段较短，会持续6个月左右。在放弃保卫汇率的行动之前，外汇储备会被消耗10%~20%。



萧条阶段（允许汇率自由浮动阶段）

上文提到，一个国家的通胀性去杠杆化类似于一个家庭遭遇还债困难，二者只有一个主要差异。与家庭不同的是，国家可以改变货币的供应量和货币的价值。这为各国应对国际收支压力提供了一个重要手段，这也是目前还没有一种全球统一货币的原因。改变货币价值只是改变一个国家对外出口商品和服务的价格，在国内市场上的商品和服务的价格保持不变。想一想：如果一个家庭的主要劳动力失业，被迫接受一份低薪工作，收入比以前减少30%，这会对家庭造成毁灭性打击。但是，当一个国家将其货币贬值30%时，该国收入只是相对于其他国家减少30%，以本币计价的家庭收入并没有改变。换句话说，货币贬值使一国能够降低出口价格（从而争取到更多的国外订单），但不会引发国内通缩。

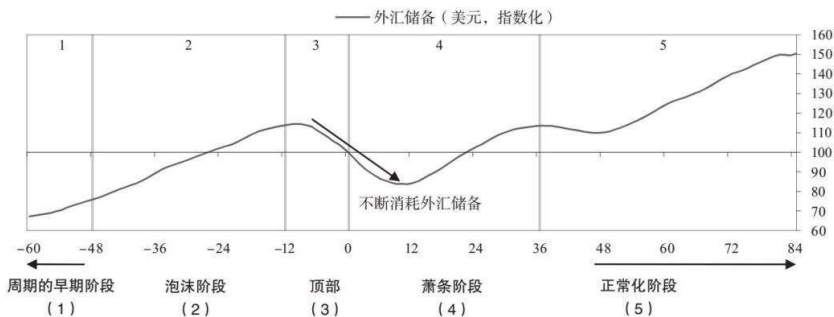
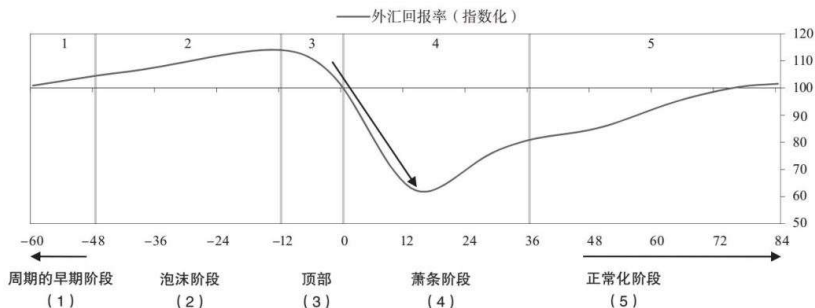
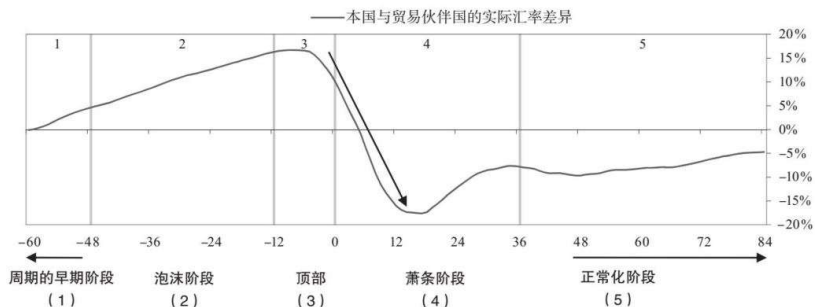
因此，当所有办法（例如，动用外汇储备，紧缩货币政策，宣布货币不会贬值，实施外汇管制）都行不通时，决策者被迫放弃抵抗，允许货币贬值（但他们会尽量使其平稳下跌）。

以下是决策者允许货币贬值的结果。

· 初期货币价值暴跌，平均实际跌幅大约为30%。

· 货币贬值带来的损失并没有被短期利率收紧抵销，持有货币的损失巨大（第一年平均损失约为30%）。

· 由于货币贬值幅度太大，为了使跌速更加平缓，决策者继续消耗外汇储备（进入萧条阶段一年内平均再消耗10%的外汇储备）。



央行不应当为了保卫汇率而过多消耗外汇储备，也不应当过多提高利率从而损害实体经济，这些行为比货币贬值带来的危险更大。事实上，货币贬值可以刺激经济和市场，在经济萎缩期间有积极作用。货币贬值会使以该货币计价的资产增值，刺激出口，重新量入为出，调整国

际收支。货币贬值还会减少进口（因进口商品变得更加昂贵），助益国内生产者，使以该货币计价的资产更具价格竞争力和吸引力，为出口创造更大的利润空间，为国家（通过更廉价和更具竞争力的出口）赚取更多外汇创造条件。

但货币贬值是一把双刃剑。决策者如何把控货币贬值，会极大地影响一国在调整债务危机的过程中必须承受的痛苦程度。货币如何贬值会严重影响通胀程度和萧条的走向。在所有通胀性萧条案例中，货币贬值都会转化为进口价格上涨，其中大部分会被转嫁到消费者头上，导致通胀率急剧上升。缓慢但持续的货币贬值会使市场预期汇率继续下行，引发更多的资本撤离和汇率投机，扩大国际收支逆差。持续的货币贬值也使通胀更加持久，强化市场的通胀心理。

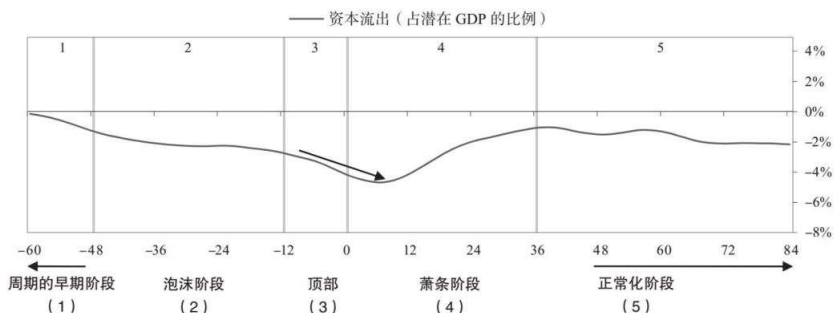
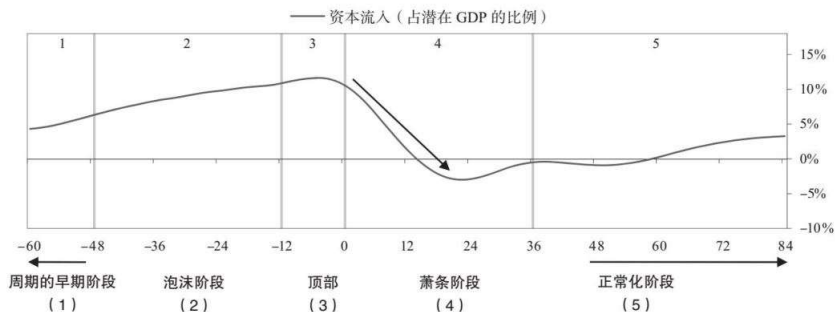
因此，最好是使货币一次性贬值到位，以维持市场的双向交易（当市场预期货币不会继续贬值时，就会恢复买卖互现的正常交易）。这样，较高的通胀率就不太可能持久。如果市场没有预料到货币会一次性贬值（即突然贬值），那么在进入贬值阶段后，决策者就没有必要动用外汇储备或通过升息来保卫汇率。这也是决策者通常在放开汇率之前表示将捍卫汇率的原因。

一旦决策者放任货币贬值（致使储蓄者损失惨重，并造成货币进一步贬值的市场预期和担忧），人们会竞相抛售以该货币计价的投资。许多人之前很可能积累了巨大的资产负债错配，因为他们当初这样做是有利可图的。如今形势逆转，货币贬值使资产负债错配从盈利转眼变为亏损。

资本断流迫使支出停止增长。这时，即使那些没有外币债务的人也会受到影响。由于一个人的消费是另一个人的收入，因此消费下降会波及整个经济，造成失业率上升，消费进一步萎缩，经济增长停滞不前。贷款人（特别是国内银行）出现债务问题，外国投资者的贷款和投资意愿不断减弱。

- 资本流入快速放缓（在不到12个月内降幅超过GDP的5%）。

- 资本持续外流（以GDP的-3%~-5%的速度流出）。

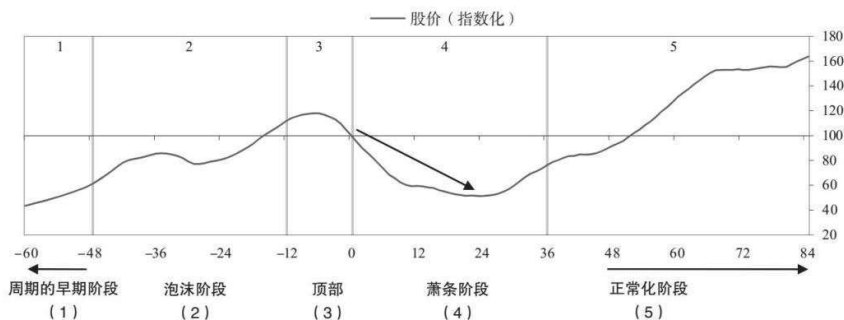


一般来说，央行印钞对资本下降的抵销作用不大，因为增发货币有风险，会促使更多人抛售该货币，加剧资本外逃。经济增长放缓，导致投资者想方设法撤回投资。前不久还被奉为宝贝的资产现在成了垃圾。超买很快转为超卖，资产价格暴跌。

- 名义短期利率上升（升幅约为20个百分点），收益率曲线倒挂。

- 印钞量有限（平均为GDP的1%~2%）。

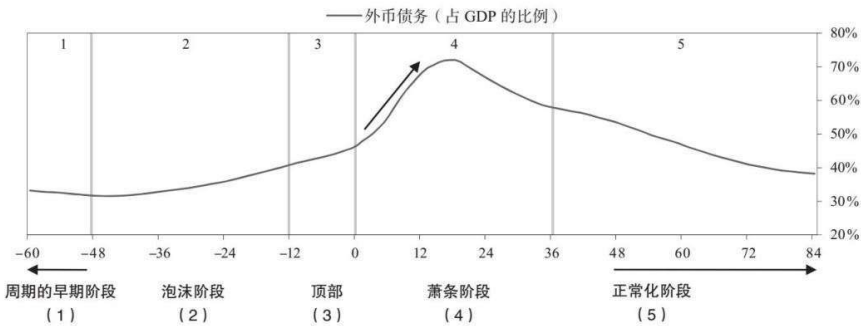
- 以本国货币计价的股票价格暴跌（平均跌幅约为50%）。由于货币贬值加剧了股票抛售，因此以外币计价的股票表现更差。



最重要的资产负债错配之一是以外币计价的债务。随着本国货币贬值，对于欠有外币债务的债务人来说，（以本国货币计价的）债务负担加重。对此，债务人的应对办法并不多。他们一般通过出售本国货币来偿还债务，对外币债务进行套期保值，或将本币储蓄转为外币储蓄。所有这些措施都会进一步加大本国货币的下行压力。

． 由于收入下降，再加上以外币计价的偿债成本换算成本国货币后变得更高，还本付息负担加重（平均增幅为GDP的5%以上），进一步挤压人们的收入和消费。

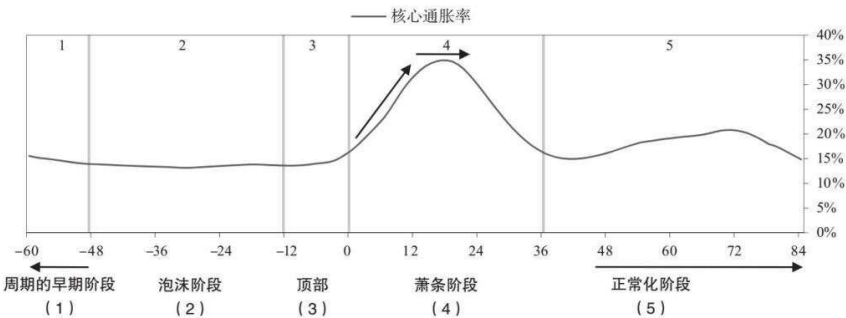
． 对于欠有外币债务的人而言，外币债务负担加重（因收入下降和货币贬值，债务占GDP的比例平均上升约20%）。



随着货币贬值，进口价格上涨，进一步推升通胀率。

． 通胀率上升（升幅通常为15%，最高时达30%左右）。

． 通胀率在一段时间内保持高位，自顶部阶段之后平均持续两年左右。



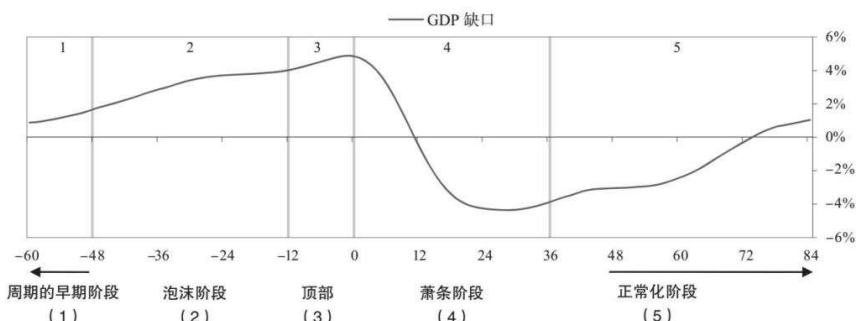
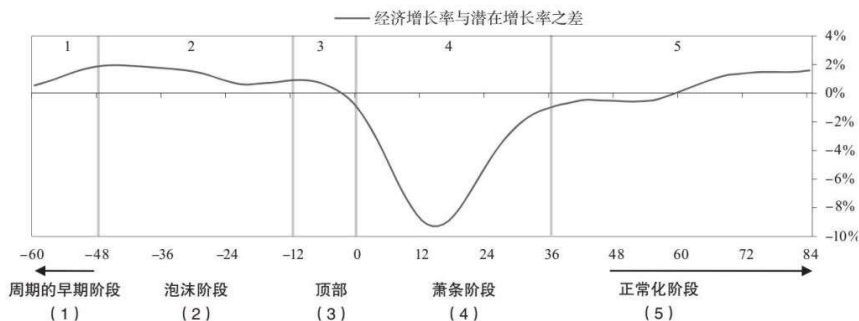
到了这个阶段，人们的好日子结束，苦日子来临。各种各样的问题——债务、经济、政治、货币等相互叠加，导致形势进一步恶化。一些隐蔽的问题，例如会计作假、腐败等，纷纷浮出水面。这种形势令外国投资者望而却步，诱发国内资本外逃。

这是债务周期的底部阶段，恰如泡沫阶段的倒影。在泡沫阶段，投资者不顾一切地冲进市场，到了这个触底反弹阶段又都不顾一切地冲出去。在资产和货币上亏损的人慌忙逃离，观望的人唯恐靠近，从而出现了严重的供需不平衡，供过于求导致资产价格不断下跌。这是通胀性债务周期的至暗时刻，这种螺旋式下降过程会自我强化且态势迅猛。触底带来的痛苦是如此强烈，促使定价和政策发生根本性质变，而这种质变最终会带来局势的逆转。在戏剧作品里，危机往往为变革和重生埋下了种子，人生也一样。

由于货币变得非常廉价，进口大量减少，国际收支逐步得以恢复平衡。这种状况，有时再加上国际援助（例如，IMF、国际清算银行和其他跨国组织提供的援助），会带来必要的调整，也常常伴以政治洗牌（那些不良政策的决策者将被那些实施有效政策的人取代）。

这个阶段的重要经济变化或特征如下。

- 经济活力（GDP缺口）大幅减弱（平均下降8%）。
- 失业率上升。
- 经济活力大约一年后探底，GDP缺口最低接近-4%。



正常化阶段

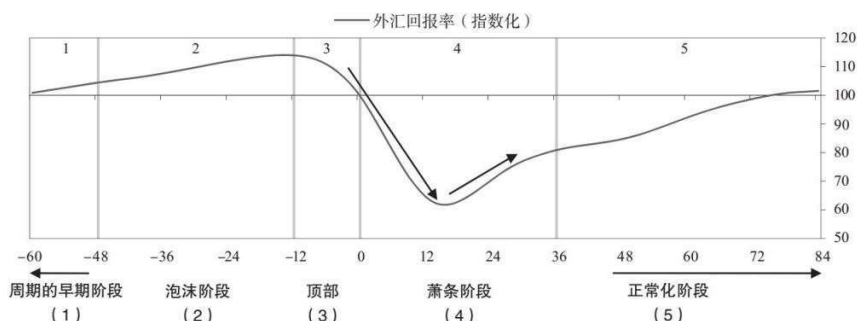
当一国货币的供给与需求相对于他国货币取得平衡时，形势就会好转，并最终恢复正常。虽然这种平衡部分是通过贸易调整实现的，但资本流动在其中发挥的作用更大。因此，债务周期进入正常化阶段首先应当归功于央行成功说服投资者再次持有本国货币，其次是消费和进口的下降幅度足以使国际收支恢复平衡。

决策者如何让投资者看好该国货币从而保持资本流入？所谓看好该国货币，是指鼓励人们用该国货币储蓄和投资，而不是借入以该国货币计价的债务。最重要的是，需要在适当的利率水平上（利率对于国内经济环境而言不能太高）为投资者提供正回报。虽然大多数人（包括大多数决策者）认为，最好的办法是在保卫汇率阶段保住汇率，但事实恰恰相反，因为低汇率具有以下功能：（1）有利于贸易平衡；（2）能产生正回报；（3）维持适合国内经济环境的利率。

如前所述，要做到这一点，最好的办法是让货币大幅快速贬值。虽然这会让那些做多该货币的人利益受损，但也为那些抄底的投资者提供

了一个诱人的获利机会，因为持有该货币很可能获得正回报（即汇率上升加上利率差异）。在货币急剧贬值的形势下，利率不需要上升到令人无法忍受的程度就能产生吸引人的回报率。总之，要确保投资者在相对较低的实际利率水平（这是疲软的国内经济所需要的）上获得正回报，最好的办法就是让货币贬值的幅度足够大。[2]

国际收支基本面的好坏，以及央行是否愿意控制印钞和货币的贬值，这二者同时决定了货币的总回报率（即汇率变化加利率差异），进而影响投资者做出买入或卖出该货币的决定。使货币贬值就像服用可卡因一样，偶尔为之可以获得短暂的刺激，但滥用就会损害健康。在决定买入该货币之前，最好先看看央行的行动。如果投资者的回报率长期为负，并且货币持续贬值，这往往是决定经济是否将出现恶性通胀的关键点。此时，央行的目标应当是尽量让货币贬值，为经济和国际收支提供必要的刺激，同时保持适度的货币紧缩，使持有该货币的投资者有利可图。如下图所示，外国投资者持有该货币的回报率开始为负，但在货币贬值大约一年后反弹。



即使整个国家没有达到债务上限，但某些国内机构可能已经达到债务上限。这时，决策者必须对具有系统重要性的机构进行资本重组，并通过定向提供流动性管理不良资产。通过为急需救助的机构提供流动性（一般通过增发货币），决策者可以避免引发紧缩性债务危机或进一步的资本外逃，但需要小心平衡印钞的通胀效果。

债务周期探底通常会发生以下情况。

- 进口的大幅减少会在很大程度上改善经常账户状况（平均改善幅度为GDP的8%左右）。

- 资本流入停止下降并趋于稳定。

· 资本外逃得以缓解。

· 国家向IMF和其他国际机构求援，获得稳定的资本来源，特别是在外汇储备有限时。

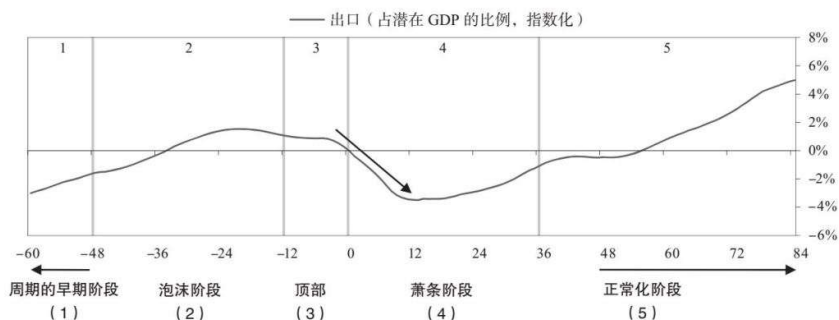
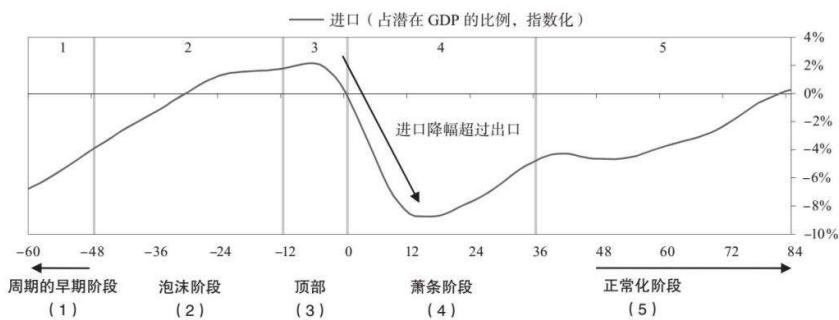
· 大约一年后，短期利率开始下降，但长期利率仍然相对较高。短期利率见顶后，经过两年左右回落到危机前的水平。短期利率下降具有刺激效应。

· 随着利率下降，远期汇率相对于即期汇率反弹。

· 随着汇率稳定，通胀率下降。通常在债务周期触底两年后，通胀率回到危机前的水平。

当然，这些都是平均水平，实际数据取决于每个国家的具体情况（见下文）。

国内经济状况大面积恶化，消费与进口减少，可以缩小国际收支逆差。经过债务危机，一国的进口平均萎缩10%，经济增长率大跌，股市下泄超过50%。通常，危机爆发大约18个月后，因进口下降，经常账户从逆差（占GDP的6%）转为顺差（占GDP的2%）。在危机的早期阶段，出口发挥的作用较小。往往在危机最严重的时期出口才会收缩（因为其他国家的经济有时也放缓），在随后几年才会反弹。



下表简要对比决策者在债务危机中管理妥当和管理不当的区别。

	管理妥当	管理不当
控制汇率	- 决策者口头上表示不会让货币进一步贬值。使市场不会预期货币贬值。 - 一次性使货币贬值到位，不会使人产生货币会进一步贬值的预期（维持双向交易市场）。	- 市场广泛预期决策者会让货币贬值，导致货币贬值压力增大，利率升高。 - 最初的货币贬值幅度很小，后续贬值不可避免。市场预期货币贬值，导致利率和通胀预期升高。
缓解国际收支不平衡	- 货币政策紧缩，导致国内需求随收入水平下降而萎缩。 - 决策者采取措施鼓励投资者持有本国货币（提高利率以补偿货币贬值的风险）	- 决策者只顾提振经济，货币政策过度宽松，把国内问题推给未来，助长通胀。 - 决策者利用资本管制和其他限制措施企图阻止资本外流。
缓解经济滑坡	巧用外汇储备，缓解外资撤离冲击，减少失衡。	依赖出售外汇储备维持高水平支出。
处理坏账和违约	解决高负债机构的债务，从其他渠道借款填补缺口。	放任无序违约，增加不确定性，刺激资本外逃。

通常，发生债务危机的国家需要几年时间才能恢复元气。在上一轮债务周期中亏损的投资者抗拒回归，因此需要一段时间才会看见资本大量流入。但是，国内商品和劳动力的价格随着货币贬值而下降，这对外资具有吸引力，因此资本开始陆续流入。在出口回暖和外国直接投资增加的共同作用下，经济重回增长轨道。如果决策者保护和重组重要的金融机构，那么国内金融渠道仍然可以为经济复苏提供支持。周期又回到早期阶段，启动新一轮良性循环：生产性投资机会吸引资本流入，投资推动经济增长和资产价格上升，从而吸引更多资本。

· 一两年后，收入和消费抬头。

· 经济活力从底部恢复到平均水平需要大约三年时间。

· 汇率稳定之初，实际汇率被低估（按购买力平价计算被低估10%左右），货币依然廉价。

· 出口略有回升（升幅为GDP的1%~2%）。

· 几年后（平均4~5年），资本重新回流。以外币计价的股票也要经过大约相同的时间才会恢复。

[1] 由于复利的缘故，年利率是80%，而不是60%（5% 乘以12个月）。

[2] 在确定是否持有某种信贷工具时，美国国内投资者与外国投资者的动机不同。美国国内投资者关注的是通胀率与利率之间的差额。如果通胀率很高，利率无法提供足够的补偿，他们就会抛售该信贷工具，改持通胀对冲资产（反之亦然）。而外国投资者只关心货币汇率与利率之间的相对变化。因此，决策者在稳定国际收支平衡时，通胀只是一个次要考量，使投资该国货币的人取得预期正回报才是最要紧的事。决策者必须使货币变得足够廉价，让投资者获得正回报，同时使利率维持在适当水平上。

从短暂的通胀性萧条跌入恶性通胀深渊

在多数情况下，决策者有能力实现经济复苏，使收入和消费回升，使通胀率回归正常水平（经过短暂的国际收支危机）。但有时，通胀性萧条会演变为恶性通胀。恶性通胀是指通胀水平极高（商品和服务的价格每年至少翻一番），造成大量财富损失，经济陷入严重困境。这种情况比人们想象的更为常见，因此有必要探讨通胀性萧条是如何演变为恶性通胀的。

通胀性萧条演变为恶性通胀的案例最重要的特征是，决策者无法解决国际收支与偿债成本之间的不平衡，并在长时间内通过大量印钞维持对外支出。有时，决策者是被迫为之。例如，德国魏玛共和国曾背负沉重的外债（战争赔款），且基本上不能违约拒付。巨额资金外流使德国无奈面临巨大的通胀（详情请参考案例研究部分）。在其他情况下，决策者选择通过不断印钞解决对外支出，实际上是为了保经济增长而非实现收支平衡。如果这种情况持续多年且颇具规模，国家就可能发生恶性通胀，而这种情况本可以避免的。

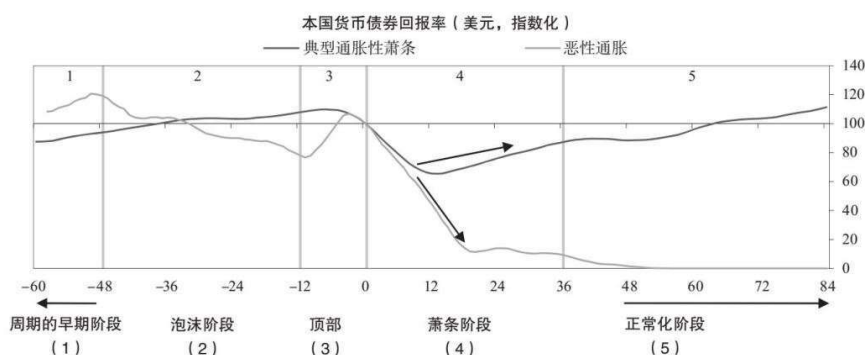
如前所述，与大多数人的看法相反，在危机期间停止印钞并不容易。在资本流出的关头不再增发货币，会导致流动性极度紧张和经济剧烈收缩。危机持续的时间越长，停止印钞的难度就越大。例如，在德国魏玛共和国时期，实际上现金非常短缺，恶性通胀意味着现存的货币量可购买的物品越来越少（到1923年10月下旬，在危机即将结束时，德国在1913年发行的全部货币量只够买一千克黑麦面包）。停止印钞意味着流通的现金会极度紧缺，商业几乎将陷入停顿（至少在发行替代货币之前）。在通胀初期，增发货币看似是个审慎的选择，但无休止的印钞会推升通胀到失控的地步。

通胀漩涡的演进

随着货币的贬值和不断增发，人们开始改变行为，通胀预期慢慢滋生。货币贬值引发更多的资本外逃，因此会出现一个“货币贬值—通胀—印钞”的循环，且不断升级。最终，在前几轮循环中还能够刺激经济增长

的联动机制逐步失灵，印钞效果日益减弱。

每一轮印钞之后，大部分增发的货币会被转移到实物资产或外国资产中，而不是被用于商品和服务支出以提升经济活力。实践一再证明，投资者抛售本国货币以购买实物资产及外国资产，比用于国内储蓄和国内投资更赚钱。因此，持有本国货币的人从生产性投资转到实物资产（例如黄金）和外国货币上，以对冲通胀和真实财富的缩水。这时，外国投资者纷纷避开。由于经济疲软，投资者纷纷购买实物资产，股市下跌，推动前几轮消费的财富效应不再显现。最终的结果是，货币贬值无法刺激经济增长。这种状况对通胀性去杠杆化非常重要，因此值得详细介绍。



货币持续贬值导致持续通胀，这种情况可能会演变为一个自我强化的过程，助长人们的通胀预期，改变投资者的行为。这个过程的主要发展路径是，通胀压力传导至工人工资，产生一个工资与生产成本螺旋式上升的过程。工人要求提高工资，以弥补购买力的下降。厂家被迫为工人提高工资，随后提高产品价格以抵销上升的成本。有时，这种情况是自动发生的，因为工人的工资与价格指数挂钩，比如，劳动合同规定，工人的工资应随通胀而上调。工人的工资与价格指数挂钩的结果是出现一个恶性循环：货币贬值，国内价格上涨，纸币数量增加再次稀释货币价值，价格进一步上涨，如此循环往复。

面对每次货币贬值，储蓄者和投资者都会采取不同的应对办法。储蓄者以前吃过亏，为了确保购买力不下降，他们会毫不犹豫地用现金购买外国资产和实物资产。

随着通胀恶化，银行储蓄者自然希望能够随时取回储蓄，因此他们会缩短存款期限。储蓄者会把存款从定期账户转移到活期账户。投资者

会缩短贷款期限，甚至完全停止贷款，因为他们担心会发生违约或者获得的还款一文不值。在通胀性去杠杆化期间，债务的平均到期期限总是会缩短。

因为通胀率上升和增发货币会降低实际利率，抛售现金的成本很低，由此带来的资本撤离和借款增加会导致金融体系缺乏流动性。银行几乎无法满足现金需求。企业因缺乏现金而无法履行合同，也会受到损害。曾在新一轮货币贬值中尝过甜头的央行，这时必须在极度缺乏流动性和加速增发货币之间做出选择，最终的结果显而易见：印钞。央行通过印钞向银行提供流动性，有时直接向企业提供贷款。当利率的上升幅度不足以弥补未来的货币贬值时，这些流动性会让投资者继续借款，然后用于国外投资和进行通胀对冲（例如，购买实物资产或黄金），这进一步加剧了通胀和货币贬值的恶性循环。

如果一个国家的大部分债务是以外国货币计价的，那么在本国货币贬值时，债务负担就会加重，这会导致人们削减支出和出售资产。虽然这种影响最初会被货币贬值的刺激效应抵消，但随着刺激效应消退和债务负担增加，这种影响越来越具有破坏性。债务负担加重也意味着，外国投资者要求更高的利率来弥补违约风险。货币贬值和通胀往往会增加偿债成本和债务负担，因此利用货币贬值来刺激经济会变得更加困难。

许多国家的政府通过提高所得税和财产税税率解决债务问题。由于经济不景气和投资失败，富人的净资产逐渐蒸发，他们会不惜一切代价保住迅速缩水的财富。由此导致逃税率极高，资本外逃加剧。这在去杠杆化进程中非常普遍。

随着经济增长进一步放缓，外国资本枯竭关闭了信用创造的一个重要来源。尽管国内信用创造和借款并不缺乏，但这并没有转化为多少经济增长，因为其中大部分借款被用于购买外国资产了。那些没有发生在国内的支出大都没有对GDP做出贡献。例如，投资者为财富保值而购买大量的黄金、工厂和进口商品。（在德国魏玛共和国时期，人们甚至抢购石头！）人们购买机械和工具等资本品并不是因为需要它们，而是把它们作为有价值物品储蓄起来。

很容易看出，这些力量会产生一个恶性循环，导致通胀和货币贬值交替恶化，直至最后人们对货币完全失去信心，货币失去了作为价值储存手段的功能（人们最多只储备能花几天的钱）。钞票面额数十倍增加，已不可能成为记账单位。货币也不再是交换媒介，因为币值太不稳定，生产者不愿意出售产品换取本国货币，他们往往要求对方用外国货

币支付，或干脆以货易货。由于外汇短缺，流动性降至最低点，需求暴跌，而这种流动性紧缺无法通过印钞来缓解。商店纷纷关门，失业率上升。陷入恶性通胀之后，经济快速萎缩，曾经刺激经济增长的货币贬值如今带来一片狼藉。

除了造成经济萎缩外，恶性通胀还会导致金融财富蒸发，因为金融资产无法跟上货币贬值和通胀的步伐。恶性通胀还会导致极端的财富再分配，它会吞噬债权人的财富，稀释债务人的债务。经济萎缩、极端的财富再分配和市场混乱造成政治紧张和冲突。警察等公务员经常罢工，因为他们辛辛苦苦赚得的工资变得如同废纸一样。在此阶段，骚乱、犯罪、抢劫和暴力活动极其猖獗。在德国魏玛共和国时期，政府不得不发布“戒严令”控制混乱局面，授予军队干预内政的更大权力，例如，实施逮捕和驱散示威活动。

在恶性通胀期间，进行投资应遵循几条基本原则：做空货币，尽可能把钱汇到国外，购买大宗商品，投资大宗商品行业（例如黄金、煤炭和金属）。购买股票有利有弊，当通胀滑向恶性通胀时，投资股市是个赔钱的主意。股票价格和汇率之间的高度相关性消失，相反二者之间的差异越来越大。在此期间，黄金成为首选的投资资产，即使以本国货币计价的股票价格飙升，结果仍然是灾难性的亏损，债券已经一钱不值。

一旦通胀性去杠杆化演变成恶性通胀，货币作为价值储存手段的地位便一去不复返。为结束通胀性去杠杆化，各国采取的典型办法是发行具有坚实基础的新货币，逐步淘汰旧货币。

战时经济

战时经济与常规经济完全不同，二者在商品、服务和金融资产的生产、消费和会计核算方面迥异。例如，在战争期间，消耗在战场上的军火产量增加推动GDP增长，军队服役人员增加使失业率下降，自上而下的资源分配导致生产和利润发生变化，借贷和其他资本流动的性质也有别于平时。这一切都与和平时期不同，因此理解战时经济的统计数据需要一种完全不同的思路。要想充分说明战时经济的运行规律，需要整本书的篇幅，我在这里不打算深入讨论，但会做简要论述，因为理解战时经济对于理解我们所研究的重大债务危机很重要。假如我们再次进入战争期，这无疑具有重要的参考价值。

研究历史的人都知道，在新兴强国与老牌强国内部及它们之间，经济冲突或地缘政治冲突常常导致军事冲突。历史学家对此有精彩的论述，但他们更多的是从地缘政治角度出发，而我的研究更多的是从经济和市场的角度出发。无论采用什么视角，这种关系都被历史学家公认为经典。

一言以蔽之，在以下情况下，发生破坏性冲突（例如战争）的可能性会远高于平常：（1）在一国内部，富人、资本家、政治右派与穷人、无产阶级、政治左派之间发生经济冲突，最终导致民粹主义、专制主义、民族主义和军国主义领袖上台；（2）经济和军事实力相当的国家之间产生冲突，经济与政治之间的关系变得尤其错综复杂。

换句话说，国家内部和国家之间的经济竞争常常演变为战争，最终胜者为王。战争期间，我们经历的是战时经济。战争结束后，市场、经济和地缘政治都会染上战争后遗症。战时所发生的事情及战争的结果对于货币、债务、股票和经济的价值都会产生巨大的影响，尤其将深刻改变整个社会政治结构。宏观层面，在战后的和平时期，由大国制定规则，其他国家无力反抗。这种局面会一直持续至下一个周期开始（因竞争势力崛起）。

大国及其储备货币的崛起和衰落，会沿着一个经济大周期或地缘政治大周期发展。要理解这个大周期，需要使用更长的时间框架（250

年)。我在此仅做简要介绍，在未来会做出详细阐述。

通常情况下，经济冲突发生时，人们的对立情绪高涨，民粹主义领袖当选或上台，他们主张进行对抗，于是战争爆发。但这种情况并不是总会发生。历史表明，国家之间存在以下两大类关系，哪一种关系能够存续将会最终决定局势演变的结果。

（1）合作竞争关系：双方会照顾彼此的核心利益，互惠互利。这是一种双赢关系，在尊重和谅解的前提下进行艰难的谈判，犹如集市上两位和善的商人讨价还价，或在竞技场上两支队伍进行友好竞争。

（2）相互威胁关系：双方算计着如何伤害对方，都想恫吓对手使其屈服。这是一种两败俱伤的关系，双方的互动是通过战争而非谈判。

任何一方都可以强行选择第二条道路（进行战争威胁，两败俱伤），但走上合作共赢的道路需要双方共同努力，双方不可避免地要采取同样的方法。

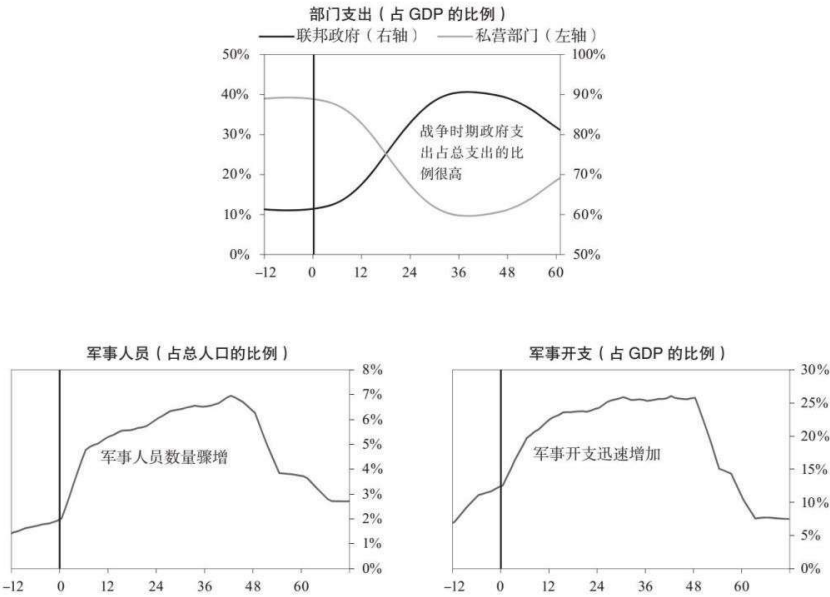
不管选择哪条道路，各方在心里都应该掂量自身和对方的实力。选择第一条路，各方都应明确对方可以施压的筹码，进行最大限度的利益交换，而不能太过咄咄逼人。选择第二条路，各方都应意识到，实力不仅包括打击对手的能力，还包括承受打击的能力。如果未知的因素太多，双方都不清楚谁强谁弱，不知道能给对方多少惩罚和奖赏，那么走第一条路更安全。另一方面，通过第二条路（一场大战）可以确定谁为胜者，谁必须顺从。因此，战后一般都有一段较长的和平时期。在此期间，战胜国制定规则，其他国家遵守，直到下一个周期来临。

经济政策方面，战争期间，最重要的事是持续获得维持战争所需的金融资源和非金融资源。没有哪个国家能够在现有收入的基础上既为战争拨款，又维持适当的正常开支。政府要么举债，要么拥有庞大的外汇储备。一个国家的举债能力在很大程度上取决于该国的信誉度和资本市场的发达程度，尤其是以本国货币计价的债券市场的完善程度。同样，要同时维持战争和过得去的经济环境，持续获得必要的非金融资源也很重要。

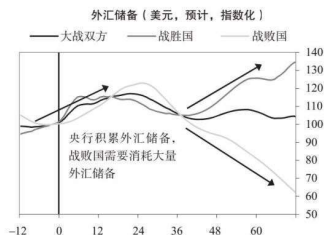
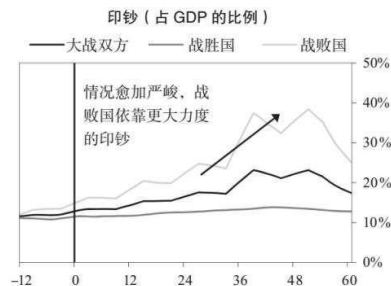
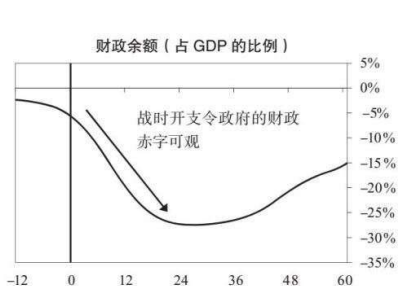
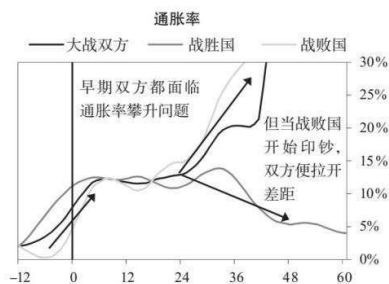
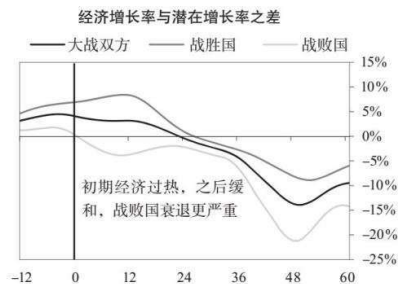
战争结束，进入债务偿还期。债务和战争（无论胜败）会带来

巨大的市场后果。对一个国家及其领导者来说，最坏的结果莫过于既背负了沉重的债务负担，同时又战败了。所以，千万别陷于这种境地，一战后（20世纪20年代）的德国（见第二部分）和二战后（20世纪40年代后期和50年代）的德国和日本就是前车之鉴。

以下各图显示了一国经济在战时发生的变化。多数经济部门转向战时生产，政府靠大量举债弥补巨额财政赤字，大部分劳动力转到军队服役，或从事军工生产。第一张图显示，政府支出相对于私人支出快速增长。后面的图显示了军事开支和军事人员数量的增加，平均来看，军事开支占GDP的比例和军事人员数量占总人口的比例增加了约5倍。例如，在二战期间，20%的美国劳动力为军队服务。



大战结束后，所有国家，无论是战胜国还是战败国，都会背上沉重的债务负担，需要从战时经济回归正常经济。战后军费的大幅削减一般会带来经济衰退，因为工厂被重新改造，军工行业的工人需要重新就业。各国会进入去杠杆化时期，削减巨额的战争债务，采取的办法与其他萧条时期或去杠杆化时期的减债方式相同。从以下各图可以看出，战败国的经济更糟糕。战败国的经济萧条更严重，央行大肆印钞，外汇储备大幅减少，通胀率更高（有时会出现恶性通胀）。



以上是关于战时经济的概要。更多内容请看本书第二部分德国魏玛共和国时期和美国大萧条的案例研究。德国魏玛共和国时期的案例描绘了战败国在战后的状况，美国大萧条案例展示了经济冲突如何引发一系列事件，最终导致战争。建议读者也看看关于二战后美国 and 英国（两个战胜国）的图示。二战后德国、日本和其他战败国的图之所以缺失，是因为战败国的货币、市场和经济遭受巨大破坏，统计数据要么太过荒谬，要么无法获得。

小结

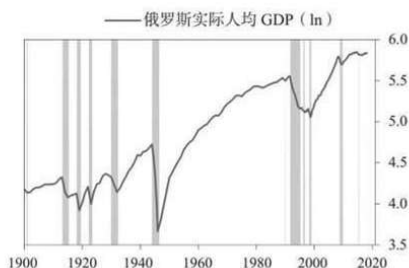
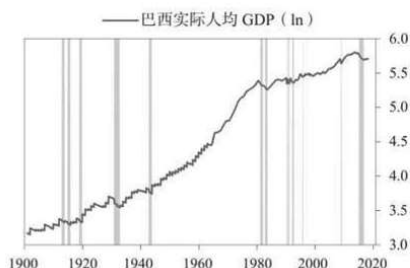
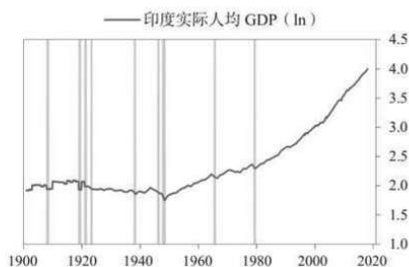
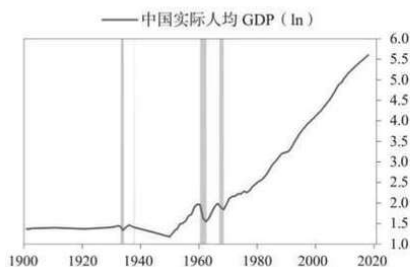
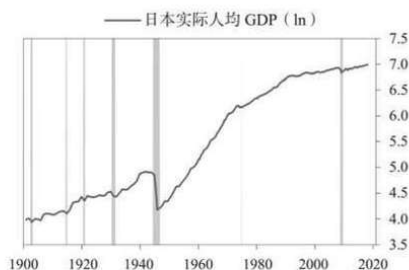
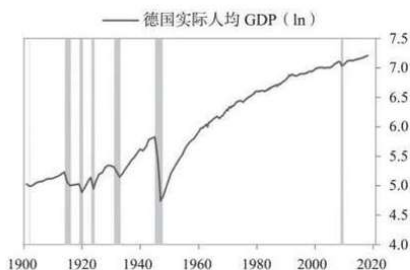
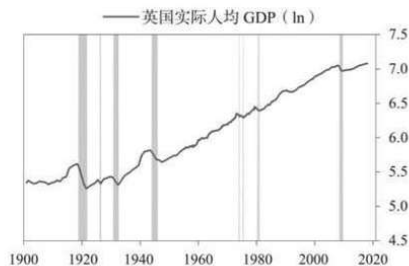
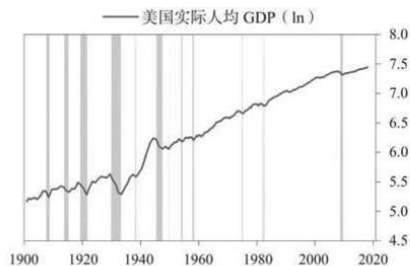
我想重申一下，处理债务危机的精髓在于把不良债务分摊到多年。如果债务以本国货币计价，事情就比较好办。最大的风险不是债务本身，而是决策者缺乏知识或权威，不能采取正确的对策。如果一个国家的债务是以外国货币计价的，决策者就必须做出更加艰难的抉择，无论如何，后果都更加严酷。

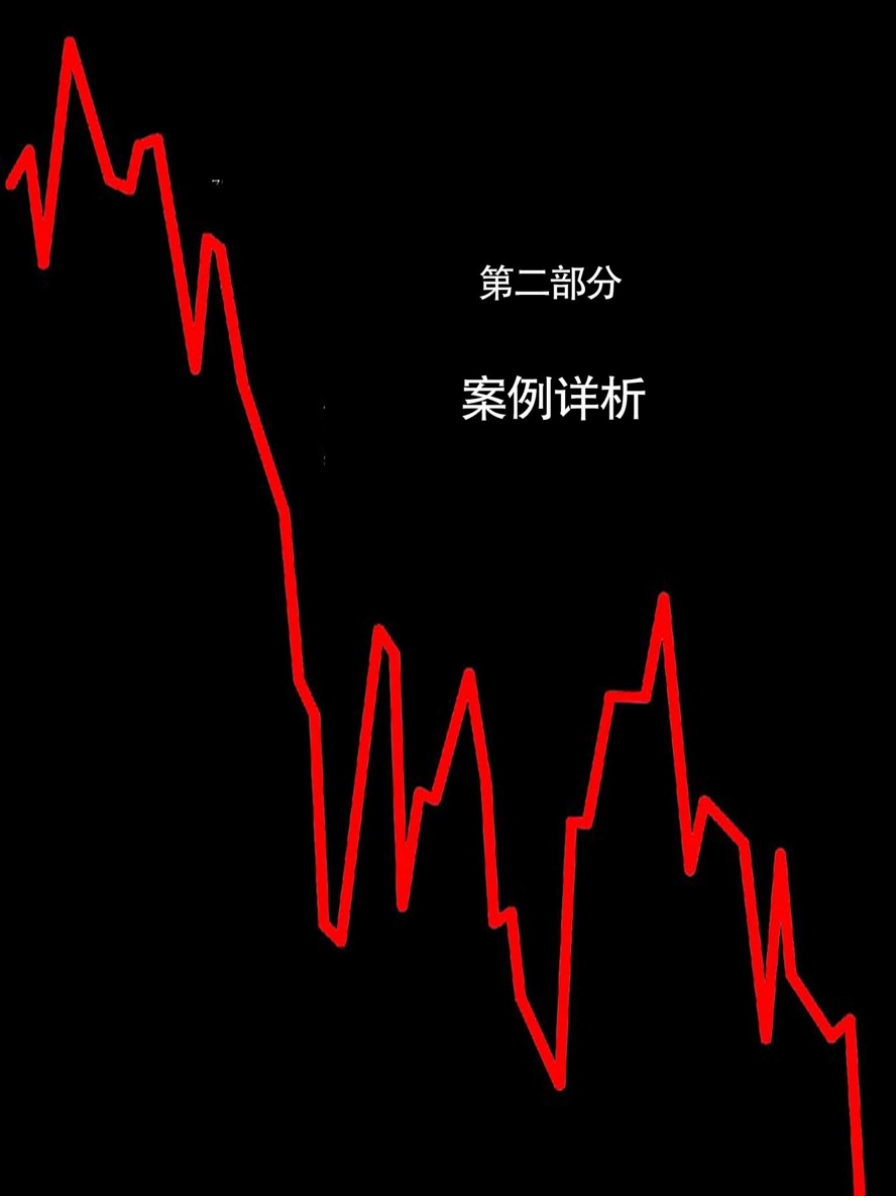
据我个人观察，不同国家的决策者在知识和权威方面差异很大，治理危机的效果也大不同。通常，不到危机严重之时，他们不会采取断然措施。因各国的监管和制衡系统强弱不等，决策者的权力各不相同。监管和制衡系统强大的国家有很多优点，缺点是会因为一些僵化的规则而导致某些必要的政策无法推行。

制定规则的人不可能面面俱到，无法预见所有的可能性。即使最明智、最有权威的决策者也不可能完美自如地应对危机。有时突发意外，决策者必须在短短数小时内拿出解决方案，而在现有的法律监管体系内并没有明确的规则可循。

制衡体制通常是为了防止权力过度集中，但有可能加剧危机，因为制衡可能延缓决策的制定过程，导致相关的利益集团设法阻止必要的政策措施的实施。果断采取措施的决策者常常招致各方批评。债务危机期间的政坛往往一片混乱，真相被扭曲，谎言大行其道。

在中短期内（3~10年），这些重大债务危机会对某些人和国家造成毁灭性打击。但从长远来看，其对生产力的影响更重要，这种影响会超过债务危机本身（生产力的波动较小，因而不显眼）。债务危机带来的政治后果（例如民粹主义抬头）可能比债务危机本身更严重。下图显示了各大国的实际人均GDP（取自然对数），为这些重大债务危机（我们称小债务危机为经济衰退）提供了背景。阴影部分表示经济萎缩超过GDP的3%。从图中可以看出，经济增长的趋势远比增长道路上的起伏更为重要。战争对经济的破坏比最严重的经济萧条带来的经济衰退程度更甚（当然，若是说经济萧条引发的政治后果导致了战争也有理可循）。





第二部分

案例详析

德国债务危机与恶性通胀（1918—1924年）

本节详细介绍历史上最具标志性的一场通胀性经济萧条——一战结束时爆发并延续至20世纪20年代中期的德国债务危机与恶性通胀。这场危机为20世纪30年代的政治与经济巨变做了铺垫。与介绍2008年美国金融危机和20世纪30年代大萧条一样，本节参照前文提出的“典型通胀性萧条”理论，详细描述德国案例。尽管德国的恶性通胀发生在一个世纪以前，并且发生在特殊的政治环境下（德国在一战中战败，协约国将巨额战争赔款强加于德国），但是该理论所述的债务周期、经济活动和市场基本原理决定了当年的事态发展。了解了这场通胀性萧条（及以后其他通胀性萧条案例）和通缩性萧条之间的差异之后，就可以知道为何有的经济萧条是通胀性萧条，而有的经济萧条是通缩性萧条了。为了让读者身临其境地感受历史，本节侧栏中摘录了当年的新闻报道。

新闻

1914年7月29日

柏林非常紧张：各大银行将维持储备，力保金库里的黄金

“尽管银行家坚持说，没有理由相信德国会受一场欧洲大战的威胁而发生‘金融危机’，但过去24小时内，形势无可否认地变得更加严峻。储蓄银行的挤兑增多了，银行极不情愿地兑付黄金。”

1914年7月30日

柏林证券交易所谈现金

“黄金日益稀少，快要没有了。柏林储蓄银行的挤兑仍在继续。”

1914年8月2日

德意志银行利率上升

1914年8月3日

帝国银行储存黄金：德国提出不要挤兑黄金的爱国要求

“德国的金融和经济生活自然受到很大影响。帝国银行将利率提高至5%，伦巴第银行将利率提高至6%。对黄金的需求仍在上升，但到目前为止，帝国银行兑付的黄金相对较少。”

1914年8月12日

德国的银行提供帮助；动员成功，获得资金

1915年3月4日

德国在芝加哥发行债券：银行家请求认购——参战国发行的首笔债券

1915年3月10日

德国的银行没有黄金了，政府号召爱国民众用储存的黄金购买战争债券

1915年4月10日

德国面临巨额债务，一年5亿美元，税收翻番

“德国社会主义工人党报纸《前进报》在讨论新的战争预算时，计算了战争贷款利息、战时赤字和战后还本付息金额，计算结果意味着所有现有税收将翻番。每年的支出增加额为6.25亿~7.30亿美元。”

*本书侧栏中所有新闻，除另说明，均摘自《纽约时报》。

1914年7月—1918年11月：一战

一战（1914年7月—1918年11月）为这场巨大的债务危机搭建了舞台。战争期间，德国退出金本位制，积累了大量内债、外债，开始大量印钞来填补不断飙升的财政赤字，出现了第一次货币贬值和通胀。基于1870年普法战争的经验，德国人预计战争很快就会结束，并且相信自己最终会击败协约国，从协约国获得大量赔偿。事实证明，战争异常漫长而昂贵，军费主要是通过发行国内债务解决的。最终，德国非但一无所获，还被迫支付巨额战争赔款。

这是一国逐步积累战争债务而后战败的经典案例（尽管比大多数案

例更极端)，也是一个由外国债权人手握大量外币债权的经典案例。熟悉第一部分“典型通胀性萧条”所述的原理后，读者应该能充分理解危机的进程。

新闻

1915年9月22日

柏林人购买战争债券；据报道，人们争相认购第三批德国债券

1916年3月12日

德国食品危机临近

“刚刚从德国寄来的报纸刊登了许多半官方和看上去经人授意写的文章，强调因协约国的封锁和1915年庄稼歉收造成经济困难。”

1916年3月19日

德国发行**1 040**万美元战争债券

1916年10月9日

第五批德国债券**105.9**亿马克

“柏林宣布债券总额，称认购额超过预期。”

1917年2月24日

德国国会表决**150**亿马克战争债券

“今天德国国会提出150亿马克的新战争信贷……这笔贷款使德国的信贷总额达到670亿马克，按战前汇率计算，相当于167.5亿美元。”

1917年5月21日

德国将借入债券

“交换电讯社驻阿姆斯特丹记者援引《柏林日报》的话说，作为新筹资方式的第一步，德国财政部打算借入德国人持有的所有瑞典、丹麦和瑞士债券及股票。”

1917年7月9日

德国财政

“周六的海底电报报道了第六批德国债券结果，并公布了第九批德国信贷。最新一笔贷款为131.2亿马克。”

1917年9月12日

德国停止向荷兰供应煤炭，以强索贷款

“德国正在采用这种方法施加压力，迫使荷兰满足德国的借款愿望。人们记得，德国不久前对瑞士也施加了类似的压力。”

1917年11月18日

德国艰难获得最近一批贷款

“据寄到伦敦的德国报纸报道，德国政府软硬兼施，成功获得第七批战争贷款，金额达150亿马克（按正常汇率相当于35.7亿美元）。”

背景

与当时大多数国家一样，德国在战争初期奉行金本位制。所有纸币，包括所有政府债券，均可以按固定兑换率兑换为黄金。然而，到1914年，央行（即帝国银行）已经没有足够的黄金按人们期待的那样以固定价格兑换流通的纸币。[\[1\]](#)战争爆发后，精明的德国人急忙将纸币换成金条，给银行系统造成挤兑。几周内，央行和财政部向大众兑付了价值1.95亿马克的黄金（约占其黄金总储备的10%）。[\[2\]](#)为了防止黄金进一步流失，确保银行系统的流动性，避免货币供应大幅萎缩，德国政府于1914年7月31日暂停纸币兑换黄金。[\[3\]](#)政府还授权帝国银行购买短期国库券，并将国库券与商业票据一道作为担保发行纸币。[\[4\]](#)随后的印钞速度很快：到8月底，流通的帝国银行钞票（纸马克）数量增加了约30%。



这是一种典型现象。货币既是交换媒介，也是财富储存手段。当投资者持有许多未来付钱的承诺（即金钱债权），并且该货币的供应与支撑货币的基础绑定时，央行发行这种货币的能力是有限的。当投资者想把债券换成钱花掉时，央行就陷入两难境地：要么违约，要么大量发行货币，而这会导致货币贬值。因此，每当（1）流通的货币量远大于作为（按指定兑换价格）货币的发行基础的黄金储备，以及（2）投资者担心纸币贬值而急于将纸币兑换为黄金时，央行要么减少货币供应（即收紧信贷），要么停止兑换黄金，发行更多纸币。这两种办法都不是长久之计。央行几乎总是选择暂停兑换黄金，并大量印钞，而不选择收紧信贷，因为那样会更痛苦。

新闻

1918年1月16日

柏林的食品日益短缺：被迫实行配给制

“居民生存所需的面包、肉类和土豆几乎完全依赖配给。”

1918年2月18日

德国为填补巨额赤字增加新税种

“来自柏林的发稿表示，德国1918年预算的普通收入和支出赤字为73.32亿马克，而去年赤字为约50亿马克。据称上升的主要原因是国债利息升高。”

1918年3月13日

德国将发行新债券

“据交换电讯社发自哥本哈根的稿件称，德国将在近期新发行150亿马克的战争债券。德国战争债券总额目前已达1 090亿马克。”

1918年4月21日

德国债券越过30亿马克门槛

1918年5月21日

德国汇率下降

“从外汇汇率看，德国已无望击垮西线的抵抗。”

1918年6月13日

德国债券金额达150.014 25亿马克

“据今日柏林发稿称，从军队债券到第八批德国战争贷款的认购量使债券总额达到150.014 25亿马克。”

1918年10月27日

债务超过资产：最新数据显示德国的财政状况

1918年10月27日

金融家预测经济崩溃：他们很早就知道德国正走向经济深渊

1918年11月7日

德国财政接近崩溃点

“债务超过350亿美元，2/5的国民财富已被抵押。”

1918年11月11日

停战协定签署，战争结束！柏林被革命者占领，新总理祈求恢复秩序，被赶下台的德皇逃亡荷兰

大量印钞并让货币贬值，会导致以贬值货币计价的任何东西涨价。人们的财产增值了，有更多的钱花，自然会很高兴。战争时期也是如此。政府试图汇聚全国的经济资源用于战争，通过发行更多货币满足战争开支。印钞可以防止银行体系出现流动性危机或发生经济萎缩——这

两种情况都不利于战事的进行。正因如此，一战的大部分参战国或早或晚都中止了金本位制。

由于战争需要，德国政府大幅增加支出（政府支出占GDP的比例在1914至1917年间增加了2.5倍）。解决这笔支出的资金来源，意味着要么增加新的收入（税收），要么增加政府借款。由于德国国内增加税收存在巨大阻力，而且德国基本上被排除在国际贷款市场之外，因此必须通过发行国内债券筹集军费。[\[5\]](#) 1914年，德国政府的债务负担并不重。到1918年，德国政府的本币债务已累计达1 000亿马克，相当于德国GDP的约130%。

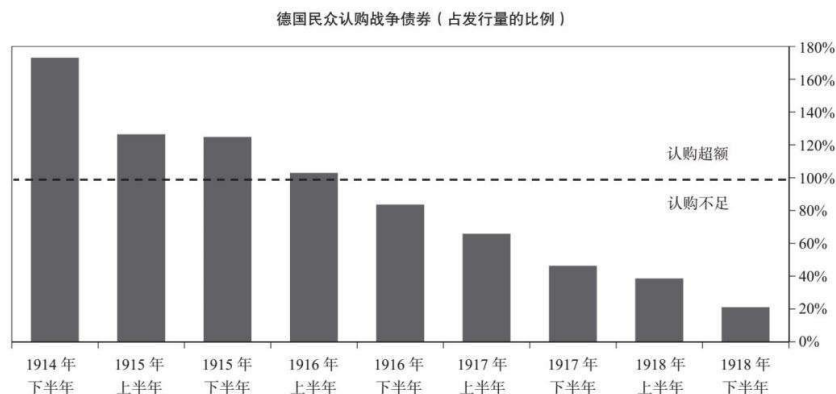


来源：全球金融数据公司

尽管这笔债务金额巨大，但在德国投降和被强索战争赔款之前，大部分是本币债务。[\[6\]](#)决策者明白其中的好处。帝国银行认为，“敌国筹措军费的最大弱点是外债不断增加（特别是欠美国的债务）”[\[7\]](#)，因为它们被迫争抢美元来还本付息。相比之下，德国的大部分战争费用（支付战争赔款之前）来自本币债务，而且债主是德国人。[\[8\]](#)

1916年下半年之前，德国民众愿意也有能力购买政府债券，可以弥补德国政府的全部财政赤字。[\[9\]](#)事实上，战争债券常常被超额认购。然而，随着战争越拖越久和通胀率的加速上升，财政部发现民众已无法再持有更多国债。这不仅是因为赤字规模太大，并且随着战争的进展而大幅增加，而且是因为战时通胀导致实际利率严重为负（在整个战争期间，政府为战争债券支付5%的固定利率，而通胀率在1915年年初攀升至30%以上），导致持有国债的人无法获得足够的补偿。[\[10\]](#)通胀率上升的原因包括战时经济遭受破坏、物资短缺、重要军工产业的产能有

限，以及货币贬值（到1916年，马克兑美元汇率下跌了约25%）。[11] 一些天真的债券持有人仍抱有希望，幻想政府在战争结束后恢复金本位制和以前的兑换率，或者补偿他们因通胀遭受的损失。另一些人则担心他们收回的还款很可能将失去大部分购买力，因此抛售马克债券。[12]



德国的货币仍然是有效的交换媒介，但失去了财富储存功能。因此，政府靠借债维持战争开销，因投资者提供的资金不足，帝国银行被迫将债务货币化。这产生了增加货币供应的效果，增加的数额等于没有债券支撑的财政赤字额。由于债务货币化属于通胀性质（经济中流通的货币增多了，但商品和服务的数量不变），所以形成了一个恶性循环——债务货币化提高了通胀率，通胀率升高使实际利率下降，人们不再愿意购买政府债券，于是出现更多的债务货币化。由于赤字规模庞大（在1914至1918年间平均占GDP的40%左右），战争期间的货币供应增加了近300%。[13]

1917年之后，德国民众越来越不愿购买政府债券，央行加快了货币创造的速度，被迫将更多的财政赤字货币化。[14] 虽然流通的马克数量从1917年中期到1918年中期几乎翻了一番，但马克的价值并没有大跌。由于俄国退出战争增加了对德国胜利的预期，这期间马克实际上上涨了。1918年下半年，当德国的败象日渐显露时，马克才开始下跌。[15]



来源：全球金融数据公司

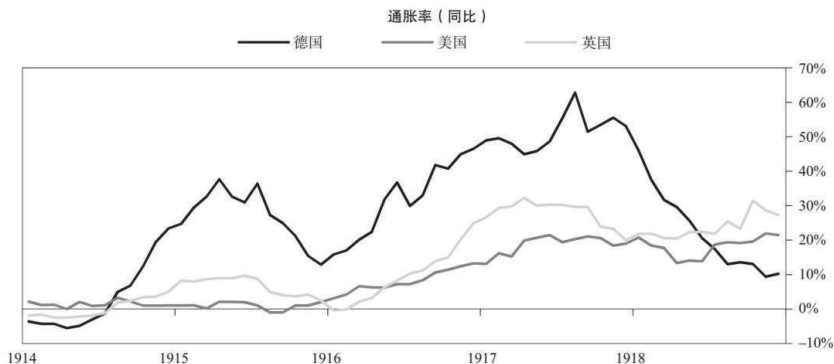
在战争的最后两年，德国政府开始借入外币债务，因为国内已难寻愿意接受以马克还款的贷款人。[\[16\]](#)一个国家被迫借入外债，这是一个不好的迹象。到1918年，帝国银行和私营企业分别欠下约25亿金马克的外债。[\[17\]](#)金马克是人为规定的纸币兑换黄金的单位。1914年，1金马克等于1纸马克。[\[18\]](#)因此，50亿金马克的债务是以黄金计价的债务，等于1914年可以用50亿马克购买的黄金数量。

与本国债务不同，硬通货（外币和黄金计价）债务不能通过印钞消化掉。债务人必须用黄金或外汇来偿还债务。虽然硬通货债务不到德国总债务的10%，但仍然超过德国的全部公共黄金储备。[\[19\]](#)德国希望一旦打赢战争，马克就会升值，这些外债就容易处理了。当然，战败国将被迫承担德国的大部分外债和内债。[\[20\]](#)

决策者认识到，如果德国输掉战争或者不能获得大笔赔款，那么靠硬通货还债会极其困难。德国帝国银行行长鲁道夫·哈芬施泰因称：“如果我们不能获得大量战争赔款，还债将会非常困难。”[\[21\]](#)德国经济学家埃德加·雅菲认为，除非英国承担德国1/3~1/2的战争成本，否则，一旦德国民众了解到内债只能用贬值的货币偿还，政府机构和私营企业会争夺外汇来偿还外债，结果将是“货币崩溃”的“巨大灾难”。[\[22\]](#)

打破与黄金的挂钩，将不断扩大的财政赤字货币化，加上战时经济破坏和物资短缺，导致马克汇率下降和通胀率上升。到1918年年初，马克兑美元汇率下降了约25%，物价升至原来的三倍。

然而，在一战的背景下，这是非常典型的现象，这是大多数国家为战争筹资的方式。德国的通胀率固然很高，但并没有明显高于其他参战国。[\[23\]](#)只有少数参战国陷入恶性通胀，我很快会解释原因。



我指出这一点，是想强调这样一个事实：一战（以及债务货币化）并不是德国战后通胀性萧条的直接原因。正如关于典型债务危机的原理部分所述，尽管所有国家和货币都可能发生通胀性萧条，但在具有以下特征的国家里最为常见。

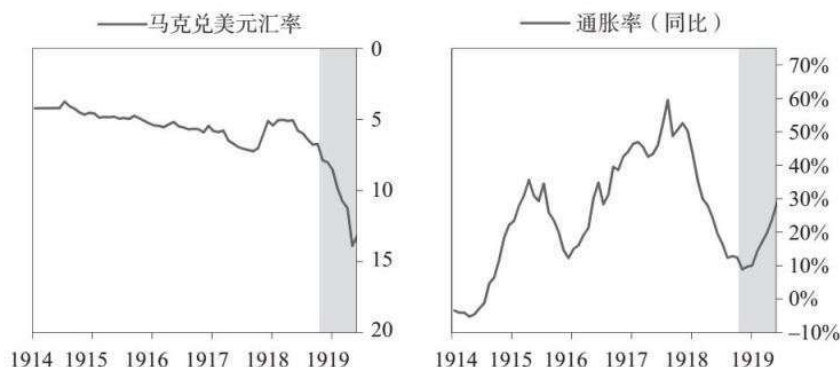
- ． 没有储备货币：全球投资者不会选择该国货币或债券来储存财富。
- ． 外汇储备较少：防止资本外流的缓冲很小。
- ． 外债规模较大：如果外币的利率或汇率上升，或者以该货币计价的信贷供应出现短缺，那么债务成本就会上升。
- ． 预算或经常账户赤字规模庞大，不断增加：因此需要举债或印钞来弥补赤字。
- ． 实际利率为负：贷款人不能因持有该国货币或债券而获得足够的补偿。
- ． 曾有过高通胀和货币总回报率为负的历史：人们对该国货币或债券的价值缺乏信心。

到战争结束时，德国经济符合上述所有条件。德国战败意味着马克不会成为战后储备货币。德国已经欠下大量外债，而协约国很可能会迫使德国支付一笔额外的战争赔款。德国的外汇储备不够偿还现存的外债，更不用说支付赔款了。实际利率严重为负，持有德国货币或债券的人几乎得不到补偿。预算和贸易赤字也很庞大，这意味着德国将继续依赖借贷和货币化来支出与消费。最后，由于通胀率很高，央行超发

货币，马克的总回报率为负，这一切已经开始降低人们对德国货币和债券作为财富储存手段的信心。

1918年11月—1920年3月：《凡尔赛和约》和第一次通胀

1918年11月德国投降的消息引发了德国资本外逃的浪潮。德国民众和企业不了解和约条款会是什么样，也不知道德国政府如何支付巨额战争赔款，因此争相把财富兑换为战胜国的货币和资产。在随后的几个月里，马克兑美元汇率下跌约30%，德国股市几乎跌去一半市值，而以马克计价的政府债务增加约30%，几乎所有这些债务都必须由央行进行货币化。结果，货币供应增长了约50%，通胀率攀升至30%。



来源：全球金融数据公司

新闻

1918年11月12日

叛乱仍在全德国蔓延

1918年11月23日

艾伯特和哈斯否认银行将被没收：维护战争债券

“数周以来，甚至在革命之前，德国各地的银行不断遭遇挤兑，不仅造成货币极度匮乏，而且包括柏林在内的许多城市的银行被迫发行代币券。”

1918年11月27日

坚持要德国人补偿；如果德国想逃避战争赔款，协约国可能占领帝国

1918年11月30日

柏林的高死亡率：去年平民死亡人数比出生人数多**15397**人

1919年5月1日

德国人有信心影响协约国

1919年5月1日

德国将失去**70%**的铁矿和**1/3**的煤矿

1919年6月2日

未来会发生什么让德国人担忧：协约国反对德国的反提案，引发大量悲观情绪

“‘未来会怎样？’这是每个德国人都在问的问题，已知协约国报界对德国的反提案几乎持一致的敌对态度，问题的答案非常悲观。”

1919年6月6日

德国人将财富偷运出国

“有些人只是想逃避即将到来的高税收……政府将不允许将现金汇出国，因此商人将马克偷运到国外低价出售，进一步降低了马克的价值。”

1919年6月8日

如果德国不签署和约，饥饿将至

“如果敌国不愿签署和约条款，协约国准备实施比以往任何时候都更严厉的封锁。”

1919年6月15日

看到德国人每年缴税**75**美元

“对于用血汗钱支付进口食品是否明智，威塞尔部长表示怀疑。”

1919年6月28日

德国人抵达凡尔赛宫，今日将签署和约

尽管人们初步乐观地认为和约最终条款不会特别严厉，但仍然发生了资本外逃。许多德国谈判小组成员希望赔偿仅限于德国军队在其所占领土地上造成的损失，并且主要用货物而不是货币赔偿。[\[24\]](#)美国总统伍德罗·威尔逊强调民族自决，这也使许多德国人相信，未经至少一次公投，协约国不会吞并德国领土。因此，许多德国人期望他们的国家在战后能保持领土和经济产能完好无损，而且赔偿负担不会过于沉重。[\[25\]](#)

当《凡尔赛和约》的最终条款被披露时，德国人惊呆了。德国将损失12%的领土、10%的人口、43%的生铁生产能力和38%的钢铁生产能力。[\[26\]](#)德国还须向协约国公民赔偿战争期间（在德国境内和被占领土内）被德国没收的所有财产，但对德国人在国外被没收的财产（包括实物资产和金融资产）不予赔偿。德国政府必须承认所有战前对协约国债权人的债务，包括私人债务。至于战争赔款，战胜国将在1921年成立一个委员会，评估德国的支付能力，让德国政府陈述意见，最终确定赔款数额。在此之前，德国应支付相当于200亿马克的黄金、大宗商品、船舶、证券和其他实物资产，以补偿协约国的占领费用。[\[27\]](#)

新闻

1919年8月3日

德国的资源落入协约国手中

1919年8月9日

德国人同意财政部长的统一计划

“决议批准了埃茨贝格尔的统一帝国税收计划，取消了各州征税的权利，引起了激烈争议。”

1919年8月10日

马克进一步走低

“德国马克在德国周边的中立国不断贬值，昨天在瑞士跌至历史最低点，报价35生丁，而不是和平时期的125生丁。”

1919年8月11日

德意志银行有数十亿马克纸币：报告承认，庞大的数字并不表明德国工商业取得实际增长

“管理层指出：‘确实，运营成本不可思议的上升是由于我们的货币贬值.....但实际上也因为劳动力产出下降和工作日缩短造成人员需求上升。’”

1919年9月7日

德国加大征税力度：税务人员有权搜查居室，撬开箱子

1919年9月13日

德国工业迅速复苏

“英国观察家说，进展比任何其他国家都快。”

1919年9月18日

马克跌至德国历史上最低点

“财政部长马蒂亚斯·埃茨贝格尔今天召集银行家和其他金融家开会，讨论马克贬值和其他金融问题。”

1919年9月26日

德国人在重税问题上不和；埃茨贝格尔暗示，如果反对力量增强，政府将辞职

1919年10月20日

德国钢铁产量上升：7月数据显示近几个月大幅增长

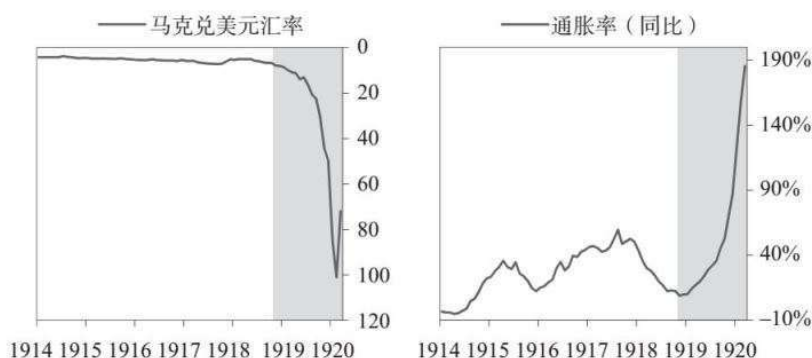
1919年11月15日

不接受德国货币；汉诺威商人拒绝以低汇率购买的现金

“外国人用外币按目前的低汇率兑换马克，然后在德国购买商品，鉴于此，许多汉诺威商人拒绝向这些外国人出售商品，但接受按和平时期的汇率兑换的外币。”

德国别无选择，只能接受这些条款，否则将面临被全部占领。德国在1919年6月28日签署了《凡尔赛和约》。这引发了马克汇率再次大幅下挫，[\[28\]](#) 1919年7月—1920年1月，马克兑美元汇率下跌了90%。通胀率飙升，到年底达到140%。马克贬值的主要原因仍然是德国人急忙

将资产转移出国，因为他们有理由担心这些债务会让德国政府难以（即使可能）用硬通货来偿还。要做到这一点，德国将不得不征收高额税收和没收私人财产。鉴于私人财产面临危险，人们抛售本国货币和转移资产出国就不难理解了。



随着马克贬值，负有外债的德国债务人发现实际债务成本飙升。他们尽可能多地偿还外债，因此马克充斥外汇市场。这进一步削弱了马克，引发了一轮又一轮的资本外逃。在债务和国际收支危机期间，对于背负大量外债的国家，这种现象也很常见。当时一位著名的汉堡工业家指出：“如果现在每个人都偷偷出售马克还债，我们就在走向自我毁灭。如果事态继续发展下去，马克将无法使用。”^[29]

需要明确的是，此时印钞并不是货币贬值的根源，而是货币贬值导致印钞。换句话说，抛售货币和资本外逃才引发了货币贬值，然后推动通胀率上升。这是通胀性萧条发生的典型方式。

自然，随着人们抛售货币和债券，央行只有以下两种选择：（1）允许流动性和债券市场大幅紧缩；（2）印钞以填补空白。央行通常会选择印钞来填补空白，这样会导致货币贬值。货币贬值虽不利于进口和偿还外债，但对一国经济和资本市场有刺激作用，这在经济疲软时期是有益的。货币贬值促进出口，提高利润率，因为一国的商品在国际市场上变得更便宜了。同时，货币贬值增加进口成本，支撑国内产业。货币贬值还会使以本币计价的资产增值，金融资产以全球货币计价变得更加廉价，因此会吸引外资进入。

1919年7月—1920年3月，马克贬值和负实际利率刺激了德国经济及股票与大宗商品市场。

新闻

1919年11月29日

德国债券市场繁荣

“帝国战争贷款和城市债券吸引美国投机者。”

1919年12月1日

德国限制出口以免被掏空

“政府担忧‘卖光德国’的过程持续不断，最终被迫制定大力限制出口的临时措施。”

1919年12月5日

埃茨贝格尔提出宏伟的税收预算；在德国战后重建中，对最高收入群体征收**60%**的所得税

“在讨论德国战后经济义务时，埃茨贝格尔先生说，国家面临的问题要求所有公民如同在战争时期一样团结一致。他希望未来的税务报告能够加快民主进程，并为在战争废墟上建设新德国做出贡献。”

1919年12月17日

德国债券滞销；认购额仅**38亿**马克，而非预期的**50亿**马克

“政府对溢价债券销售失败感到非常失望，初步数据显示很难取得埃茨贝格尔及其同事所期望的成功。”

1920年1月2日

柏林证券交易所在和约预期的刺激下变得活跃

“这主要是因为德国在签署和平条约方面与协约国达成了谅解，并期望获得更好的进出口条件。”

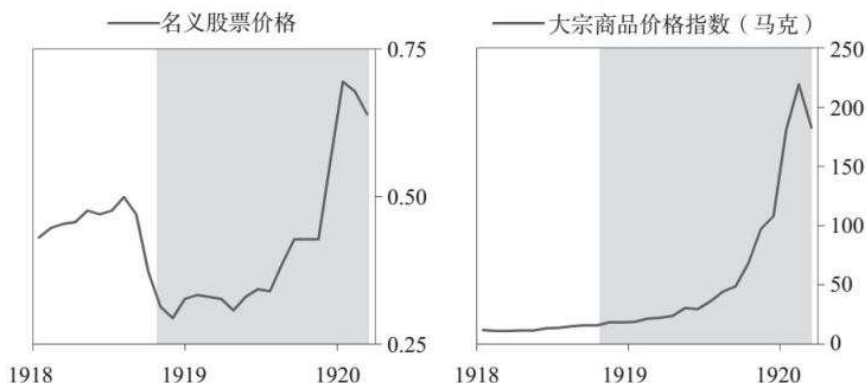
1920年1月23日

埃茨贝格尔平静面对对手批评

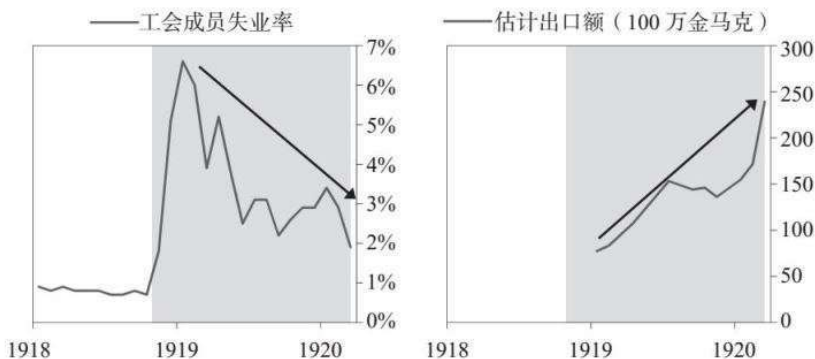
1920年1月26日

德国人开始撤离因和约失去的领土

“根据《凡尔赛和约》的规定，但泽将成为一个自由市。德国人准备撤离但泽，今天上午德国军队举行了最后一次阅兵式。”



出口行业也蓬勃发展，失业率下降。由于实际工资仍然很低，企业利润率上升。可在下图中看到失业率下降和出口增长。（请注意，当时的所有失业统计数据仅显示工会成员的失业率，因此可能低估了德国失业率和困难的真实情况，但确实表明就业状况正在改善。）



也有人希望马克贬值只是一次性贬值，这样能鼓励出口和减少进口，使德国的国际收支恢复平衡。一位德国高官说：

我认为，我们严重受困的货币可以很好地消除国外对德国的仇

恨，消除敌对国家不愿意与我们交易的戒心。美国人用美元购买我们的商品，1美元不再值4.21马克，而是值6.20马克，他们会重新喜欢上德国的。[30]

新闻

1920年1月31日

柏林的金银价格上涨；德国人为经济崩溃做准备，用**500纸马克兑换20金马克**

“德国货币汇率前所未有的下降引发了商界和公众的严重恐慌，导致金币和银币价格暴涨。为最坏的结果做准备，许多人开始囤积金银。”

1920年2月14日

法国有意修改和约，但不会考虑减轻德国的负担

“法国想通过修改和约谋利，而英国主张的修改意见将减轻德国的负担。”

1920年3月14日

军队推翻艾伯特政府；东普鲁士泛日耳曼党的卡普宣布自己为德国总理

“今天上午，德国发生反革命暴动，暴动分子成功将艾伯特政府赶出柏林，在首都建立了新政府。”

1920年3月28日

德国人对卡普暴动的怒火上升

“人们对逮捕和起诉暴动分子不力感到愤怒。工人威胁再次罢工，要求士兵立即从鲁尔区撤出。”

1920年4月12日

尽管马克升值，但德国物价上涨；食品状况恶化，人们的健康状况持续下降

“柏林金融界正在恢复元气，马克持续改善。”

1920年5月16日

德国打击奸商之战失败

“尽管柏林努力控制物价，同时马克升值，但物价继续飙升。自1914年以来，物价上涨了650%。1920年头两个月，生活必需品价格上升约17%。”

1920年6月20日

德国人欢迎钢铁降价

“钢铁生产商宣布自6月1日起降价，煤炭生产商也宣布不会涨价，德国报界普遍欣然表示，这是基础工业价格已触顶的具体例证。”

1920年6月23日

德国食品前景

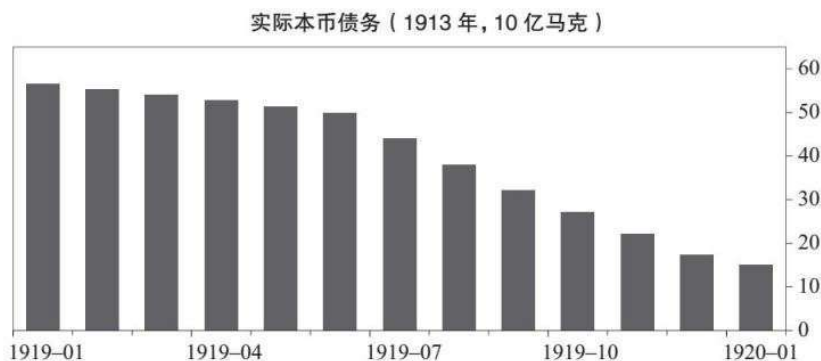
“农作物产量未达到预期，农场工人威胁罢工，据报道发生食品骚乱。”

德国决策者也开始考虑解决国内债务负担和财政赤字的方法。一位官员谈到自战争结束以来的政策时说：“我们所做的一切就是不断印钞。”^[31]为了减少赤字，增加收入以偿还债务，财政部长马蒂亚斯·埃茨贝格尔提出了一项全面的税收改革方案。这项被称为“埃茨贝格尔金融改革”的一揽子计划将对收入和财产征收高额累进税（最高所得税税率接近60%，财产税税率达65%），在富人和穷人之间进行财富转移。^[32]

埃茨贝格尔的改革计划于1919年12月获得通过，计划将帝国的直接税收比例提高到75%（1914年为约15%），并将在1922年以前取得足够的收入来支付除战争赔款以外的所有政府开支。^[33]改革之前，政府的大部分收入来自公共企业（主要是铁路），以及出口、进口和煤炭关税。

眼见货币疲软的好处，许多德国决策者主张用货币贬值和通胀（因进口价格上涨和央行印钞）来有效替代“没收式征税”。^[34]其中一位官员是弗里德里希·本迪森博士。他认为：“每一次大规模征税都会削弱我们的生产力，减少收入，最终导致帝国经济崩溃……只有将战争债务货币化才能获救。”^[35]通胀将“清洗掉”德国的本币战争债务，让它“在新货币的基础上开始新生活”。尽管央行明确拒绝该计划，但也认为局势可能“终究会朝着这个方向发展”。事实确实如此：通胀率攀升至将近

200%，到1919年年底，德国国内战争债务负担降到1918年价值的25%左右。可以想象，为防止财富被稀释或被没收，富人争相购买外币和实物资产。[36]



除了让通胀“自然”降低实际债务负担外，央行的另一个方案是紧缩货币政策，结果将是一场通缩性衰退。这样，德国政府偿还债券持有人的金额更接近当初债务的真实价值，但这也会抑制国内信用创造和需求，从而产生大量失业。德国面临典型的两难困境：是帮助那些看好货币的人（即持有该货币计价债券的债权人），还是帮助那些看空货币的人（即债务人）？在经济危机中，政府更可能采取将富人财富重新分配给穷人的政策。这是因为穷人的生活每况愈下，而且穷人的数量大大超过富人。

当时，减轻债务负担和重新分配财富比维持债权人的财富更重要。失业率仍居高不下，到处粮食短缺，前线大批复员的士兵需要就业，重新回到国民经济中。与经济萧条中常见的那样，资本家和工人之间的冲突在欧洲各地上演。1917年，俄国爆发十月革命，共产主义思想在全世界传播开来。英国传奇经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯在评论当时通胀与通缩之间的选择时写道：“通胀是不公正的，通缩是不适宜的。在这两者中，或许通缩更不可取，因为在贫困的世界中引发失业，要比让食利者（资本家贷款人）失望更糟糕。”[37]

尽管经济活动水平非常低，但到1919年年底和1920年年初，德国已通过通胀消化掉了大部分国内债务，通过了一项全面税收改革方案以创造新的收入，经济活动开始回升。战争赔偿方面也有一些好消息。为了缓解德国与协约国之间不断加剧的紧张局势，协约国邀请德国自己提

出赔款数额的方案。批评赔偿方案过于严厉的人，如凯恩斯等人，在海外官方人士中获得越来越多的支持。马克汇率也开始趋于稳定。[38]

然而，德国左翼和右翼之间的冲突依然激烈。1921年3月，由沃尔夫冈·卡普领导的右翼民族主义团体企图推翻魏玛政府，建立一个独裁君主制政权。工人拒绝与新政府合作，宣布总罢工。几天后，政变失败。[39]“卡普暴动”虽然彻底失败，但提醒人们德国的政治环境仍然脆弱，也再次证明，去杠杆和经济萧条带来的经济困难可能导致左翼或右翼民粹主义与反动派领导人上台。

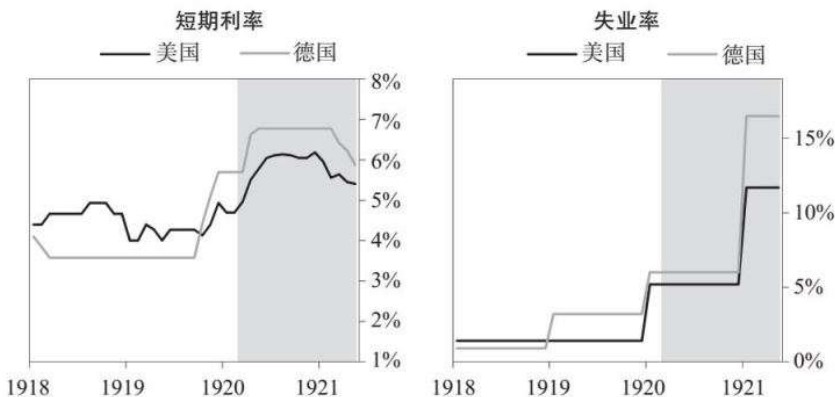
一位柏林的企业主不无沮丧地说：

我们又开始工作了，比以前更加卖力……在伦敦，越来越多的人认识到，实施《凡尔赛和约》是一个可怕而愚蠢的政治错误，因此汇率开始回升……而就在这时，在一个臭名昭著的反动派领导下，军队再次毁掉这一切。我们的工人被迫举行总罢工和游行示威。这是徒劳，达不到任何目的。[40]

1920年3月—1921年5月：相对稳定

1920年3月—1921年5月的14个月是一段“相对稳定”的时期。[41] 马克停止下滑，物价保持稳定，德国的经济表现好于其他发达国家。德国并没有像许多人预料的那样因政治、经济混乱而崩溃，而那些做空马克的人也损失惨重（一个著名的例子是，凯恩斯本人在交易中损失了约13 000英镑）。[42]

当时的背景是，全球经济在美国和英国紧缩货币政策的推动下严重收缩。例如，1920—1921年，美国工业生产下降20%，英国工业生产下降18.6%，而它们的失业率分别升至22%和11.8%。[43]



来源：全球金融数据公司

与其他央行不同，帝国银行实行非常宽松的货币政策——1922年前的折现率一直维持在5%。[\[44\]](#)当信用状况恶化时，帝国银行还定期干预，注入额外的流动性。例如，1921年春，当商业流动性适度紧缩时，帝国银行加快购买商业票据（未偿商业票据从3.1%增至9%）。[\[45\]](#)财政政策也保持宽松，1920年和1921年的实际支出（不含战争赔款）均有所增加。[\[46\]](#)预算赤字虽然缩小，但规模仍然很大——约占GDP的10%，而且继续通过发行浮动债券支撑。

新闻

1920年6月2日

德国债务达2 650亿马克

1920年9月17日

汇率下跌突袭柏林；资本税提案、金融混乱和绝望情绪被认为是下跌原因

“德国再次陷入低谷。今天马克再次大幅下跌，210马克兑1英镑，这意味着马克在过去6周内贬值40%。”

1920年10月3日

德国告别战时淡啤酒

“柏林人现在享受和平时酒精度为8%的啤酒——小费也恢复了。”

1920年10月7日

德国纺织品出现前所未有的繁荣，许多毛纺棉花公司宣布取得巨额利润

“德国纺织业最近再次进入英国市场，今年取得了惊人的成绩，让和平年代的业绩黯然失色。几家大企业发布年度报告，宣布股息。”

1920年11月2日

德国工业获得大订单

“从一次德累斯顿会议上获悉，客户已下价值数百万马克的订单，并安排付款。缺煤是障碍，可能妨碍贸易扩张。”

1920年12月19日

德国外贸：今年进出口取得显著成就

1920年12月23日

战争赔偿问题几近解决

“布鲁塞尔会议休会，德国人接受协约国的改革建议。预计会达成全面协议。”

1921年1月7日

德国股市快速攀升

“战争结束以来，德国工业迅速发展，表现于德国大企业在股票交易所令人瞩目的股价上。”

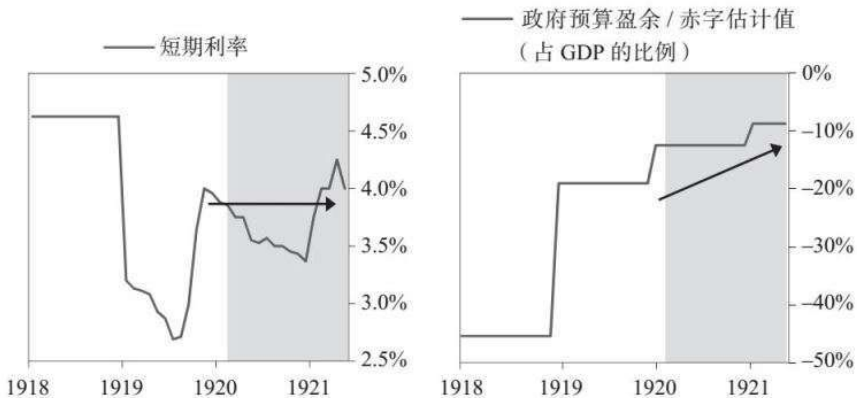
1921年1月27日

法国人对赔偿表现出犹豫

“是想要德国衰败无力还是有能力赔偿但国力强大，法国人迟疑不决。”

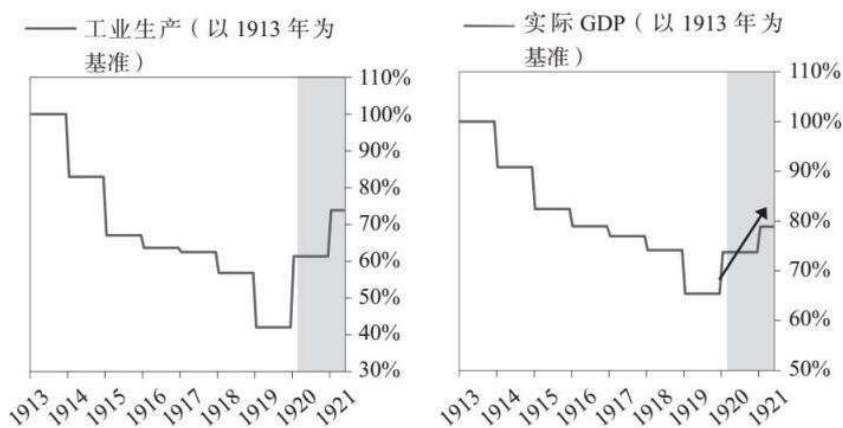
1921年2月20日

德国的贸易不断增长



来源：全球金融数据公司

刺激政策使德国摆脱了全球经济收缩，保持了相对良好的经济状况。1919—1921年，工业生产增长了75%！但是，如下图所示，经济活动水平仍然极低（例如，工业生产和实际GDP远低于1913年的水平），德国社会存在大面积贫穷困苦。这个阶段应被视为一个较长经济萎缩期内的短暂增长期。



由于国内通胀压力被全球通缩力量抵消，德国经济活动增加和通货再膨胀政策并未在1920年3月至1921年5月令通胀率上升。美国和英国的进口价格下跌约50%，而资本流入增加，帮助表现良好的德国稳定了货币，从而使货币供应速度减缓。如下图所示，这是一个重大转变。马克反弹，通胀率下降，到1921年年初，德国物价自1914年以来首次停止上涨。

新闻

1921年2月26日

德国人可能请求延迟赔偿，据说反对立即确定赔偿总额

“《纽约时报》记者据可靠消息称，德国在伦敦提出的建议包括要求延迟确定赔偿总额，以便获得经济复苏的时间。有人认为，这将使协约国重新评估德国的真实赔偿能力。”

1921年4月2日

大宗商品价格、谷物价格降至新低——粮食供应普遍疲软

1921年4月3日

全球物价下跌的范围

“上周，小麦价格下降至1915年以来的最低水平，玉米和燕麦价格跌至战前价格，棉花价格低于许多战前年份，铜价处于1914年以来的最低位。这增加了人们对不同国家物价普遍下跌范围的关注。”

1921年4月3日

德国发生通胀

“《法兰克福日报》德国大宗商品平均价格指数，取1920年1月1日的平均价格为100，目前3月的数字为131，2月为136，1月为148，而1920年5月为156，这是历史最高点。”

1921年4月9日

德国照会要求取得全部上西里西亚

“德国大使昨晚向法国外交部递交了一份500页的文件，要求将全部上西里西亚（一个重要的煤矿和工业区）交给德国。”

1921年4月16日

德国人寄希望于借债

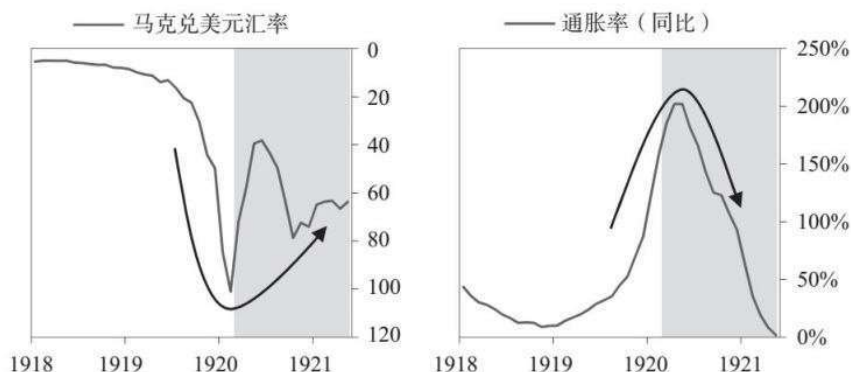
1921年4月23日

白里安决心索要赔偿，他宣称，激烈行动将说服德国支付赔款

1921年4月30日

柏林内阁现在可能被迫辞职：发现除了完全屈从巴黎的要求外，无法避免进一步惩罚

“今晚许多人议论，由于内阁未能让美国调停战争赔偿纠纷，可能会有一场内阁危机。政界正在讨论，如果总理费伦巴赫和外交部长西蒙斯拒绝签署巴黎的要求，谁将接替他们。”



外国对德国经济也相当乐观。实际上，德国成为投资新热点，外资涌入，填补了不断增长的贸易逆差。当时一些评论家把大量外资流入德国的现象称为“巨大的”投机泡沫，凯恩斯甚至称其为“有史以来最大的泡沫”。许多大量买入马克的人都是新买家，而他们之前对市场没有一丁点儿经验——这是泡沫的典型迹象之一。凯恩斯指出：

从首都大街上的普通人……到西班牙和南美最偏远乡镇的理发师助理……都抱有同样的看法……德国是一个伟大的强国；总有一天它会复苏；当德国重新站起来时，马克也会复苏，这将带来巨大的利润。[\[47\]](#)

到1921年，德国七大银行中近1/3的存款是外国人提供的，当时外资流入的规模可见一斑。[\[48\]](#)这些投机性资本的流入带来了马克的相对稳定。这也减少了央行对经济增长与通胀的取舍考虑，因而为央行减轻了负担。正如我在典型债务危机理论部分所述，当资本流入一个国家时，它往往会降低该国的通胀率并刺激经济增长

率（在所有其他条件相同的情况下）；当资本撤离时，就会出现相反的状况，使央行更加难以应对。

大量资本流入也意味着德国经济越来越依赖“热钱”（即可能瞬间撤出的投机性投资），需要这些热钱源源不断地填补财政赤字和国际收支赤字。[\[49\]](#)正如任何国际收支危机的泡沫阶段通常所发生的那样，日益依赖资本流入来维持支出和经济活动水平使经济复苏变得脆弱，任何小事件都可能改变人们对德国经济前景的看法。

新闻

1921年5月1日

可能在5月7日调动部队：法国军事计划要求在两天内占领鲁尔

“待占领领土当然受制于伦敦最高委员会会议上做出的决议。”

1921年5月2日

法国开始动员，协约国将向德国发出最后通牒

1921年5月3日

法国开动战争机器

“来自华盛顿的建议显示，美国政府反对对德国采取军事行动，这强化了英国反对法国计划的立场。”

1921年5月6日

白里安先生在巴黎面对批评者

“白里安总理今晚在外交部接受采访时称，如果德国接受了协约国的条件却食言，法国将在不另举行协约国会议的情况下采取军事行动。”

1921年5月8日

德国钞票的流通量增加

1921年5月8日

德国债券的前景

“赔偿委员会提出计划，让德国发行一系列债券，以换取协约国取消德国的债务。纽约的国际银行家昨日评论该计划称，只有在债券得到协约国政府的认可之后（计划要求德国向协约国政府交付债券），债券才能在纽约市场上顺利出售。”

1921年5月15日

德国股票交易繁荣

“市场认为德国会支付战争赔款，这一信心支撑马克上扬。”

1921年5月24日

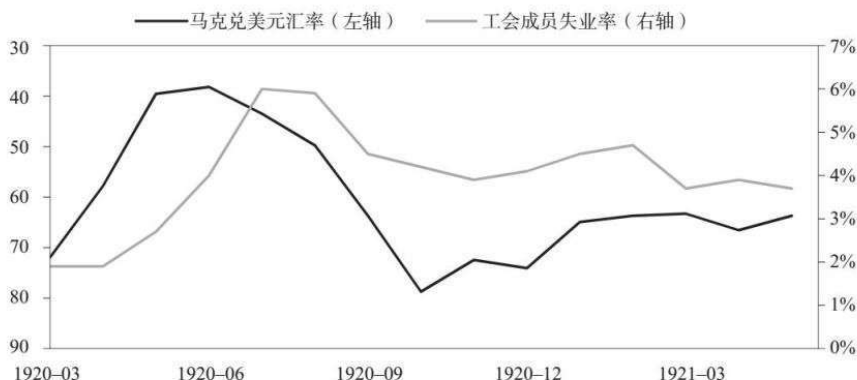
法国警告德国，进入西里西亚将被视为战争

1921年5月27日

柏林明日向协约国支付2亿美元

“将以美元国库券完全支付5月31日的赔款。”

马克在1920年年初大幅升值，这对决策者来说并不是一件好事。为了维持德国的出口竞争力，增加就业，积累硬通货储备，马克贬值是必不可少的，而且被认为是“不幸中的万幸”，否则德国将没有可能出口商品。[\[50\]](#) 马克上扬严重打击了出口，商会甚至认为工业实际上已经“停摆”。[\[51\]](#) 失业人数飙升，工会报告失业人数增加了两倍。出于这些原因，德国经济部于1920年3—6月出手干预，人为压低马克，刺激就业。干预措施起效了。马克再次贬值，竞争力得以恢复，失业率又开始回落。[\[52\]](#)



在此期间，德国的决策者更关心不断蔓延的通缩，而不是刺激政策可能导致的通胀。失业率上升以及可能造成的潜在社会动荡，被认为比物价重新上涨更具威胁性。重建部长告诉一位知名的实业家：

我并不害怕通胀……如果在英国全面爆发的危机没有蔓延至德国，我们应该提高印钞机的效率，开始国家重建工作。这将使我们建立起一座抵御危机的大坝。[53]

当然，马克汇率的稳定、通胀率和经济状况仍然取决于大量流入德国的投机热钱与稳定的国际收支。

1921年5月：伦敦最后通牒

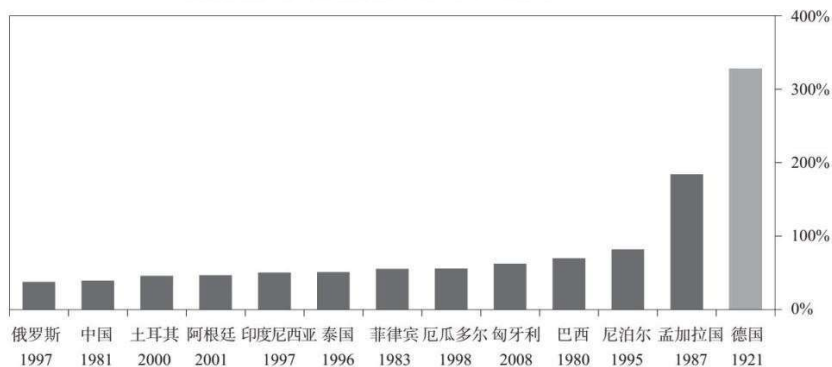
随着协约国于1921年5月发出“伦敦最后通牒”，德国与协约国之间关于战争赔偿的争议达到白热化。最后通牒的内容是，如果德国不接受新的赔偿方案，协约国威胁将在6天内占领鲁尔盆地。赔款总额最终确定为1 320亿金马克（相当于德国GDP的约330%），其中500亿金马克将按季度支付，每年支付约30亿金马克。这等规模的偿款负担相当于德国GDP的10%左右或德国出口收入的80%。[54]还有700亿金马克，一旦协约国认为德国有能力支付，德国就应当开始支付。德国不仅必须偿还巨额硬通货债务，而且面临利息负担随时增加两倍的威胁。

协约国提出的赔偿要求巨大，击碎了市场对双方达成更具和解性协议的期望。赔款支付方式也让潜在投资者和德国民众感到不安，因为这意味着，如果经济状况改善，偿债负担会更重。[55]作为对比，下面第一幅图展示了德国和其他经济体在陷入通胀性萧条之前的硬通货债务规模，德国魏玛共和国的债务远高于其他经济体。第二幅图展示了1914—1922年德国债务占GDP的比例。

德国的赔偿负担一经公布，马克应声下跌，到年底跌幅达75%。通胀重新登场，同期物价几乎翻了一番。对一位参与签署《凡尔赛和约》的德国名人来说，最后通牒让他最坏的担忧变成了现实。

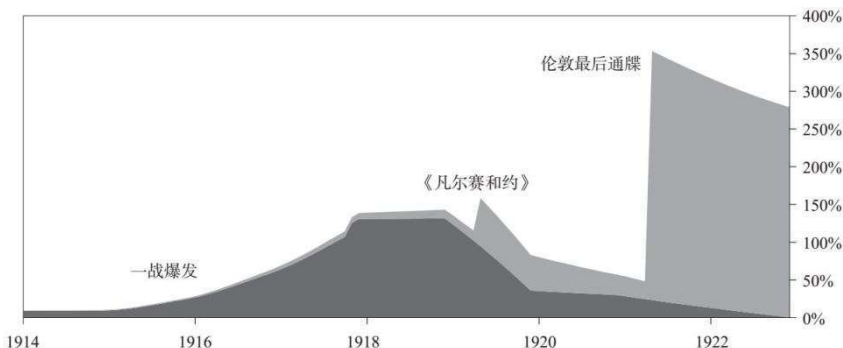
必须让全世界明白，把债务强加于一个国家头上，同时又剥夺它偿还的手段，这是不可能的事情。如果和约维持现状，无法避免德国货币彻底崩溃。[56]

通胀式萧条之前的外币债务水平（占 GDP 的比例）

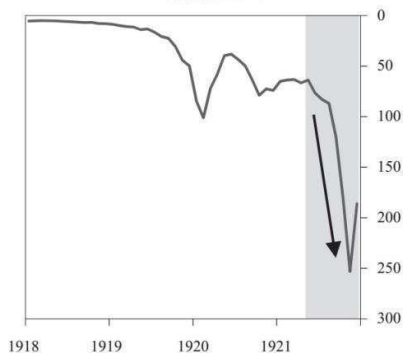


德国政府债务估计（占 GDP 的比例）

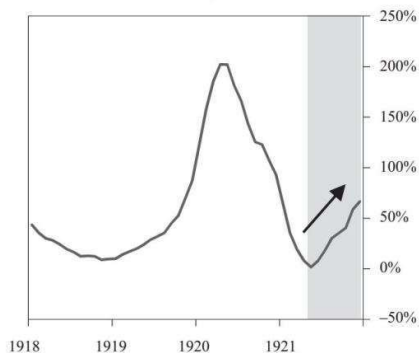
■ 本币 ■ 外币



—— 马克兑美元汇率



—— 通胀率（同比）



赔款计划给德国带来了一场国际收支危机。在许多方面，国际收支危机与个人、家庭和企业付账单时遇到的麻烦一样。为了拿出这笔钱，国家必须（1）削减支出，（2）增加收入，

（3）用借款和/或储蓄来付款，或者（4）违约（或让债权人给予宽限）。与国内战争债券不同，德国无法通过印钞消化战争赔款，因为赔款不是以德国货币计价的。决策者必须综合运用上述4种办法来解决战争赔款问题。

减少支出会造成极端困苦，政治上也很危险。

德国政府总收入的约50%将用于赔偿，因此只有大幅削减非赔款支出才能起效。[\[57\]](#)因为大部分非赔款支出都用于基本社会服务——失业救济、食品和住房补贴、给铁路和造船厂等公共部门的拨款，大规模削减支出被认为“在政治上办不到”。俄国发生布尔什维克革命，随后流血冲突持续不断，德国国内的共产主义运动也在涌动。在这种情况下，德国政府担心左翼可能会发起革命暴动。与此同时，协约国提高了羞辱性的赔款要求，满足这些要求使德国陷入经济困难，这推动了极右民族主义的发展。随着罢工、骚乱和政治暴力行为日益普遍，人们对政治混乱的担忧加剧了。1920年夏季发生了大范围的抢劫，政府被迫宣布国家进入紧急状态；[\[58\]](#) 1921年3月，共产主义团体控制了几个造船厂和工厂，在与警察交火后才被驱散；[\[59\]](#) 1921年10月，财政部长马蒂亚斯·埃茨贝格尔因在1918年德国投降中所扮演的角色而被极端民族主义者暗杀。[\[60\]](#)在这种情况下，政府拒绝削减社会支出，帝国银行拒绝停止财政赤字货币化，就不难理解了。

税负已经超重。

削减支出难以维持，通过增税增加收入同样行不通。问题在于，1919年的埃茨贝格尔改革（如上所述）已经大大增加了税负，再加税将产生与削减支出一样的政治社会风险——增加税收不仅难以获得通过（埃茨贝格尔改革本身已经被国会反对派严重削弱），而且可能加速资本外逃。在谈到不可能通过税收履行战争赔款义务时，凯恩斯写道：“历史上再强大的政府，也没有能力从处于如此境地的人民身上搜刮到所要求的一半税收。”[\[61\]](#)

现有储蓄极其有限，也不可能获得足够多的贷款。

德国几乎没有任何储蓄可用来偿还这些债务。根据《凡尔赛和约》，德国战前的所有外国财产基本上被没收或被冻结，欠德国人的所有债务被取消。此外，拥有外币储蓄的人（主要是出口商）纷纷将收入留在外国银行账户，因为他们有理由担心政府会扣押他们的财产来充当战争赔款。央行的黄金储备甚至不足以支付第一笔利息。

此外，国际上几乎没有人愿意向德国提供足够多的贷款，使其分散赔偿负担。原因有二：首先，大多数发达国家自身都背负战争债务（主要是欠美国的），也处于严重的经济衰退之中；其次，德国政府（以及大多数德国人）缺乏信誉。例如，当帝国银行行长向英格兰银行寻求5亿金马克短期贷款以支付第二笔赔款时，他被“礼貌性地拒绝”了。^[62]据当时的英国财政大臣说：“困难在于存在一个死结。德国人说，除非能借到外国贷款，否则只能靠印纸币来偿还债务，而除非德国能够偿还债务，否则无法借到外国贷款。”^[63]

当然，在受到协约国入侵的威胁下，德国单方面违约是不可能的。尽管德国领导人竭力试图重新谈判赔偿条件，但刚刚（短短几年前）经历了战争痛苦的战胜国，尤其是法国，不愿做出让步。

与一个家庭面临财务危机不同，一个国家可以改变现有流通货币的数量，从而影响货币的价值。这增加了一种应对国际收支危机的手段。虽然帝国银行可以用提高利率和收紧信贷来维持汇率，但这将增加债权人持有马克计价资产和存款的回报率，吸引更多外资流入，抑制国内资本外逃，但也会压制国内需求，减少进口和贸易逆差。这要求全社会勒紧裤腰带，其严厉程度难以想象，对一个已经饱受贫困和冲突折磨的国家来说是无法承受的。

剩下的唯一选择只能是让货币贬值和印钞，以减轻马克外逃可能导致的流动性收紧。

正如理论部分所言，导致恶性通胀的案例的最大特征，是决策者没有设法消除收入与支出/偿债成本之间的不平衡，相反，他们在很长的时期内通过大量印钞维持支出。当然，有针对性地发行货币在国际收支危机中很常见——适度使用会有帮助，可以防止经济萎缩过于严重。但是，如果通胀性印钞/货币化过多，货币贬值（通货再膨胀）幅度太大，超过其他去杠杆的控制手段——特别是通缩性的财政紧缩和债务重组或违约，就可能发生最严重的通胀性萧条，也确实发生了这种后果。

战争赔偿计划（加之极难使用财政紧缩、减少储蓄、对外借款和债务违约等办法）导致德国决策者完全依赖印钞来应对危机。虽然决策者知道这样会导致通胀，但他们认为这是众害取其轻。在我看来，他们没有寻求在通缩和通胀之间取得更好的平衡，这是他们犯

下的一个错误。

1921年6—12月：初现通胀旋涡

1921年下半年出现了通胀旋涡的典型迹象。德国的累累外债造成货币贬值，引起通胀和流动性危机。为了不让经济严重衰退，央行通过印钞和购买债券提供流动性。这进一步引发了一轮又一轮的资本外逃、通胀、紧缩流动性和印钞的恶性循环，并且加速发展。在此期间，为了支付首笔战争赔款，德国央行耗费了很大一部分黄金储备。

与一年后的情况相比，旋涡初期的通胀仍然相对有限，主要是因为外国人继续购买德国资产，支撑了德国的国际收支。但是，在此期间，战争赔款和资本外逃导致马克贬值了75%，通胀加速，年通胀率接近100%。1921年10月发生了最严重的马克贬值。直接原因是，此前不久，尽管上西里西亚的大多数居民投票留在德国，但国际联盟仍然决定将上西里西亚割让给波兰。[64]

通胀率上升导致零售激增。这种需求的增加并不是经济活跃的标志，而是民众将货币收入和储蓄转变为实物，以防止通胀蚕食货币的购买力。美国汉堡理事会提到人们“大量购买物品”，汉堡通讯社报道人们“对商品怀有巨大的欲望”。[65]这种状况很快就演变为“大清仓”，外国人因马克低廉而大肆购买，而德国人为躲避通胀而抢购商品，商店的货架很快被一扫而空。一位柏林官员对“外国人持高价外币掠夺商店”表示震惊。一位英国观察员哀叹道：“许多商店宣称已售罄，其他商店在下午1—4点就关门，大部分商店规定每位顾客在每类商品中只能购买一件……由于担心商品价格上涨或完全断货，一些德国人干脆蹲守在商店。”[66]

新闻

1921年6月1日

德国准备支付战争赔款

“仅存一线希望的谈判期已经过去，德国正在忙于应对战争赔偿

义务。”

1921年6月20日

德国寻求更多贷款，接触外国银行家，试探以帝国银行银币担保获取贷款的可能性

“德国已经用完很大一部分外国贷款来支付战争赔款。还有多少流动信贷可用，这个问题引起了广泛讨论。”

1921年6月23日

德国工业取得快速增长

“一个刚刚考察德国现状回国的商业委员会称，德国的各类工厂正在全力运转，如果没有任何干预，德国的工业将很快超过所有其他欧洲国家。”

1921年6月23日

向德国人加税**200多亿马克**；威尔特向国家经济委员会报告即将支付的赔款额

“威尔特总理的‘赔偿政府’正在应对一项艰巨的任务，即面对复杂、困难而不受欢迎的局面，以专注、彻底和认真的态度来筹集赔款资金。”

1921年6月25日

德国支付赔款的方式发生改变

“8亿马克的赔款可以用欧洲货币而不是美元来支付。承担风险的国家可能遭遇本国货币贬值，但这将会降低美元汇率。”

1921年6月26日

德国为世界贸易定速

“德国复苏的力量反映在美国商务部汇编的美国进出口统计数据中。这些数据显示，德国政府和进出口商正出色地跻身世界贸易的最前沿。”

1921年6月30日

德国支付战争赔款时外汇稳定

“德国已支付第二笔（原文如此）战争赔款，金额为4 400万金马克，并没有像支付第一笔赔款时那样引起外汇市场动荡。”

这种状况引发了耐用消费品和实物资产销量大增。汽车销售攀升至历史最高点，纺织品商店几个月前就接到预订，棉花公司拒绝接受新订单，大多数工厂满负荷运转，加班加点赶制商品，以满足顾客不断上升的需求。[\[67\]](#)同样地，这种经济活动激增也不代表经济繁荣，而是人们为预防通胀抢购商品的典型现象。一位巴伐利亚官员说：

马克的暴跌.....让有产阶级焦虑不已。每个人都想方设法把钱花出去，把能买的东西都买下，不仅为了当前的需要，也不仅为将来着想，而且是为了让纸币脱手换为实物，在以后纸币变得一文不值的时候还有物品可供交换。[\[68\]](#)

由于央行将市场利率维持在5%（办法是在流动性紧张时增加债券购买量），而通胀率通常高出10倍，因此贷款的实际回报率很低，实际借款成本（即实际利率）大幅下降。[\[69\]](#)极具吸引力的借款成本导致借款大增。[\[70\]](#)结果，实际投资达到战前高点[\[71\]](#)，每月破产率下降了75%。[\[72\]](#)但是，这些投资的成效很低。企业努力将借款转换成资本不是为了发挥其“使用价值”，而是奔着“内在价值”而去。那些没有这样做，而是将大部分财产以债权形式资产（如债券）持有的企业，却遭受了毁灭性的损失。这种现象被称为“从马克逃至机器”，这导致了許多过度投资，一旦通胀过去，这些投资的糟糕表现就会显现。[\[73\]](#)当然，这一切都使通胀率加速上升，导致恶性循环加剧。

对实物商品的需求不断增长，促使生产这些商品的行业的就业率上升。[\[74\]](#)因此，失业率下降，工人的工资议价能力增强，他们要求涨工资，缩短工作时间。1921年夏天发生了许多起劳资纠纷，结果是工人的名义工资大幅增加，但工资涨幅仍然赶不上通胀的速度，工人的实际收入缩水了约30%。[\[75\]](#)穷人和富人之间的关系日趋紧张。

新闻

1921年7月7日

德国将每年征税800亿马克

“威尔特公布了偿债所需的纸马克税额。总理的困难是，如果他偏重直接税，就会让资产阶级不满；如果他偏重间接税，就会得罪无产阶级。”

1921年7月20日

德国的信贷不明

“本地银行认为，目前大量提款正流向国外。”

1921年7月25日

德国工业进入繁荣期

“工人工资和煤炭价格被人为压低，为许多工业部门的复苏创造了条件。”

1921年8月6日

德国的债务仍在上升

“6月增加了83.390 4亿马克，债务总额达1 350.310 6亿马克。”

1921年8月7日

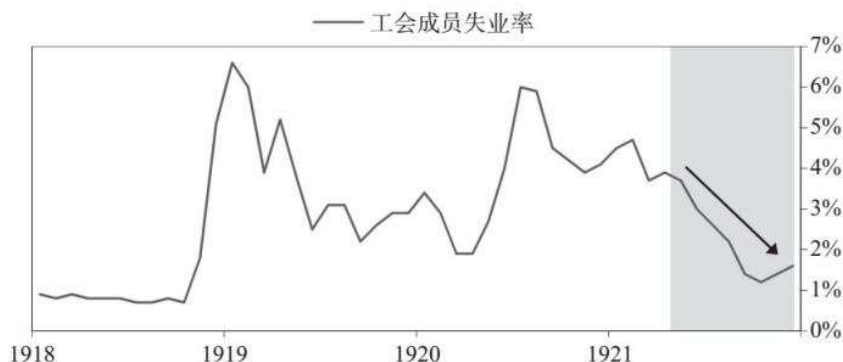
德国的征税计划依赖西里西亚

“威尔特政府整个夏天都在疲于应对棘手问题：为支付战争赔款和平衡国内预算而制订新的税收计划，向德国人民增加数十亿马克的税负。已完成这项吃力不讨好的任务的第一阶段。”

1921年8月28日

埃茨贝格尔之死激怒全德国

“谋杀的罪责指向民族主义者，必然对激进派民众产生影响。”



唯一从马克贬值中明显获利的经济部门是出口部门。德国商品在国际市场上变得更加便宜，因此外销增加。然而，在汇率大幅下跌的情况下，出口的增幅却低于通常情况。原因有二：首先，即使德国商品变得更加廉价，外国人对德国商品仍怀有很强的敌意，货币贬值的潜在好处被打折扣；其次，全球经济严重衰退导致通缩，其他发达国家的劳动力成本也在下降，马克贬值带来的竞争力增幅有限。

1921年下半年，股市仍然充斥着位评论家所称的“投机盛宴”。[\[76\]](#)在此期间，股价几乎翻了三倍（经通胀调整后）。8月，柏林证券交易所由于交易指令太多，被迫每周关闭三次。11月，交易所营业日减少到每周一天，上午10点之后，银行拒绝接受股票指令。据一家报纸报道：“如今，从开电梯的工人、打字员和小房东到上流社会的富婆，无不热衷于股票投机。他们津津有味地研读官方股价行情，就像读一封封珍贵来信一样。”[\[77\]](#)

与以前一样，造成这波牛市的原因并非德国的经济基本面向好，也不是人们对未来经济形势更为乐观，它实际上反映了人们急于让纸币脱手的心情，或者说做空纸币（即借入纸币），做多实物资产。一位观察员指出：

如今的股市投机是有组织地抛售马克……当投资回报与纸币价值以相同的速度下降，即使是有实力的资本家，如果不想一天天变穷，也必须获取真实价值。仅这一点就导致了股市不同寻常的上涨。[\[78\]](#)

1921年9月4日

穆迪说，德国将在虚假繁荣中崩溃：马克贬值和滥发使物价飞涨

“穆迪投资者服务公司总裁约翰·穆迪说：‘德国的纸上繁荣正导致崩溃。’”

1921年9月5日

德国多地发生赤色分子骚乱

1921年9月30日

德国食品涨价

“马克汇率飞速下跌影响每一个德国家庭。”

1921年10月21日

柏林和华沙获得西里西亚决议：协约国宣布通过国联的领土分割方案

“德国人可能会进一步抗议，但法国军队已在鲁尔附近枕戈待旦，德国人将接受该决议。”

1921年11月8日

本地市场3马克兑换1美分：德国的银行声称新的巨大通胀导致德国马克报价下降

“德国马克汇率触及历史低谷。”

1921年11月28日

德国期望获得外国贷款

1921年12月14日

德国银行声明：12月第一周新增18.46亿马克

1921年12月17日

德国请求宽限一段时间

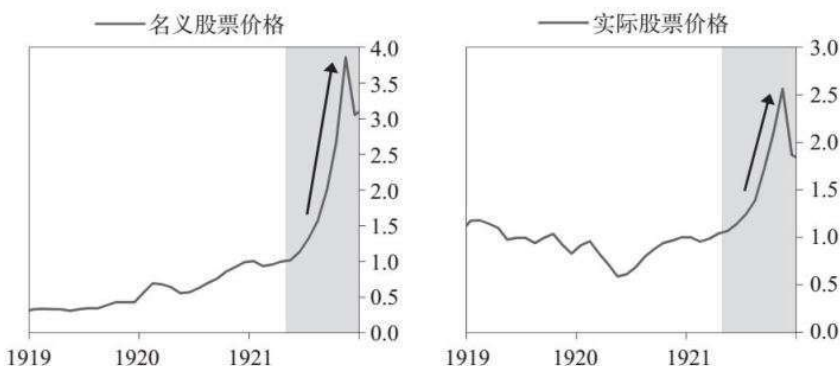
1921年12月21日

柏林等待伦敦会议结果：帝国银行同时维持金马克储备

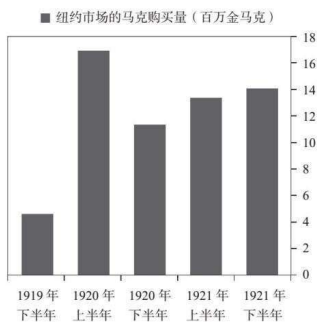
1922年1月7日

拒绝德国请求：赔偿委员会不同意德国延迟支付下一笔赔款

“赔偿委员会的答复是，除非德国对延长期限、可赔偿金额和保证做出回答，否则坚持以前的立场，拒绝审查暂缓赔偿的任何可能。”



到1921年年底，经济状况恶化，人们对马克丧失了信心，物价飞涨。这些因素可能会带来经济和政治崩溃。当时，通胀率接近100%。阻止全面崩溃的唯一因素是，外国人愿意继续购买马克，支撑着德国庞大的国际收支赤字（相当于GDP的约10%）。如下图所示，尽管德国国内对马克失去了信心，但许多外国人仍不断以低价收购德国资产。



1922年1—5月：就暂缓战争赔偿谈判

协约国对德国的混乱状况感到震惊，认为有必要减轻战争赔款对德国经济的压力。^[79]这是令人欣慰的，因为在这个阶段，战争赔款是德国肩上最重且不可逃避的负担。这种状况继续下去可能会导致德国经济全面崩溃，加剧欧洲核心地区的政治混乱，协约国将来会得不到任何赔偿。但是，对于需要给德国减轻多少负担，以及德国应当付出什么代价，协约国之间仍存在很大的分歧。

协约国面临的最大矛盾是，既想报复德国，限制德国的实力，又承认经济现实要求协约国做出某些妥协。在去杠杆过程中，债务人和债权人之间的对立很普遍。债务人（即德国人）自然想得到尽可能多的宽容，而债权人（即协约国）想在不至于逼迫债务人破产的情况下尽可能多地获得偿还。各方都在尝试边缘政策。据说小J. P.摩根在谈到时局时对一位朋友说：

协约国必须拿定主意，是想要一个还不起钱的弱小德国，还是一个有赔偿能力的强大德国。如果想要一个弱小德国，就必须让它保持经济虚弱；如果希望德国能支付赔款，就得让德国好好生存和发展经济，但德国也会因此强大，从某种意义上来说，德国经济上强大了，军事上也会强大。^[80]

新闻

1922年1月10日

德国代表前往戛纳

“柏林突然对戛纳会议充满无限乐观，反映在今天交易所显示的对纸马克的影响上。”

1922年1月29日

德国请求免除1922年的现金赔款，也希望协约国减少货币赔偿要求，增加实物赔偿

“对赔偿委员会的答复提到了重建金融稳定的计划：增加税收，除了强制征税外，另一笔国内贷款将减少流动债务。”

1922年2月6日

德国财政的新困境

“政府可能被迫直接发行纸币。”

1922年2月13日

德国物价再次上涨

“民众担心物价进一步上涨而抢购物资。”

1922年2月27日

德国物价再次上涨；取消政府补贴和设定固定价值，令市场涨价

“上周德国商品市场的趋势是，物价快速上涨，与马克汇率变化无关，生产和贸易恢复活力，表现出1921年马克大崩盘期间出现的其他症状。”

1922年2月28日

热那亚会议的前景令德国人沮丧

“总理们决定会议不讨论战争赔偿问题，这引发忧虑，马克进一步下跌。”

1922年3月2日

德国反对赔款计划；工业界强烈反对与协约国签订的临时协定

“德国工业界预言，如果德国重建部代表签署的关于实物赔偿的临时协定生效，德国的出口将受到致命打击，德国也将遭受经济奴役和最终毁灭。”

1922年3月10日

回答击碎了德国的希望

“仍然期待美国参与未来会议。”

1922年3月22日

呼吁德国限制纸币发行量：协约国赔偿委员会计划同意德国暂缓支付部分赔款

1922年1月，协约国在法国夏纳开会讨论重组德国战争赔款的问题。会议达成了一个临时妥协，赔偿委员会将当年剩余时间内的偿债负

担减少75%，但德国必须同意加征新税（包括向富人强行摊派10亿金马克债券），减少支出和货币发行量，并正式授予帝国银行独立于政府的地位。[\[81\]](#)这些让步大多是象征性的。德国同意加征的税收太少，无法有效弥补预算赤字。帝国银行行长鲁道夫·哈芬施泰因表示，他赞成帝国银行更独立，因为这样他可以不受财政政策的限制，为确保流动性而按需发行货币。[\[82\]](#)

市场对德国大幅减负再次充满乐观，这止住了马克下行。截至1月底，马克汇率从1921年的低点上涨了30%，通胀率虽居高不下（每年约140%），但已经停止上升。通胀旋涡停止了，为德国经济提供了急需的喘息机会。随着谈判的进行，德国政府要求协约国做出更大让步，竭力说服协约国，是国际收支问题而不是央行的印钞最终引发了通胀危机。外交部长沃尔特·拉特瑙在3月29日的国会上对议员说：

我们多次听到这样的说法，如果我们的货币贬值了，那只能是因为我们滥发钞票。他们给出的办法是：停止印钞，控制预算，这样就能走出困境。这是一个严重的经济错误！……没有外国贷款的帮助，（怎么可能）连续支付黄金，同时保持汇率不变？没有人曾经给过这样的建议，也无法给出。对于一个不生产黄金的国家，除非用出口顺差（德国没有）购买黄金，或者向别人借入黄金（德国办不到），否则无法支付黄金。[\[83\]](#)

新闻

1922年3月25日

德国反对赔偿条件

“德国革命后最平静的危机可能也是最严重的危机。今天，柏林没有兴奋场景。无论是德国人民还是政客都心如死灰，只有极度灰心的寂静。”

1922年3月27日

德国马克再次下跌：金融界认为对德国国内金融业的规定不切实际

“物价再次上涨，马克下跌。在上周由赔偿委员会给出的条件给金融市场带来第一次冲击（表现在马克暴跌至新低），此后市场情绪稍微平静。”

1922年3月30日

法国不理睬德国的请求

“不相信德国拿不出钱恢复经济。”

1922年5月11日

德国拒绝加税，转而请求贷款

“对赔偿的答复包括提交如何解决支出和阻止通胀的计划。”

1922年5月12日

法国对德国的赔偿答复不满

“他们认为德国人闪烁其词，是在争取更多时间。”

1922年5月26日

法国为德国贷款铺路，彭加勒与银行家合作寻求解决战争赔款的经济方案

“银行家会议开幕，气氛比表面看上去要好得多。彭加勒政府坚持反对劳合·乔治在热那亚会议上提出的策略，并且表现出如果德国未能信守5月31日的承诺，法国将会采取惩罚措施。”

1922年6月1日

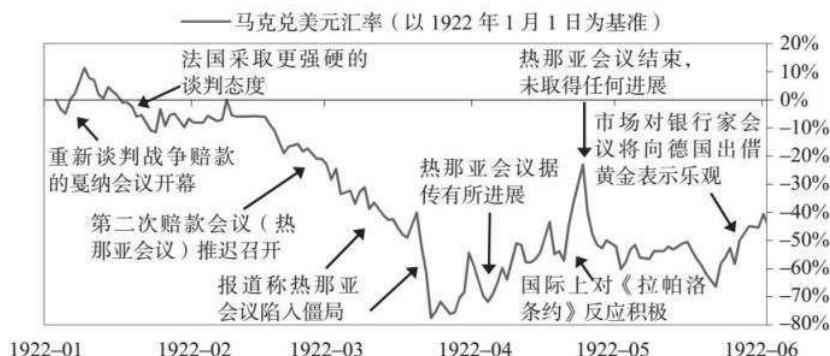
协约国同意德国的答复，准许暂缓赔偿

“关于德国对3月21日要求的答复，经过两天的审议，赔偿委员会今晚通知德国总理，赔偿委员会准备同意德国暂缓支付部分既定的本年度赔款。”

可见，经济学和市场原理其实很简单，基本上与现在一样。虽然央行可以轻而易举地消灭以本币计价的债务（用前面所说的办法），但不能轻易消除外债（原因见前文）。

2—5月，对马克的预期仍然主要受制于赔偿谈判消息。^[84]当有消息显示双方会达成全面协议时，马克反弹，通胀率预期下降^[85]；当有新消息表明不太可能达成协议时，马克下降，通胀率预期上升。^[86]市场情绪的变化使马克经历了多次10%~20%的波动。由于赔偿协议前景恶化，到5月底，马克兑美元汇率下跌了约40%。

下图显示赔偿谈判的消息导致马克大幅波动。一旦赔偿谈判传来新消息，市场就会剧烈上下起伏。可以想见在这种波动中交易有多难！



新闻

1922年6月25日

拉特瑙在柏林遇刺身亡，外长的死亡被归咎于保皇党人，德国人集会保卫共和国

“沃尔特·拉特瑙博士被刺身亡，他在战后对国家复兴做出的贡献比其他任何德国人都大。”

1922年7月3日

马克可能进一步走低。德国政府向出口商购买外汇，出口商转售马克

“帝国银行官员宣布确定将支付下两笔战争赔款。帝国银行仍在用马克收购出口商的外汇，而出口商立即将马克转换为外币。这项政策将不可避免地使马克进一步贬值。”

1922年7月26日

协约国代表决定德国必须继续每月支付**200万**马克战争赔款

1922年7月28日

法国拒绝减少赔款的要求

“告知德国必须继续每月支付200万马克战争赔款。”

1922年7月29日

呼吁向德国提供贷款，要求德国削减预算；担保委员会专家向赔偿委员会提交报告

1922年7月31日

随着马克暴跌，德国人几近疯狂；为预防物价继续上涨，人潮涌入商店抢购商品

“局势预示马克将继续灾难性地下跌。”

1922年8月2日

德国货币危机

“实际上，德国所有对外支付的债务，包括购买食品和材料，都是用纸马克支付的。马克越是下跌，就需要越多纸币，以便从国外购买小麦或棉花，或者支付战争赔款所规定的黄金数量。”

1922年8月3日

赫尔墨斯请求获得贷款和暂缓赔偿，只有这样德国才能平衡预算并协调货币

“财政部长安德烈·赫尔墨斯博士今天在讨论德国的财务困难时指出：‘只治疗症状是没有用的，毫无意义。’”

1922年8月14日

有人呼吁在德国实施配给计划

1922年8月20日

德国再次增加纸币发行量

“货币发行量在8月第二周增加了68.11亿马克，自7月以来增加了149亿马克。”

1922年6—12月：恶性通胀开始

1922年6月，对解决战争赔偿的期望与马克兑美元汇率一道下坠。这是由三起相互关联的事件引起的。首先，在协约国中，法国一直以来

最反对减轻德国的赔偿负担，宣称将不再接受赔偿委员会关于德国支付能力的结论。[\[87\]](#)相反，法国将对德国的赔偿做出自己的决定，如果德国违约，法国将夺取德国财产，特别是一些最具生产力的资产（即鲁尔区的煤矿）。[\[88\]](#)法国非但不同意德国暂缓赔偿，还要求德国必须做出法国认为合适的赔偿，否则德国一些最有价值的领土就可能被长期占领。

其次，法国的宣言还破坏了另一项支持德国经济的计划。美国金融家小J. P. 摩根领导成立了一个国际委员会，研究向德国提供黄金贷款以重建经济和减轻外债负担的可能性，但是，这笔贷款取决于暂缓战争赔偿的进展情况，因为如果不能暂缓战争赔偿，这笔贷款德国几乎肯定还不起。在法国发出宣言之后，贷款委员会被迫宣布不可能向德国提供贷款。[\[89\]](#)

最后，6月24日，德国外交部长沃尔特·拉特瑙遭右翼团体暗杀。拉特瑙尽管也发表过一些好战言论，但是为数不多的受到协约国信任的德国政治家之一，在国内也拥有广泛的支持。[\[90\]](#)如果有人能够与赔偿委员会协商制订一个解决方案并在国会获得通过，此人非拉特瑙莫属。当然，这也说明民族主义和极端民粹主义的威胁笼罩着德国。

与早先不同，外国人现在急忙从德国撤资。如前所述，德国的银行存款中约有1/3是外资，外国投机资本在很大程度上支撑了德国的经济和国际收支。在接下来的几个月里，约2/3的存款被取走，资本流入坍塌。[\[91\]](#)与此同时，德国人的资本加速外逃；在1月妥协中达成的重税生效之前，富人纷纷转移财产。马克暴跌，恶性通胀开始了。

结果是德国的银行系统出现严重的流动性危机，导致银行挤兑。央行的印钞速度赶不上马克外逃和物价飞涨的步伐。到7月，银行被迫每周只营业三天，通知储户没有足够的现金满足他们的提款要求，也无法为大企业客户支付每周工资。[\[92\]](#)一些银行甚至私自非法发行马克。流动性危机是一个恶性循环。储户发现银行提现困难之后，越来越多的人去银行挤兑，从而使流动性危机越加恶化。

到1922年8月，德国经济已处于金融崩溃的边缘。央行被迫加快印钞速度，并将越来越多的政府债务货币化。

新闻

1922年8月21日

德国人出售马克兑换美元

“人们感到惊恐，争抢着把马克兑换为外币。”

1922年8月21日

彭加勒说全体德国人必须赔偿

“法国不应听人蛊惑，让德国逃脱因战争罪行而应受的惩罚，并放弃德国的战争赔款；法国必须并将会找到让德国赔偿的办法。”

1922年8月30日

纸币匮乏影响柏林

“今天，流通纸币的稀缺已非常严重，帝国银行用现金仅能支付要求金额的40%。”

1922年9月2日

柏林附近城镇发生哄抢食品骚乱；警察向骚乱人群开枪，**1人被打死，20人受伤**

“高昂的生活成本引发第一次流血事件……在柏林和德国其他地方也发生了哄抢食品引发的骚乱。”

1922年9月7日

德国纸币发行量打破所有纪录

“8月最后一周的发行量达229.78亿马克。”

1922年9月8日

德国为失业做准备

1922年9月11日

8月德国物价翻番

“越来越多的普通商业交易使用黄金定价。”

1922年9月13日

德国消费者批评用美元作为定价基础；抗议政府该做法会破坏人们对马克的信心

“今天，德国消费者异口同声地批评美元兑换做法，他们抗议用

美元作为国内定价基础。”

1922年9月14日

德国货币新增**140亿**马克

“9月第一周的马克发行量是有记录以来的第二大发行量。”

1922年10月16日

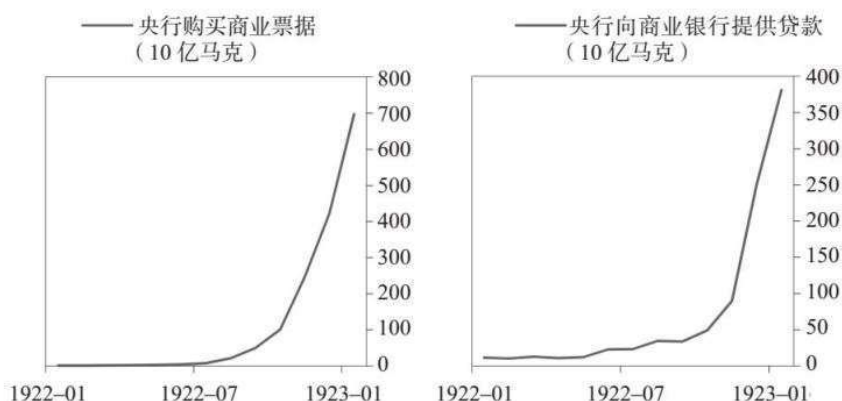
将使用外币：德国商人将用外币定价

“尽管政府禁止，但是人们很可能继续用外币为国内商品定价。”

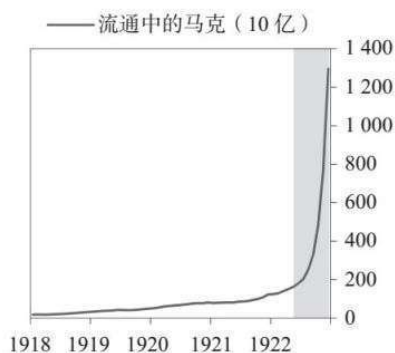
1922年10月28日

德国纸币发行量再次破纪录

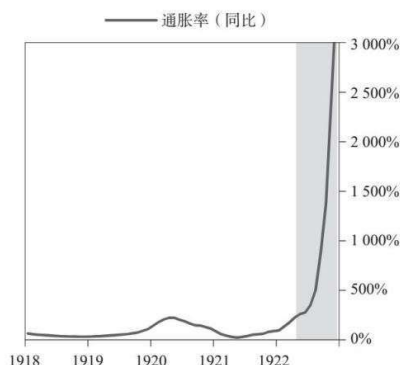
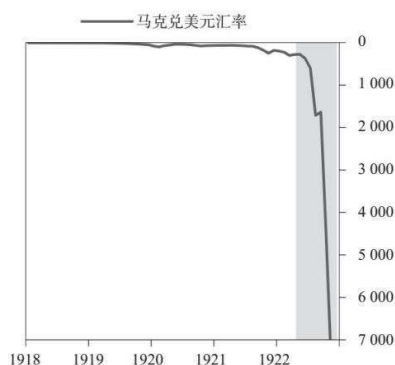
“10月第三周的新发行量达354.699 69亿马克。”



央行也开始大量购买商业票据。随着流动性危机在秋天加深，央行加速向银行系统提供直接贷款。到年底，帝国银行将持有流通中全部商业票据的1/3，对银行系统的贷款将增加1 900%。[\[93\]](#)这些干预防止了金融体系崩溃，并导致货币供应量增加了10倍。



过去货币贬值和印钞期间，通胀率会大幅上升，但从未演化为恶性通胀，本轮货币贬值和印钞却导致通胀暴涨。部分原因是抵销外资撤离所需的流动性规模太大，但也因为人们的通胀心理发生了变化。以前，大多数人认为通胀是部分受控制的，而现在大多数人认为通胀已经失控。



通胀性萧条的一个典型现象是，每轮印钞之后，越来越多的货币退出流通，而不是进入实体经济。国内货币持有人发现，投资者做空现金（即借入汇率下跌的货币）、购买实物资产和外国资产，总是比在国内储蓄和投资更有利可图。于是，他们纷纷效仿，从生产性投资转向购买实物资产（如黄金）和外币。外国投资者屡次受损以后也不再返回。

早在8月，物价每月上涨50%以上并加速上涨，决策者发现局势正在接近恶性通胀，但他们认为别无选择，只能继续印钞。[\[94\]](#)为什么停不下来？

一旦通胀性萧条达到恶性通胀阶段，就很难停止印钞。这是因为，当巨量资本外逃和极端通胀相互强化时，货币即使已失去价值，也越来越难以获得。凯恩斯在1922年夏天访问汉堡时，德国尚处于恶性通胀的早期阶段，他生动地描述了这一现象：

商店的价格每小时都在变化。没有人知道本周的工资在周末还能买到什么。马克毫无价值，但又稀缺。一方面，商店不想收马克，一些商店任凭顾客出再高的价也不愿出售商品；另一方面.....各银行的现金短缺，帝国银行建议它们不要兑现超过1万马克的支票.....一些大银行甚至无法兑现客户的每周工资支票。[\[95\]](#)

停止印钞将导致现金极度短缺，并导致金融系统和所有商业彻底崩溃。当时一位经济学家指出：

（停止印钞）意味着在很短的时间内，公共部门及整个国家都无法向商人、雇员和工人付款。几周之后，不仅印钞停止，工厂、矿山、铁路、邮局、全国和地方政府，简而言之，所有国民经济都将停止。[\[96\]](#)

新闻

1922年10月30日

德国马克下跌的多种原因：储备委员会将其归咎于赤字、通胀、战争赔款和贸易平衡

“美联储10月公告称，德国马克加速贬值的主要原因是德国的预算、战争赔款、贸易平衡和资本外逃。”

1922年11月10日

柏林再次让协约国失望

“威尔特总理发表了一份简短的最后说明，宣布完全暂缓赔偿，国际金融财团将采取支持行动，临时性和最终解决赔偿问题，并永久性地稳定马克。除此之外，赔偿委员会明天将空手回到巴黎。”

1922年11月10日

法国准备强迫德国赔偿

“彭加勒总理今天在参议院发言时宣布，从德国获得任何赔款的唯一希望在于布鲁塞尔会议，但如果会议失败，法国准备再次单独行动。”

1922年12月2日

彭加勒主张立即控制德国

“控制德国财政之后才能稳定马克和实施赔偿贷款。”

1922年12月4日

德国市场的货币价格昂贵

“私人银行仍然可以通过收费和佣金获得20%的利息。银行利率可能会上升。私人银行通过在帝国银行再贴现加剧通胀。”

1922年12月11日

德国通胀打破所有纪录

“纸币、国库券贷款和商业贴现超过以往纪录。”

1922年12月17日

德国的债务仍在增长

“12月的头10天增加了1 230亿马克。”

1922年12月23日

德国财政赤字接近1万亿马克

“即使普通支出也是税收的两倍以上。”

1922年12月25日

德国通胀率疯狂上升

“帝国银行的贴现一周增加1 720亿马克，货币增加1 230亿马克。”

1922年12月27日

宣布德国故意违约

“法国今天在协约国赔偿委员会取得了重大胜利，委员会以3：1的投票结果宣布德国在1922年的木材交付中故意违约。”

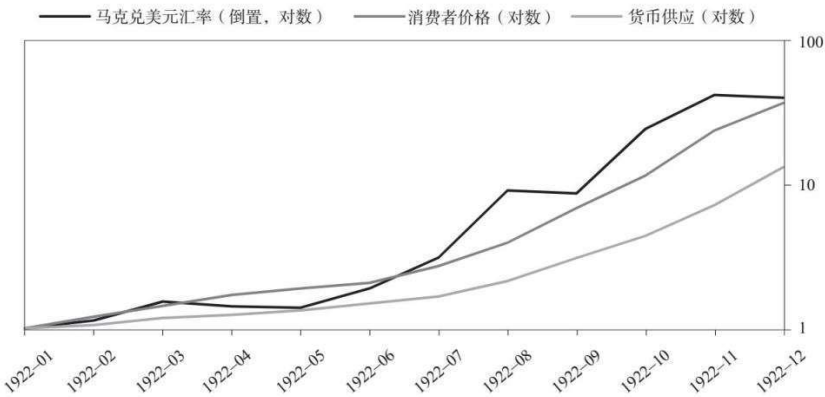
很多人认为，恶性通胀是央行无节制印钞造成的，只需要央行停止印钞即可。如果事情那么简单，几乎就不会发生恶性通胀！相反，在通胀螺旋式上升的情况下，印钞是几个最坏选择中最好的一个。

对德国魏玛共和国而言，停止印钞的代价不仅是潜在的经济崩溃，而且意味着政治分裂。法国一再威胁，如果德国不支付战争赔款，就要占领德国领土。停止印钞无异于诱使外国入侵，同时降低了对富有建设性的赔偿谈判的期望。当时一位著名的实业家说：

说帝国银行能阻止通胀，就像说汉堡市市长能让医院里的病人不生病一样……只要存在法国入侵德国的可能，货币就不可能稳定下来。[\[97\]](#)

至9月，德国已陷入典型的恶性通胀旋涡之中。大量资本撤离加上物价飞涨，逼迫央行在极度缺乏流动性和加速印钞之间做出选择。缺乏流动性会导致商业活动彻底瘫痪，所以实际上没有选择。然而，随着货币供应量的增长，没有人愿意持有快速贬值的钞票。货币流通速度加快，引发更多的资本外逃、印钞和通胀。

下图生动地展示了这种关系——由于通胀和货币供应以指数级增长，因此必须用对数来表示。从图中可见，货币贬值导致通胀，进而造成货币供应增加，而不是反过来。大量印钞并不是恶性通胀的根源，而是防止银行（及所有人）大规模通缩性违约和通缩性经济崩溃的必要行动。



请记住，货币和信贷有两个功能：交换媒介和财富储存手段。随着通胀率的加速上升，马克完全失去了其作为财富储存手段的地位。人们急于将马克换成任何可得到的替代品——实物、外汇和资本设备。很快，指数级增长的通胀率导致马克交易变得不切实际，因此货币也开始失去交换媒介的作用。外币（尤其是美元）甚至临时货币都在日常交易和报价中变得越来越普遍。例如，帝国银行的分支机构发现没有足够的纸币供企业发工资。[\[98\]](#)因此，央行和财政部允许一些大银行自行印钞。这些钞票称为“代币”，也叫“紧急货币”。[\[99\]](#)很快，每个人都在想马克是不是快要消亡了。据《法兰克福报》报道，到1922年10月：

围绕马克存亡的斗争主宰了德国的经济生活：马克是继续充当德国货币，还是注定要消亡？在过去几个月中，外币在完全无法预料的范围已成为国内交易的记账单位，不仅公司的内部会计习惯用美元记账，而且贸易、工业和农业也用美元报价。[\[100\]](#)

1922年10月12日，为了平息通胀，德国政府采取干预措施，阻止不断增长的外汇购买行为，对德国人购买外汇实施限制措施。[\[101\]](#)这种资本管制是控制通胀性萧条的典型手段，但很少见效。原因在于：（1）资本管制的效果有限，因为很容易被规避；（2）越想套住人们，人们越想逃离。资金无法出境对人们心理的影响类似储户无法从银行取款：它会带来恐慌，引发银行挤兑。

股市是德国国内为数不多的躲避通胀的地方之一。股市自6月以来下跌了50%（按实际价格计算），在10月下半月反弹，但与1921年秋天一样，这种反弹与德国的经济基本面和未来前景无关。事实上，1922年秋，由于恶性通胀侵蚀了生产率，实际利润率不断下降。[\[102\]](#)在债务危机期间，在整体股市实际下跌的背景下，股市反弹的幅度非常小。

新闻

1923年1月9日

德国人消极抵抗

“库诺政府近期外交政策的基本主张是，法国单独占领鲁尔区，实质上撕毁了《凡尔赛和约》，因此所有战争赔偿安排都将被取消。”

1923年1月11日

法国军队在凌晨4点45分进入埃森，未受抵抗；德国召回驻巴黎和布鲁塞尔特使；美国驻莱茵河部队被命令回国

“工人对法国的占领无动于衷。他们说他们知道被本国的资本家剥削，现在只是为面包而工作，因此对法国的所作所为不关心，他们的境况已经坏到不能再坏的地步。”

1923年1月19日

德国银行利率从10%升至12%；现在是世界上最高的利率——去年7月是5%

1923年1月21日

无人购买德国纸币的时刻可能正在来临

“据伦敦城威斯敏斯特帕尔银行的年终公告称，是马克的投机买家让德国坚持至今。自大战以来，德国的出口几乎总是低于进口，很明显，德国已无法像正常时期那样支付进口货款。”

1923年1月28日

德国马克再次下跌，兑美元汇率降至28 500马克兑1美元

1923年1月31日

纸币一周内增加了2 160亿马克；1月第三周的通胀率打破了历史纪录

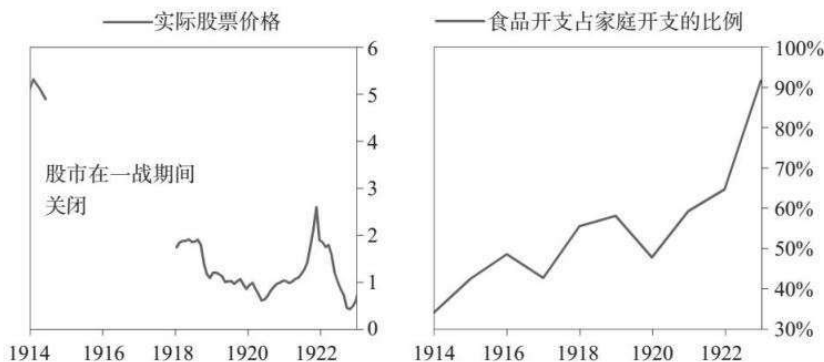
1923年2月12日

今天鲁尔区出现骚乱，许多人被逮捕

1923年2月12日

1月德国物价上涨248.5%，打破了月度增长纪录——是战前平均值的7 159倍

从下图可以看出德国经济的恶劣形势。



1923年1—8月：占领鲁尔区，通胀进入尾声

1923年1月，德国经济已陷入混乱，因德国没有按照承诺交付作为赔款的木材，一支法国-比利时联军入侵德国并占领了鲁尔区（德国的主要工业区）。法国希望借此迫使德国在战争赔偿上更加合作，同时可以用煤炭来抵债。德国人宣布“消极抵抗”。[\[103\]](#)鲁尔区的矿工将罢工，尽可能增加法国的占领成本，但抵抗需要德国政府补贴，因为矿工和矿主都需要得到报酬。这也意味着德国约一半的煤炭需要进口，这增加了德国的国际收支压力。[\[104\]](#)结果，政府开支上升，国际收支恶化，流动性短缺迫使帝国银行增加印钞，使已经处于天文数字水平的通胀率进一步上升。

法国的入侵给德国在赔偿谈判中提供了一个机会：占领一个几近经济崩溃的国家受到了广泛的谴责。为了争取时间，帝国银行开始发行以美元计价的债券（由于信用风险高，债券价格在国际价格的基础上打了很大的折扣）以购买马克——央行的目标是钉住美元。1923年1—6月，帝国银行出售了大约价值4亿金马克的外汇借款和央行储备，以捍卫马克兑美元的固定汇率。央行还将利率提高至18%（但通胀率已接近10 000%，升息主要是一个象征性行为）。[\[105\]](#)帝国银行行长说：

这种干预并没有达到永久和最终稳定马克的目的。只有当战争赔偿问题得到真正解决时，这种措施才可能有效。它的目的是……为德国经济争取一段尽可能长的相对平静时期……让市场摆脱疯狂

而肆无忌惮的投机，保护德国人民免受物价进一步快速上涨的侵蚀，否则一切都将耗尽。[\[106\]](#)

新闻

1923年2月15日

德国抗议鲁尔区的出口阻碍，告诉法国德国给其他协约国支付赔款的方法正在减少

1923年2月22日

德国说已支付**456亿马克**；柏林提供官方汇编，称因和约遭受的损失总计升至**565亿马克**

1923年3月1日

法国取消向德国运煤的禁令，但须缴纳占领前的**40%税赋**

1923年4月9日

美国向德国提出**11.877 368 67亿美元**的战争赔偿要求，包括卢西塔尼亚的损失

“美国将赔款金额暂定为**11.877 368 67亿美元**，这是美国政府及其公民要求德国政府支付的战争赔偿金额。相关通知已经送达混合索赔委员会的德国代表，该委员会的任务是调整每个国家对另一国的索赔。”

1923年4月16日

德国的公共赤字：上个财年的支出比收入高出**6.25万亿马克**

1923年4月30日

希望寄托在新的德国银行利率身上；官方宣称**18%**的利率将遏制信贷和通胀

“德国官方人士寄希望于上周帝国银行将贴现率从**12%**提高至**18%**。此外，德国政府本周下令进一步限制外汇交易，要求对持有外汇情况进行登记。”

1923年5月15日

目前，德国每年自杀人数为8万人，战前自杀人数为1200人——贫困是主要原因

1923年5月21日

德国证券交易所一周只开三天

1923年6月25日

德国物价随马克贬值而飙升，10天内上涨41%——上周上涨速度加快

1923年6月25日

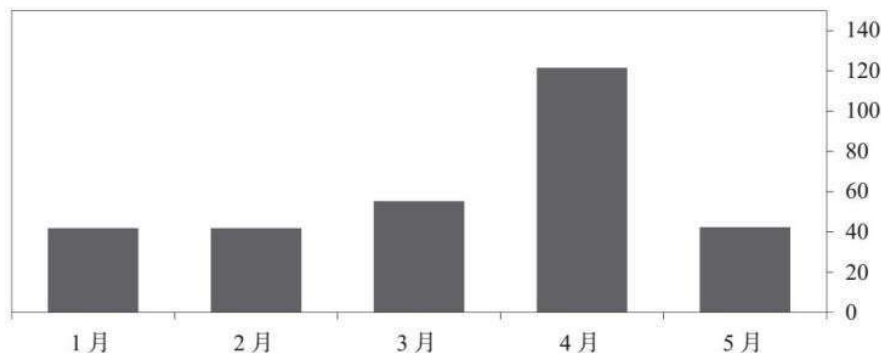
德国货币无序贬值的影响，以前的投资全部湮灭

1923年8月1日

德国印钞工人罢工，柏林人称之为“历史上最具恶意的罢工”

外汇干预阻止了马克的下滑（实施干预后的头三个月，马克实际上升值了50%），一个短暂的通缩期出现，让空头受到损失。[\[107\]](#)然而，到5月，帝国银行显然已经没有支付美元债券本金和利息以及维持汇率挂钩所需的外汇储备，因此固定汇率政策在实施6个月后被放弃，恶性通胀更加肆虐（通胀率到1923年11月达到36 000 000 000%）。[\[108\]](#)

■ 1923 年外汇储备出售净值估计（100 万金马克）



现在，德国背上了新的硬通货债务，法国重申会根据索取战争赔偿的需要继续占领鲁尔区。整个夏天，德国政府对外汇市场进行了一些零星干预，但都没能抑制通胀或阻止汇率下降。[\[109\]](#)当时，德国总统要求财政部长找到“避免马克彻底崩溃”的新办法。财政部长的回答是：“马克已经开始彻底崩溃了。”[\[110\]](#)

1922年7月—1923年11月，马克相对于美元贬值了99.999 999 97%（即兑换美元的成本提高了157亿倍），物价上涨了38.7亿倍！关于这些数字的意义，1913年，全德国流通的纸币和硬币总共有60亿马克。到1923年10月下旬，1913年的全部通货只够买1千克黑麦面包。[\[111\]](#)这种混乱给德国人民带来了巨大的痛苦和创伤——恶性通胀后来也为纳粹政客对“灾难性的”魏玛时代的许多批评提供了口实。

新闻

1923年8月2日

为德国计划两种货币：库诺内阁提议借入无限量“接近黄金的”贷款，用临时凭证做货币。其他人预测该货币会失败。他们说，有一种毫无价值的货币已经糟糕透顶，没必要再增加一种

“德国政府正以令人痛苦的缓慢速度和各种迂回办法实际上抛弃现有纸马克，创造一种全新的货币，他们希望这种货币能增强人们的信心。”

1923年8月16日

德国改变计划

“德国新总理宣布，他的第一把火必须烧向国内政治。”

1923年8月20日

马克复苏以来，德国股价稳定

1923年8月20日

支撑德国新货币的最后一点黄金；财政部长希法亭决定不用这些黄金来购买纸马克，计划将黄金用作固定价值基础。柏林将交通票价提高至10万马克，并要求政府援助

“财政部长希法亭否认计划利用德国政府尚存的一点黄金在国外市场购买毫无价值的纸马克，以挽救濒临死亡的纸马克。相反，他将用这点黄金为德国新货币提供微弱支撑。”

1923年8月29日

饥饿的德国人因食毒蘑菇而死

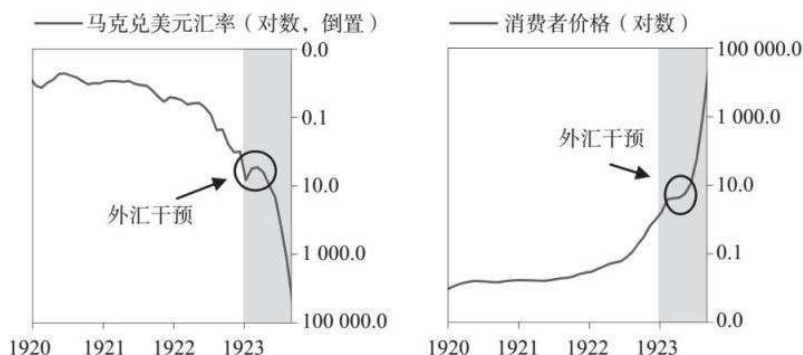
1923年9月17日

拟议德国新货币的基础；以黄金担保，由新银行独立于国家发行

1923年9月23日

博登马克将成为德国货币新单位，用全国房地产抵押为黄金银行提供支持

“德国新货币单位将是‘博登马克’，含0.358克纯金，等于100‘博登芬尼’。今天公布的关于建立货币银行的措施透露了该消息。”



1923年年底—1924年：恶性通胀告终

到1923年年底，恶性通胀在德国造成了难以言状的苦难。失业率快速攀升，通胀率远高于1 000 000%，实际税收以惊人的速度减少，[\[112\]](#)食品日益匮乏，用马克交易几乎不可能。[\[113\]](#)缺少了有效的交换媒介，国民经济陷入停顿。由此产生的苦难殃及各行各业。一位市长反映：“我从来没有见过这么多人挨饿和流浪。”[\[114\]](#)所有人都意识到危机

会很快演变成民众骚乱或革命。[115]后来担任德国劳工部长的鲁道夫·维塞尔准确描述了当时人们的普遍情绪：“当前的通胀正在毁灭共和国，它将成为我们共和国的掘墓人。”[116]

协约国认识到，如果不大幅减轻德国的赔款负担，德国政府将拿不出任何办法避免经济全面崩溃。因此，在1923年11月，协约国同意德国暂停赔偿，并重新开始与德国就重组债务进行谈判。[117]这为德国政府提供了宝贵的喘息机会。

德国政府采取了5个关键步骤来遏制通胀，每一步从逻辑上承接上一步。

(1) 为了减轻最先引发危机的战争赔款负担，德国与协约国重新谈判，最终将偿债负担减至GDP的1%。随着沉重的赔偿负担变轻.....

(2)央行发行一种名为“地租马克”的新货币，由黄金计价资产和土地支持，并与美元挂钩。然而，如果投资者认为新货币将被用于债务货币化，新货币也可能失败.....

(3)严格限制发行的地租马克和债务货币化数量。但是，只有政府有支付能力，央行才能令人信服地避免债务货币化，因此.....

(4)德国政府采取措施增加收入，削减开支，艰难地砍掉大量支出项目。同样地，央行限制了向企业贷款的金额并提高了借款利率。为了进一步建立对新货币的信心.....

(5)央行建立了大量的外汇资产储备。央行采取的办法是向协约国借入外汇，鼓励在恶性通胀期间抛售马克的德国人回德国储蓄。

新闻

1923年9月26日

德国各州同意恢复鲁尔区的和平

“今天下午，德国联邦各州政府首脑与德国总理施特雷泽曼举行会议，正式宣布一致同意放弃消极抵抗计划，但同时表达了坚决维护国家统一的决心。”

1923年10月10日

鲁尔区的第一份协定：两大煤矿集团将恢复运营，并将用实物赔偿

“法国政府今天通知全体协约国的共同代理——赔偿委员会，德古特将军昨日与鲁尔区的两个工业集团达成了令人满意的协定，工业集团同意恢复运营，并以实物支付赔款。他通知委员会还将谈判协商其他类似协定。”

1923年10月13日

关于德国新货币的提议，伦敦的银行描述柏林的提议大纲

“据伦敦的国际银行的描述，施特雷泽曼的德国新货币计划包含以下条款：农业、工业、贸易和银行业应提供创建货币银行的手段，该银行将以‘博登马克’的形式发行新货币。”

1923年10月15日

德国股市随美元上涨，鲁尔问题即将解决刺激债券市场上升

1923年10月16日

德国将停用已失去价值的马克

“内阁今晚批准了一项法案，向所谓的黄金年金银行颁发营业执照……帝国银行将停止政府国库券的折现，将有望立即遏制通胀。”

1923年10月29日

德国‘地租银行’准备开业：政府货币改革的第一步

1923年11月5日

当德国发布新货币时，柏林相信旧马克将消失，新马克将取代旧马克

1923年11月7日

美国柯立芝总统认为必须援助德国；他相信德国的粮食形势严峻，今年冬天需要救济

“柯立芝总统认为，根据内阁成员向他提交的美国政府官方报

告，德国的情况非常严重。白宫今天的声明表示，在冬季结束之前，德国需要获得外部救济。”

早先的一次性措施（例如，短暂的固定汇率、资本管制）还不够，德国需要一次全面而剧烈的政策转变来废除旧货币，为新货币取得坚实的基础，并严格限制债务货币化、信用创造和政府支出。多年的经济危机使公众渴望找到实际可用的货币，对局势有所帮助。如果战争赔偿负担没有大幅减少，那么这一切都不可能实现。毕竟，如果知道政府负有无法偿还的巨额外债，有哪个投资者和储蓄者愿意持有德国货币？

下文大致按时间顺序详细介绍这些措施。

（1）重组战争赔款

尽管与协约国谈判的过程缓慢、拖沓而令人困顿，但德国很早就取得了一些重要让步，为实施结束恶性通胀的政策变革提供了必要的喘息空间。[\[118\]](#)如果不能减免战争赔偿，则通胀的结构性原因将原封不动，任何新货币都不太可能作为财富储存手段而获得信任。

新闻

1923年11月14日

赔偿委员会邀请德国参与会议，同意听取未付款的原因

1923年11月19日

德国推出新货币，金融界对发行和兑换条款存疑

“新银行周四向政府发行1.42亿新的地租马克，帝国银行停止折现国库券及根据该折现发行纸马克，目前至少已经启动新的德国货币实验。”

1923年12月3日

德国的“实际工资”，以黄金计价的工人工资估计相当于战前的44%~60.875%

1923年12月10日

德国物价进一步下跌；社会紧张局势缓解，但金融专家对未来感到悲观

“上周物价大幅下跌，部分商品价格跌幅达50%，社会紧张局势因此大幅缓解。”

1923年12月14日

柯立芝告诉伦鲁特，他批准致力于救济德国的私人慈善机构

1923年12月14日

德国的财政收入很低，据说几乎没有足够的资金来维持政府运转

“德国的财政状况令人绝望，政府被迫对人民征收特别税，但即使这样也难以让国家这艘大船避免沉没。尽管大部分官员和政府雇员的工资已大大减少，数千人被解雇，但财政部几乎没有钱来应对最紧迫的开销。”

1923年12月17日

德国出现多种货币，紧急货币占帝国银行发行货币量的1/5

1923年12月23日

道威斯和欧文受命解决德国的财政问题

“协约国挑选了两位美国人，即查尔斯·道威斯和欧文·杨格，来帮助德国解决棘手的财政问题。这两人都是商业成功的典范和美国商界领袖中的佼佼者。”

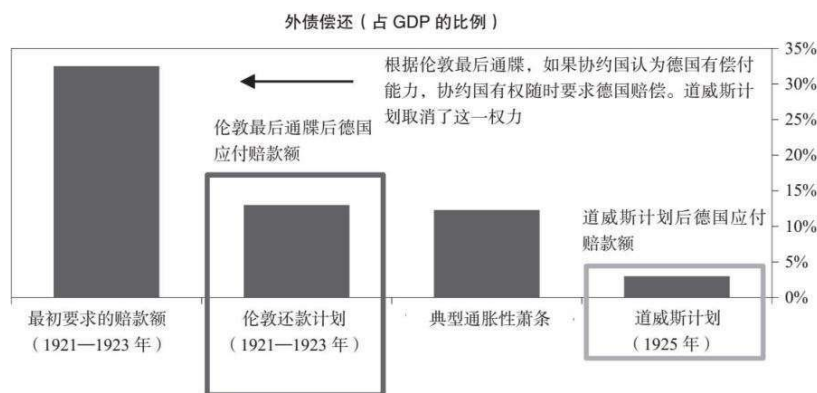
早在1923年9月即出现了重大进展，鲁尔区的德国实业家在德法谈判中开始与魏玛政府合作。[\[119\]](#)这些工业巨头长期以来一直抵制对法国做出任何让步，但随着局势的持续恶化，工人开始骚乱，他们承认需要外交解决，最终同意恢复煤炭运输。[\[120\]](#)到10月中旬，魏玛政府完全取消了对“消极抵抗”的财政支持。这两者既为与法国谈判取得进展开辟了道路，又节省了一项很大的开支。[\[121\]](#)

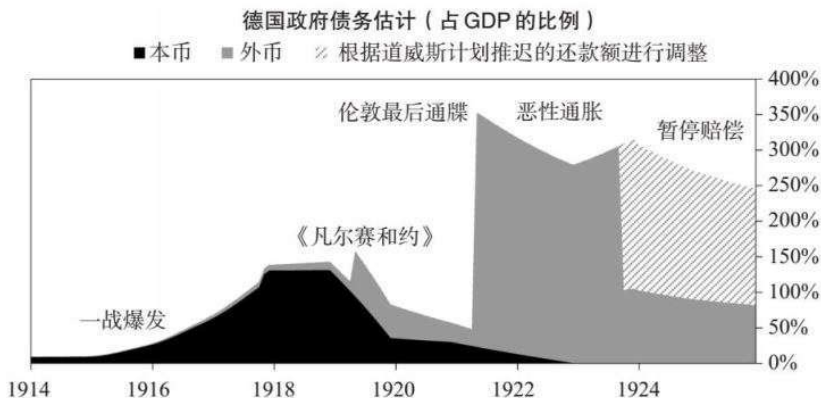
魏玛政府很快推进在鲁尔问题上取得的进展。11月底，英国和法国的谈判代表成立了一个新的委员会——道威斯委员会，审查并评估可能减少德国的战争赔款。[\[122\]](#)重要的是，委员会同意在做出最终结论前，德国暂停赔偿，这样大大有利于德国在稳定期内平衡预算。[\[123\]](#)

在接下来的10个月里，德国不必向赔偿委员会支付任何硬通货赔款。此外，于1924年8月全面生效的道威斯计划永久性地大幅减轻德国的战争赔偿负担。[\[124\]](#)该计划重新安排德国的赔偿支付时间，减少偿债金额，令德国在1924年和1925年的赔款仅占其GNP（国民生产总值）的1%——与1923年相比减少了90%以上。[\[125\]](#)

虽然德国仍然需要支付全部1 300亿金马克赔款，但现在的赔付额被分散开来，因此德国能够履行赔偿义务。下图比较了道威斯计划前后的差别，内容包括德国1921—1923年原本可能被要求赔偿的金额（假设协约国要求德国开始支付全部战争赔款）、1921—1923年实际支付的金额（根据伦敦还款计划，德国暂停赔付部分赔款，直到协约国认为德国有能力赔付为止）、可能导致典型通胀性去杠杆的偿款情况、1924年限制战争赔款后德国须赔偿的金额（即道威斯计划）。从中可见，道威斯计划大大减轻了德国偿还外债的负担。

由于战争赔款大幅减少，国内债务大多因通胀而消失，德国的债务负担基本上得到缓解。





（2）创建新货币

创建一种具有坚实基础的新货币，是遭受通胀性债务危机的国家化解危机的最经典做法。在魏玛共和国期间，这个新旧货币替换过程大致经历了三个阶段，从1923年8月开始，到1924年10月结束。[\[126\]](#)

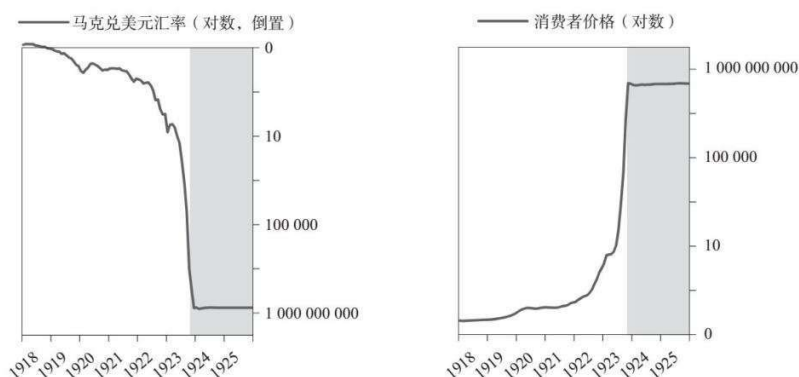
最早取代旧马克的办法都是一些无序和应急性措施，并没有明确的计划性。到1923年夏天，用马克交易已经非常困难，德国的大机构转而使用替代货币，但这些替代品也有自身的缺陷。[\[127\]](#)许多人使用外币代替马克。从1922年年底开始，德国大部分核心行业开始用外币定价，到1923年，德国境内的大多数批发贸易都直接用美元、法郎或弗罗林进行。[\[128\]](#)无法获得外币的人只能使用紧急货币。这些紧急货币由地方政府、行业协会甚至公司发行，通常至少在理论上具有实物资产支撑。[\[129\]](#)这种紧急货币虽然通常非法，但比纸马克接受度更高，到1923年秋天，近2 000种紧急货币在德国流通。[\[130\]](#)

政府意识到需要一种具有稳定价值的货币，因此打算承认这一非正式体系。1923年8月，德国政府开始发行一种面额非常小的与美元挂钩的债券，希望在找到更好的解决办法之前用作临时货币。[\[131\]](#)这些“黄金贷款”债券可以直接流通，也可以用作其他紧急货币更加可靠的基础。[\[132\]](#)虽然这些债券的最终保障无非是盖上一枚印章，声称它们具有稳定价值，并承诺政府可以“征收资本税的补充”来稳定其价值，但它们确实获得了内含价值。[\[133\]](#)事实上，民众对可靠的财富储存手段的渴望太强烈，以至这些黄金贷款债券一发行出来就被保存起来，而不是被花掉。这些债券在发行之后，很快就几乎全部从流通中消失。[\[134\]](#)

向新货币过渡的第二阶段始于1923年10月15日。当天，德国政府

宣布成立一家新的全国性银行，即地租银行，并推出一种新的稳定价值货币，即地租马克，于11月15日正式流通。[\[135\]](#)与之前创建“稳定价值”货币的尝试不同，地租马克计划更加宏伟，而且一经发行就立刻获得了“奇迹般的”成功。[\[136\]](#)重要的是，地租马克可以与纸币或实物资产按一定比例相互兑换，支撑地租马克的坚实基础不仅适用于新发行的债券（如黄金贷款债券），而且适用于正在流通的全部纸马克。具体来说，地租马克与纸币的兑换率为1 : 1 000 000 000 000，与美元的兑换率为4.2 : 1。此汇率具有重要的象征意义，因为这样地租马克内含的黄金价值就与战前和平时期马克的相等。[\[137\]](#)

在接下来的几个月中，这两种固定兑换率均得以维持。到12月，地租马克与具有新固定兑换率的纸马克在国外市场以面值交易，同时通胀率降至可持续的水平。[\[138\]](#)



（3）限制货币发行量

新货币持续成功的关键在于，地租银行发行的货币量相对较少，并且具有令人信服的实物资产基础。同时，不存在以新货币计价的大额债务——地租银行可以发放的信贷总额上限为24亿马克。[\[139\]](#)与旧的黄金贷款债券不同，地租马克直接用所有德国农业和工业地产的5%作为抵押发行（“地租”是指在这些抵押上支付的年金）。[\[140\]](#)比这种直接支撑更重要的是，帝国银行的黄金储备提供隐性担保。到1923年，货币供应的真实价值因人们抛售纸马克而下降，完全可以用政府储备做基础。[\[141\]](#)由于帝国银行在发行地租马克后开始打击非法紧急货币，回收流通中的黄金贷款债券，因此通货价值的下降获得进一步强化。[\[142\]](#)

新闻

1924年1月28日

柏林对新的黄金银行充满期待，希望该银行恢复国际上对德国财政的信心。保证平衡预算，希望建立遏制通胀和吸引外资的计划

“德国国内形势日益改善。在第三个税收法令中，内阁内部以及共和国与各州之间未发生分歧。人们认为，这项新法律的主要特征是，用纸币偿还债券和抵押贷款所产生的所有收益都被税收征掉或被没收掉。”

1924年1月29日

德国等待专家的到达：已为前来的道威斯委员会准备好了账簿和其他数据

“明晚道威斯委员会的到来被誉为具有历史意义的事件。”

1924年2月1日

德国消除内债，其他激烈措施

“私人债券和抵押贷款恢复至原黄金价值的10%。征收通胀税。法令规定国家铁路和邮政业务应独立运行。专家听取银行请求。沙赫特敦促立即成立黄金发行机构。”

1924年2月2日

德国减少政府债券；债务计划引起市场激烈反应，市场交易活跃

“昨日，有新闻称德国制订了减少政府债务的新计划，导致德国政府债券、市政债券和公司债券市场交易异常活跃。根据这项计划，德国战争债券和其他债券被废除，公司或私人债券的价值被定为其早期黄金价值的10%。”

1924年2月4日

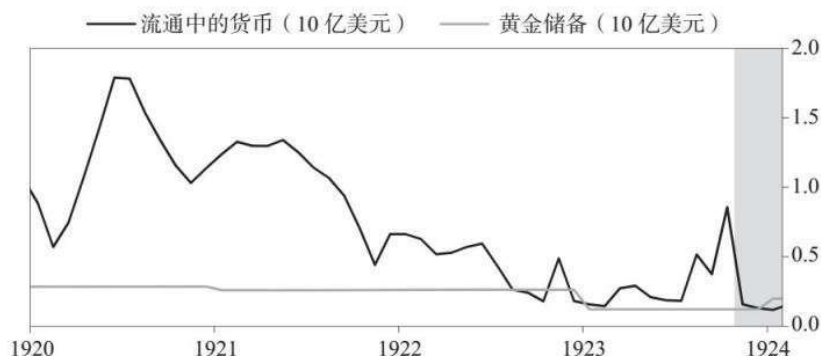
确定德国抵押贷款的减值；估值的10%——

储蓄存款被蒸发掉

1924年2月4日

德国贸易复苏；失业率有所上升，但短工大幅减少

如下图所示，到1923年，货币基数已降至德国的黄金储备额。



经过一年的相对稳定后，德国决策者实施了货币转换的第三阶段。1924年10月11日，德国政府推出另一种新的硬通货（帝国马克），可以用地租马克按1：1的兑换率购买。与仅形式上由抵押债券担保的地租马克不同，帝国马克可以在帝国银行直接兑换成金条。具体来说，帝国马克兑换的黄金数量与战前马克兑换的黄金数量完全相同。[\[143\]](#)所有剩余的纸马克在1925年6月5日之前退出流通，而旧货币（地租马克）在接下来的10年中逐步被取代。[\[144\]](#)

但正如未来形势所示，创造持久稳定所需要的条件远远不止一种新货币。地租马克和帝国马克是改革过程的关键成分，但并不是唯一成分。一种货币的成败取决于发行机构的可信度。德国没有很多未来需要交付货币的承诺（即不存在大量以新货币计价的债务），这意味着央行无须在通胀性债务货币化和通缩性违约之间做出选择。货币数量以其发行基础为限，这样币值可以保持稳定。1923年秋，地租银行在获取可信度时面临艰难的挑战，但由于其基本面稳固，因而取得了成功。

新闻

1924年2月18日

12月德国出口盈余；以金马克计价，1923年的进出口额基本上已经平衡

1924年2月18日

德国抵押贷款价值被定在15%，之前预计只有10%——
停止用纸马克偿还公共债务

“正式法令的一个不同之处在于，抵押贷款价值恢复至其原始价值的15%。”

1924年2月18日

德国将废除战时货币，将于5月初废除“贷款券”

“随着德国货币恢复正常，德国发布了一项重要公告，将于5月初完全停止‘贷款券’的运行，该贷款券是1914年8月为缓解贷款困难而推出的。”

1924年2月18日

德国的生活成本再次下降，平均生活费用比去年11月低
34.5%

1924年2月20日

德国的财政收入增加，预计大战以来将第一次出现数百万金马克财政盈余

1924年2月25日

德国贸易复苏的脚步不停歇；工业继续逐步改善，纺织业繁荣

“上周，德国货币、财政和工业形势持续改善，货币和财政方面进展迅速，除纺织、服装部门外，工业发展更加缓慢。这两个部门呈现繁荣迹象，制造商已经开始拒绝订单。”

1924年2月26日

英国降低德国进口商品税率；关税从26%降至5%，柏林承诺支付

1924年2月28日

国际联盟可能审查德国的财政状况；道威斯委员会通过监督方案，成为专家计划中不可或缺的一部分

1924年3月10日

德国工业持续复苏，失业率从近期水平迅速下降。钢铁业正在恢复

“全德国的商业形势继续改善。有证据表明，领失业救济的人数从1月15日的1 582 852人减至2月15日的1 301 270人。即使是部分失业者人数也从635 839人减至257 840人。”

（4）结束债务货币化

为了建立对新货币的信心，经历通胀性债务危机的国家需要停止债务货币化。只要政府能够迫使央行印钞来偿还政府债务，新货币就可能贬值，货币应有的坚实基础就会被抛弃。这是央行应独立于政治系统的重要原因之一。

停止债务货币化的保证出现在两份重要公告里，第一份最初是不公开的，第二份是公开的。1923年8月18日，帝国银行通知魏玛共和国政府，从1924年起，帝国银行将不再对任何新的政府债务进行折现。

[145]这份重要公告虽然不公开，但很快在工业精英中流传，促使决策当局重新认真考虑财政改革的必要性。[146]第二份重要公告出现在1923年10月15日，当时央行的官员公开表示，新的地租银行将限制政府债务总额（即12亿地租马克）。此外，新政策将禁止帝国银行在11月15日之后将任何政府债务货币化。[147]

在一段时间以内，民众和政府都怀疑央行与地租银行能否信守这些承诺。毕竟，地租银行几乎立即向政府提供了12亿地租马克的贷款。

[148]到1923年12月，政府要求再增加4亿地租马克贷款。[149]地租银行的官员坚持自己的立场，成功开启了一个央行独立于政府的新时代，也结束了长期无节制的债务货币化。

（5）消除赤字

当央行在通胀性债务危机期间停止债务货币化时，政府可以寻找新债主来为政府赤字买单，以消除赤字，或者控制央行继续将债务货币化。由于在通胀性债务危机期间几乎不可能找到新债主，而债务货币化只是把问题往后拖延，因此最终还是需要平衡政府预算。

1923年年底，魏玛共和国政府得出结论，必须消除财政赤字。德国政府别无选择，而随着债务的大幅减轻，现在可以实现这个目标了。用德国财政部长的话说，“如果我们不能坚定地削减国家开支来成功摆脱通胀，我们唯一的前途就是天下大乱”。[\[150\]](#)

新闻

1924年3月17日

德国商业进一步改善，政府规定9小时工作制

1924年3月24日

德国工业持续复苏；金属价格不断上涨，纺织业仍然欣欣向荣

1924年4月3日

德国黄金银行准备妥当，将于下周在帝国银行大厦开业

1924年4月10日

德国人批评赔偿条件，最初的官方观点认为道威斯报告不可接受

1924年4月10日

德国资源丰富；道威斯报告呼吁用工业品做抵押支付赔款。提议向德国提供2亿美元贷款

“过去4年里，德国一直申辩，试图让全世界相信德国无法支付战争赔款。今天，道威斯专家委员会向赔偿委员会报告称，德国能够支付战争赔款，因而驳斥了德国的申辩。该委员会将德国每年的最低赔偿额定为25亿马克，根据德国的复苏程度而增加。”

1924年4月15日

德国接受道威斯委员会的计划为谈判基础，答复将同意与赔偿委员会进行解决战争赔偿的谈判

1924年4月16日

法国和英国完全同意道威斯报告；德国接受报告为谈判基础，正前往巴黎

1924年4月18日

赔偿委员会通过道威斯计划，促使柏林行动起来，呼吁德国起草法律并任命实施法律的官员

1924年4月21日

德国的信贷需求；工业形势改善，贷款在一个月内翻番

1924年4月28日

德国重新进入钢铁对外贸易，在瑞典获得大订单，据称价格低于法国和比利时的报价

1924年4月28日

德国的财政盈余；最近期间的收入超过支出1 928.08万马克

1924年4月29日

马克思谈道威斯计划，为德国政府接受该计划辩护

“今晚，德国总理马克思博士在中间党的一次选举会议上发表讲话，谈到了道威斯报告，以及德国被迫接受该报告的原因。”

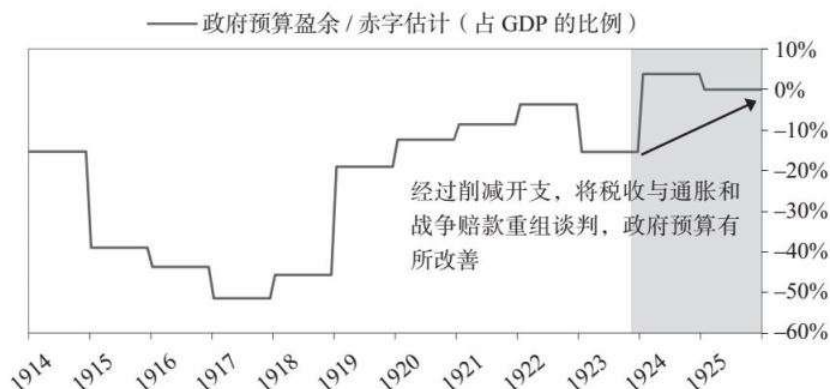
自1914年战争爆发以来，德国政府一直存在预算赤字。[\[151\]](#)然而，1923年8月，政府采取措施解决预算赤字问题，将某些税收与通胀挂钩，并通过了额外的紧急税。[\[152\]](#)到10月，政府将所有税收与通胀挂钩。[\[153\]](#)

此外，政府采取积极措施减少开支，解雇了25%的政府雇员，将剩余雇员的工资削减了30%。[\[154\]](#)魏玛共和国政府停止向鲁尔区参与“消极抵抗”的工人提供高额补贴。[\[155\]](#)财政紧缩带来异常困苦，这在一两年前几乎是无法办到的，但是，到1923年年底，恶性通胀造成了普遍的痛苦和混乱，德国民众愿意做几乎任何事情来控制物价。

重要的是，通胀率缓和和汇率趋稳对现有税收收入产生了影响。[\[156\]](#)暂时的稳定促成了一个良性循环：由于通胀率下降，实际税收收入增加，减轻了政府预算的压力，增加了民众对政府未来摆脱债务货币化的能力的信心。继11月推出地租马克之后，实际税收收入迅速增加，从1923年10月的约1 500万金马克增至1923年12月的3亿多金马克。

[157]

到1924年1月，政府预算出现盈余。[158]



（6）紧缩信贷

决策者决定大幅收紧信贷，以避免私人信贷增加通胀压力。这种紧缩是通过两个渠道实施的。第一，政府于1924年2月宣布，将“重估”一些私人持有的债务（即要求债务人向债权人偿还超过面值的金额）。[159]这些债务包括抵押贷款、银行存款和工业债券，它们的价值因恶性通胀几乎降为零。[160]虽然该政策的目的是安抚债权人的不满，但也产生了紧缩效果。[161]正如减免债务可以放松信贷、使货币贬值和刺激通胀率一样，债务重估可以收紧信贷、增强货币和降低通胀率。

新闻

1924年5月4日

德国选民今天投票，大战以来最重要的选举未能引起多大兴趣

“明天，3 500万名年满20岁的德国男女选民可以自由表达政治倾向，德国的政治和经济未来及对外关系在很大程度上将取决于他们的投票结果。”

1924年5月5日

巴伐利亚的投票结果分散：希特勒-鲁登道夫集团未能赢得预期的胜利

1924年5月5日

赞成道威斯计划的德意志联盟在选举中领先：尽管共产党人和民族主义党的得票有所增长，但中间党保留了多数席位

“今天揭晓的第一批选票表明，虽然极右翼德意志民族主义党取得了预期的胜利，但组成现任政府的联盟（德意志人民党、中间党和民主党）将组建下一届政府，很可能与社会党联合组建。”

1924年5月6日

德意志联盟获得**230**个席位，反对党取得**192**个席位；现任内阁有望继续执政，并实施道威斯计划

“德国选举结果表明，大多数德国人赞成‘服从政策’，反对与协约国明确决裂，赞成有限制地接受道威斯报告，反对完全拒绝报告，赞助继续实行共和制，反对恢复君主制。”

1924年6月30日

德国接受军事控制；请求推迟一个月，将调查仅限于协约国提到的要点

1924年7月31日

法国港口再次向德国开放；柏林听说从**9**月起，从德国启航的船只可以进入法国港口

“法国港口将在10年内首次向德国船只开放。”

1924年8月17日

协约国与德国签订协议，法国将在一年内撤出鲁尔区

第二，更重要的是，1924年4月7日，帝国银行决定限制对私营部门的信贷总额。银行虽然不会收回现有贷款，但只有在债务人清偿以前的贷款之后才发放新的贷款。[\[162\]](#)对新信用创造的严格限制在短期内不利于企业发展，但也大大稳定了德国的通胀率：1924年5月，通胀率略呈负数。[\[163\]](#)

（7）积累外汇储备

尽管上述所有计划、政策和协议都使德国经济逐步走强，但并不是每个人都相信它们会带来永久稳定。事实上，在德国于1923年11月至1924年10月实施稳定机制期间，投机者不断做空马克。[164]只要德国缺乏足够的外汇储备，这些投机仍然不断威胁德国的稳定。

两个重大的变化帮助恢复了德国已耗尽的外汇储备。第一个大变化是私人持有的外汇回到了帝国银行。随着德国境内的机构和个人对于新的地租马克作为交换媒介的信心增强，他们开始将在恶性通胀期间囤积的外币兑换成新币。[165] 1923年11月—1924年1月，帝国银行持有的外汇从约2 000万金马克增至近3亿金马克。[166]虽然这些外汇流入在1924年年初通胀率上升时暂停（个人又开始积攒外汇），但一旦德国内部的信贷标准收紧，通胀趋于稳定（如上所述），外汇又恢复流入了。[167]

第二个大变化与道威斯计划有关。除了减少德国的战争赔偿负担外，道威斯委员会还向德国提供了一大笔外汇贷款。[168]贷款于1924年10月发放，总额为相当于8亿金马克的外币，主要是美元、英镑和法郎。[169]虽然金额并不是特别大，但大大提高了帝国银行抵御投机者攻击的能力。[170]贷款也向外国投资者发出了令人放心的信号。在道威斯计划实施后的4年中，美国投资者受相对较高收益的吸引，大量投资德国债券。[171]

到1924年，危机已基本结束，德国进入了短暂的复苏期，直到10年后德国在大萧条中再次遭受重创。第二次危机不仅在经济上具有破坏性，而且助长了右翼和左翼民粹主义者的崛起，也导致了希特勒上台以及后来发生的一切，但这是后话了。

参考文献

Balderston, T. "War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914–1918." *The Economic History Review* 42,no. 2 (May 1989): 222-244. <https://doi.org/10.2307/2596203>.

Bresciani-Turroni, Constantino. *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*. Translated by Millicent E. Sayers. London: Allen and Unwin, Ltd., 1937.

Eichengreen, Barry. *Hall of Mirrors: The Great Depression, the*

Great Recession, and the Uses—and Misuses—of History. New York: Oxford University Press, 2016.

Feldman, Gerald D. *The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914–1924*. New York: Oxford University Press, 1997.

Ferguson, Niall. *Paper and Iron: Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.

Graham, Frank D. *Exchange, Prices, and Production in Hyperinflation: Germany, 1920–1923*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1967.

Holtfrerich, Carl-Ludwig. *The German Inflation, 1914–1923*. Berlin: Walter de Gruyter, 1986.

Keynes, John Maynard. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol. 17, *Activities 1920–1922: Treaty Revision and Reconstruction*. London: Macmillan, 1977.

Peukert, Detlev J.K. *The Weimar Republic: The Crisis of Classical Modernity*. New York: Hill and Wang, 1993.

Rupieper, H.J. *The Cuno Government and Reparations 1922–1923: Politics and Economics*. The Hague, The Netherlands: Martinus Nijhoff, 1979.

Taylor, Frederick. *The Downfall of Money: Germany's Hyperinflation and the Destruction of the Middle Class*. New York: Bloomsbury Press, 2013.

Webb, Steven B. *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany*. New York: Oxford University Press, 1989.

[1] Feldman, *The Great Disorder*, 30.

[2] Feldman, 32.

[3] Bresciani-Turroni, *The Economics of Inflation*, 23.

[4] Bresciani-Turroni, 23.

[5] Feldman, 38.

- [6] Feldman, 38.
- [7] Feldman, 45.
- [8] Feldman, 47.
- [9] Holtfrerich, *The German Inflation*, 177.
- [10] Feldman, 42.
- [11] Feldman, 52-54.
- [12] Taylor, *The Downfall of Money*, 16.
- [13] Bridgewater estimates. See also Bresciani-Turroni, 25; Ferguson, *Paper and Iron*, 118-20.
- [14] Holtfrerich, 117.
- [15] Taylor, 31.
- [16] Feldman, 45-46.
- [17] Feldman, 45.
- [18] Feldman, 44.
- [19] Bridgewater estimates. See also Feldman, 45-46.
- [20] Feldman, 47-49.
- [21] Feldman, 49.
- [22] Feldman, 48-49.
- [23] Webb, *Hyperinflation and Stabilization*, 4; Ferguson, 120.
- [24] Feldman, 146.
- [25] Feldman, 146.
- [26] Feldman, 148.
- [27] Feldman, 148.
- [28] Bresciani-Turroni, 54.
- [29] Feldman, 178.
- [30] Ferguson, 150.
- [31] Ferguson, 186.
- [32] Ferguson, 276.
- [33] Webb, 33, 37.
- [34] Holtfrerich, 132-3.
- [35] Feldman, 151.
- [36] Feldman, 152.
- [37] Holtfrerich, 132-3.
- [38] Feldman, 206.
- [39] Feldman, 207.
- [40] Feldman, 207.

- [41] Holtfrerich, 71.
- [42] Ferguson, 245.
- [43] Holtfrerich, 209.
- [44] Ferguson, 285.
- [45] Ferguson, 286.
- [46] Webb, 33.
- [47] Keynes, *Collected Writings*, 48.
- [48] Ferguson, 243.
- [49] Ferguson, 270.
- [50] Ferguson, 287.
- [51] Ferguson, 295.
- [52] Ferguson, 287.
- [53] Ferguson, 289.
- [54] Webb, 107.
- [55] See Ferguson, 311-2, for a discussion on the payments schedule.
- [56] Ferguson, 310.
- [57] Webb, 37; Ferguson, 313.
- [58] Ferguson, 298.
- [59] Ferguson, 308.
- [60] Ferguson, 343.
- [61] Keynes, 92.
- [62] Ferguson, 321.
- [63] Feldman, 445.
- [64] Webb, 56.
- [65] Ferguson, 337.
- [66] Feldman, 389.
- [67] See Bresciani-Turroni, 188-197 for more on these dynamics.
- [68] Quoted in Feldman, 389.
- [69] Bresciani-Turroni, 294.
- [70] Bresciani-Turroni, 294.
- [71] Holtfrerich, 205.
- [72] Graham, *Exchange, Prices, and Production*, 28.
- [73] Bresciani-Turroni, 297.
- [74] Bresciani-Turroni, 305-6.
- [75] Ferguson, 335-6.
- [76] Feldman, 390.

- [77] Bresciani-Turroni, 260.
- [78] Quoted in Feldman, 390.
- [79] Eichengreen, Hall of Mirrors, 134.
- [80] Quoted in Feldman, 446.
- [81] Balderston, "War Finance," 21; Eichengreen, 134.
- [82] Feldman, 445.
- [83] Quoted in Feldman, 433.
- [84] Feldman, 505.
- [85] Feldman, 418.
- [86] Feldman, 418.
- [87] Webb, 56.
- [88] Webb, 56.
- [89] Ferguson, 318.
- [90] Webb, 57.
- [91] Ferguson, 338.
- [92] Ferguson, 383.
- [93] Ferguson, 341.
- [94] Bresciani-Turroni, 81.
- [95] Quoted in Ferguson, 339-340.
- [96] Bresciani-Turroni, 80-82.
- [97] Quoted in Feldman, 355.
- [98] Webb, 14.
- [99] Webb, 14.
- [100] Holtfrerich, 75.
- [101] Ferguson, 360.
- [102] Bresciani-Turroni, 366-7.
- [103] Webb, 58.
- [104] Rupieper, The Cuno Government, 113.
- [105] Feldman, 640-1.
- [106] Feldman, 643.
- [107] Ferguson, 371.
- [108] Ferguson, 371.
- [109] Webb, 60.
- [110] Quoted in Ferguson, 376.
- [111] Webb, 3.
- [112] Eichengreen, 146-7; Bresciani-Turroni, 368.

[113] Bresciani-Turroni, 336.

[114] Feldman, 768.

[115] Feldman, 704.

[116] Feldman, 728.

[117] Eichengreen, 149.

[118] For a thorough discussion of the negotiations, see Feldman, 453-507; 658-669; 698-753.

[119] Eichengreen, 148.

[120] Eichengreen, 148.

[121] Eichengreen, 148.

[122] Ferguson, 405; Eichengreen, 149.

[123] Eichengreen, 149.

[124] Peukert, *The Weimar Republic*, 286.

[125] Eichengreen, 150.

[126] Webb, 61; Bresciani-Turroni, 353.

[127] Feldman, 784-5.

[128] Bresciani-Turroni, 342-3.

[129] Bresciani-Turroni, 343.

[130] Bresciani-Turroni, 343.

[131] Webb, 61.

[132] Bresciani-Turroni, 343-4.

[133] Bresciani-Turroni, 344.

[134] Bresciani-Turroni, 344.

[135] Bresciani-Turroni, 343; Webb 63.

[136] Bresciani-Turroni, 346.

[137] Bresciani-Turroni, 343.

[138] Webb, 63.

[139] Holtfrerich, 316.

[140] Webb, 62; Feldman, 752, 787-8. Notably, even the rentenmark was not really adequately secured. Since the gold-denominated mortgage bonds that backed the rentenmark paid 5 percent, while market interest rates for stable-value loans were much higher, these mortgages traded below par. The “real” exchange value of the rentenmark, therefore, was well below its par value. The implicit backing of the Reichsbank’s gold reserves was crucial, therefore, when it came to supporting the value of the new currency. For a more detailed discussion of the rentenmark’s backing. See Bresciani-Turroni, 340-1.

[141] Bresciani-Turroni, 346.

[142] Bresciani-Turroni, 348-9.

- [143] Bresciani-Turroni, 354.
- [144] Bresciani-Turroni, 354.
- [145] Webb, 61-62.
- [146] Webb, 62.
- [147] Hotfrench, 316-7.
- [148] Eichengreen, 147.
- [149] Eichengreen, 147.
- [150] Feldman, 770.
- [151] Bresciani-Turroni, 356.
- [152] Webb, 61.
- [153] Webb, 62.
- [154] Eichengreen, 146.
- [155] Eichengreen, 146.
- [156] Eichengreen, 146-7.
- [157] Bresciani-Turroni, 356.
- [158] Bresciani-Turroni, 356-7; Eichengreen, 146.
- [159] Bresciani-Turroni, 322.
- [160] Bresciani-Turroni, 322.
- [161] Bresciani-Turroni, 322-3.
- [162] Webb, 71.
- [163] Webb, 71; Bresciani-Turroni, 353.
- [164] Bresciani-Turroni, 348-351.
- [165] Bresciani-Turroni, 349.
- [166] Bresciani-Turroni, 349.
- [167] Bresciani-Turroni, 350-2.
- [168] Eichengreen, 150.
- [169] Eichengreen, 150.
- [170] Eichengreen, 150.
- [171] Eichengreen, 151.

美国债务危机与调整（1928—1937年）

本节详细记述美国20世纪20—30年代的债务大周期，包括大萧条。大萧条也许是通缩性去杠杆最具代表性的案例。本节将参照之前在“典型债务大周期”中所描述的模板，向读者介绍这一案例。尽管大萧条发生在近一个世纪之前，但其机理与2008年左右发生的经济危机大致相同。和分析本部分的其他案例一样，我将按时间线（这一案例的时间线基于我多年来搜集的关于大萧条的一系列书籍，而不是我在大萧条期间的个人交易经历）讲述，并提供一套实时的“新闻汇报”，列在页面的两侧，摘录当时的报纸头条报道和美联储当时的表态。

新闻及美联储公报

1925年1月31日

无线电公司增收100%

“昨日公布的美国无线电公司1924年收益报告显示其总营业收入为54 848 131美元。与之相比，1923年为26 394 790美元，1922年为14 830 857美元。”

1926年1月10日

公众购买力推动创纪录产量

“汽车工业产量再创新高，去年生产约380万辆乘用车，比1923年的上一个最高纪录多出10万辆，比去年多出约50万辆。”

1926年7月25日

美国年生产率达到峰值；商务部年鉴表示，工业与贸易活动甚至超过战争时期

“今日公布的商务部年鉴显示，1925日历年里美国的工业和商业活动‘达到美国历史最高水平，甚至高于非常的战争年代’。”

1926年8月20日

商业扩张势头有望延续

“根据国家商业银行和欧文银行-哥伦比亚信托公司的商业评估，美国商业活动将在今年最后4个月里出现扩张。它们表示，除少数几个行业外，所有贸易指数都表现良好。”

1927年1月3日

银行预测**1927年经济繁荣**

“国民城市银行在昨日发布的一份声明中预测了1927年的经济前景，它宣布，新年伊始前景看好，经济繁荣有望延续。”

1927年1月14日

福特汽车公司在**16年里赢利375 927 275美元**

1927—1929年：泡沫

在一战和1920—1921年的经济衰退之后，美国经济经历了一段科技驱动的快速增长时期。美国乡村和小城镇的持续电气化以及中产阶层队伍的壮大，为新科技开辟了巨大的市场。收音机是抢手的新科技，1922—1928年，美国人拥有的收音机台数从6万增至750万。[\[1\]](#)汽车工业也迅速发展，到1929年，路上行驶的汽车有2 300万辆，平均约每5个美国人1辆（这比1920年多出近三倍）。[\[2\]](#)科技进步也带来生产力的发展（1922—1928年，工厂工人的每小时产出增长75%）。报纸上满是科技取得突破的消息，促使人们普遍对经济感到乐观。

新闻及美联储公报

1927年6月17日

海外持有黄金现达**6 223.3万**美元，美联储银行收益较5月13日多出**268.5万**美元

1927年8月15日

德国银行警告外债偿还问题，认为外债偿还问题远未找到解决方案

1927年8月21日

杜兰特预测长期牛市

“被视为股市中最传奇人物之一的威廉C.杜兰特认为，‘我们正在走进一轮规模空前的牛市，它将延续很多年’。”

1927年9月23日

经纪人贷款创新高

“美联储委员会报告显示上周上涨3 449.9万美元，总计32.8375亿美元。”

1927年9月24日

场外交易趋缓；主要交易活动继续集中于投资信托领域

“随着交易速度的放缓，价格出现小幅回落，昨日场外交易市场大体保持本周态势。主要交易活动仍集中于投资信托领域，但就市场总体情况而言，银行股和保险股的交易主导了市场整体走势。”

1927年10月11日

哈恩表示向德国贷款安全；银行家否认会出现还款困难，并以史为证

1927年11月11日

美国银行存款额居世界之首；美联储官员表示，世界存款总额的5/8在美国

1927年12月5日

美国“牛市”令伦敦惊奇

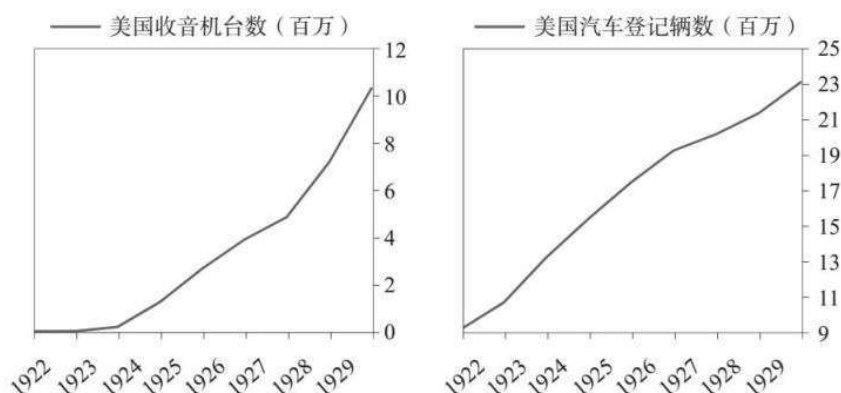
1927年12月12日

美国预计将消除贫困

“耶鲁大学经济学家欧文·费雪教授明日将发文称，商务部长胡佛所做的1921年以来经济成就报告表明，不仅大多数美国人已经享受繁荣，而且美国可能很快终结广大民众的贫困局面。”

在科技繁荣的背景下，本轮周期的早期阶段（1922—1927年）出现了强劲的经济增长和低通胀。整个时期被称为“繁盛年代”，资本家和工人都获得了充裕的收益。[\[3\]](#)企业利润上升至战后高位，失业率降至战

后低位，实际工资上涨20%以上。在1923至1926年的前泡沫时期，债务增速与收入增速保持着适度一致，因为债务融资用于可以快速增加收入的经济活动。同时，股市飙升且波动很小：从1922年年初到1927年年底，美国股票投资者的收益率超过150%。领涨的是当时最火的两只科技股——美国无线电公司（交易商称之为“无线电”）和通用汽车公司。[4]



接着，泡沫开始出现。和典型情况一样，泡沫源于这一时期生产率与科技令人目眩的进步，同时人们以杠杆化方式押注，赌这些进步会继续。一位作家阐述了人们越来越强的信念——经济已经进入“新时代”：“新时代……意味着永久的繁荣、传统兴衰周期的终结、美国人财富与储蓄的稳定增长，（以及）持续上涨的股票价格。”[5]

美国是一个极具吸引力的海外投资目的地。当时美国和大多数其他国家都实行金本位制，这意味着各国政府承诺其货币能以固定的兑换率兑换黄金，从而让贷款人确信政府不会通过大量印钞稀释贷款人的债权。黄金从其他国家流入美国，因为投资者实际上是用黄金购买美元的。这一因素对于1929年大崩盘前夕的事态演变起到了重要的决定作用，但是我们在此暂不深入阐述此事。

当其他国家（法国、德国和英国）开始担忧本国黄金过快流失的问题时，它们促请美联储下调美元利率，以降低美元的吸引力。1927年春，美联储更关注经济增长和通胀，而忽视购买金融资产的债务增长，它将贴现率从4%降至3.5%。这自然间接鼓励了美国信用创造。这是央

行在无意中吹大泡沫的典型方式。

在宽松政策作用下，经济加速增长，经济增长强劲的消息被全美各地的报纸和电台大力宣扬。1928年下半年，工业生产增长9.9%，汽车产量创历史新高。这一繁荣景象让人们欣喜若狂。1929年年初，《华尔街日报》描述了美国经济普遍增长的局面：“我们不记得何时像今天这样，新年伊始，商业环境就如此稳健……一切都预示着工业生产将全面展开，铁路运输量将创纪录。”[\[6\]](#)

新闻及美联储公报

1928年2月25日

纽约州投资信托有异议

“共和党立法领导人和纽约州银行厅今天对司法部长艾伯特·奥廷格提出的投资信托法案提出异议……但参议院多数派领袖约翰·奈特明确表示，共和党计划让司法部长的立法提议通过……‘投资信托业务庞大且不断发展，它们需要一定监管’。”

1928年2月29日

新投资信托成立

1928年3月13日

许多股票价格狂飙，日间交易破纪录

“昨日市场状况将人们的疑虑一扫而光——上周在股票交易所发生的情况不会影响投机心理。股市交易量昨日达到387.5万，创历史纪录。”

1928年3月25日

投机狂热席卷市场；大赚快钱的故事吊起公众胃口，投机热情空前高涨

1928年5月4日

企业报告显示形势趋好

“昨日公布的今年第一季度企业盈利和销售状况环比明显改善。”

1928年7月25日

投资信托列举价格上涨的资产

1928年7月26日

美国银行状况受赞誉

“全国银行监管协会秘书长R. N.西姆斯发布的年度报告中的数字显示，美国银行业的资本、存款和总资金规模都达到了空前水平。”

1928年9月2日

汽车制造商创造新纪录

“几家汽车制造商在8月创造了历年来本季节新的高产量纪录，汽车业整体也继续保持今年以来的快速发展势头。”

1928年9月14日

新投资信托：美国联盟已获475万美元资金注入

美联储的宽松政策也带来了股市的牛市，市场显示出典型泡沫时期的一切特征。我在此重申我提出的泡沫的基本特征。

- 1.以传统尺度来衡量，物价较高。
- 2.物价低估了未来物价在这些高位基础上的快速上涨。
- 3.存在普遍的看涨情绪。
- 4.人们通过高杠杆融资购买。
- 5.买家进行了超长期的远期购买（如积累库存、签署远期购买合同等），以进行投机或保护自己免受未来物价上涨影响。
- 6.新买家（即之前没有进入市场的买家）已进入市场。
- 7.刺激性货币政策有助于泡沫扩大，而紧缩政策有助于泡沫破裂。

在1927至1928年间股价上涨近一倍后，在借债（即保证金）融资的支撑下，股票的市盈率处于极高水平。许多股票的市盈率高达30倍。[\[7\]](#) 1929年出版的俄亥俄州立大学教授查尔斯·阿莫斯·戴斯的畅

销书《股市新水平》反映了普遍的牛市情绪。他论称，各种各样的投资者不断涌入市场，推动股票估值几乎永远走高。他宣称：“已经过时的预测股票走势的逻辑……就是‘有涨必有跌’这种老生常谈。”[8]

新买家涌入市场，其中很多是以前没有股市经验的投资新手，这是泡沫的典型迹象之一。经纪公司迅速扩张，以满足全美各地跃跃欲试的投机者的需求。1928—1929年，华尔街以外的分支机构数量增加了50%以上。[9]一位经纪人在1929年宣称：“无论走到哪里，都能碰到说自己正在股市里赚钱的人——餐桌上、桥上、高尔夫球场、有轨电车上、乡村邮局、理发店、各种各样的工厂和商店。”[10]

在此期间，购买股票的资金来自快速增长的高杠杆，而且越来越多的杠杆操作发生在受监管、受保护的银行系统之外。一般来说，新贷款市场快速发展，并且大量加杠杆，这就是泡沫生成的预兆。银行通常能通过提供担保或者以一定的方式将资产重新组合打包，让投资者觉得这些新资产是安全的，而在没有一场危机来对这些资产进行压力测试的情况下，这些资产的安全性究竟如何是说不准的。如果不受监管者监督、理解和管控，这些“金融创新”通常会导致另一场危机。在一种共生共荣的关系中（银行家以高利差借款给投机者，投机者以杠杆方式购买股票，推高股价从而赚钱），银行家和投机者赚了许多快钱。1929年，在银行系统之外加杠杆且发展最快的两个贷款渠道是通知放款和投资信托。[11]

作为一种出现相对较晚的创新，通知放款逐渐发展成可以为投资者提供保证金贷款的巨大市场。通知放款的期限每日调整，从而反映市场利率和保证金要求，因为每日都调整，所以贷款人可以在任何时候“通知”借款人还款。通知放款造成了贷款人与借款人之间的资产/负债错配，因为借款人利用短期债务融资，购买高风险的长期资产，而贷款人向愿意支付更高利率的高风险借款人提供贷款。债务危机的一个典型特征是，在泡沫期间承受了过高的债务/负债错配的贷款人与借款人会面临资金困境。

一群新的投资者进入了通知放款市场，向蜂拥而至的投机者提供贷款。因为通知放款的利率高于其他短期利率，而且贷款人需要时可以随时要求借款人还款，所以，作为企业投资富余资金的安全渠道，通知放

款流行起来。[12]海外资金也从伦敦、香港等地涌来。正如一位历史学家后来描述的：“一条巨大的金河开始汇聚到华尔街，全是为了帮助美国人以保证金的形式持有普通股。”[13]美联储系统之外的贷款人（即非银行和外国人）提供的资金占通知放款市场资金的比例从1928年年初的24%上升到1929年10月的58%。[14]这给市场增加了风险，因为假如这些非银行出现资金短缺而需要流动性，美联储将无法给它们贷款。

新闻及美联储公报

1929年1月4日

穆迪预测市场，表示1929年有望大体再现1928年的繁荣

“穆迪投资者服务公司总裁约翰·穆迪表示，美国自1923年以来的繁荣进程仅遇到小挫折，可能在未来长期延续，不会出现大变动。”

1929年1月7日

大通银行资产创历史新高

1929年2月2日

美联储的规诫

“美联储银行昨日就通知放款市场里的企业贷款风险发出严肃警告，也不能对企业在该市场里拥有的资金总额以及通知还贷的做法产生任何显著影响。然而，央行有关部门对这种不寻常的新做法的观察，昨日引起了巨大关注，并使人们对这种约一年前看起来不合逻辑的操作有了新的关注。”

1929年2月15日

经漫长辩论，美联储银行将利率维持在5%

“昨晚议息会议持续近5小时，加剧了华尔街的紧张情绪，美联储纽约银行董事决定将该行的再贴现率维持在5%不变。”

1929年2月27日

为许多账户设立的新信托成立：农民贷款为可撤销信托的自愿投资确立了基本原则。为分散经营风险，可撤销信托

由复合型基金组成，公司担任受托人和管理者

1929年3月14日

工业报告乐观，通知放款放宽，股市适度反弹

1929年3月15日

投资者估计将行使买入期权

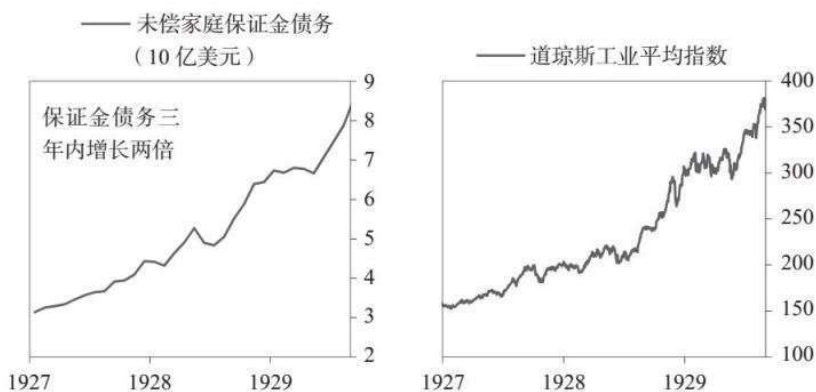
1926年3月

票据利率和贴现率上调

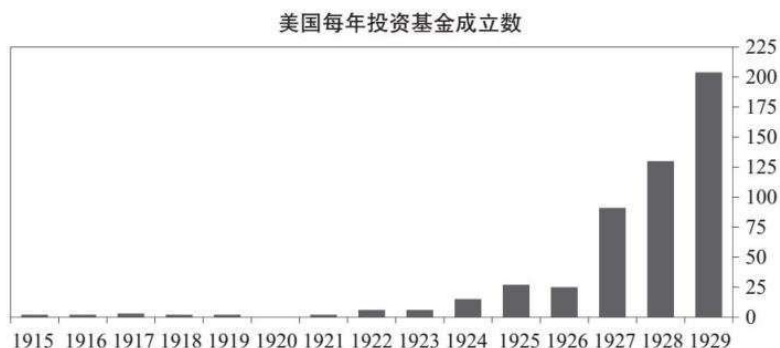
“美联储纽约银行的承兑汇票购买利率在2月15日上调，承兑期限在45日以内的从4.75%~4.875%上调到5%，承兑期限超过45日的从5%上调到5.125%~5.75%。美联储达拉斯银行把所有种类票据的贴现率都从4.5%上调到5%，无论其承兑期限多长，该规定自1929年3月2日起生效。”

——美联储公报

下图展示了泡沫期间保证金债务激增，以及随之而来的股价上涨。



泡沫期间快速发展、促使新投机者进入市场的另一项金融创新是投资信托。投资信托最初起源和普及于英国，这些公司发行股票，并将收益投资其他公司的股份。[\[15\]](#)著名经济学家欧文·费雪赞誉信托为缺乏足够资金来购买多个公司股份的投资者提供了“广泛且管理良好的多元化”。[\[16\]](#)随着股市的繁荣，信托基金数目暴增。到1929年，新的信托基金以每周近5只的速度推出，这些公司的发行金额占新筹集资金的



投资信托的推销者宣称，信托的多元化让金融系统更安全。然而，在泡沫期间，许多信托使用杠杆来放大回报，这为投资者带来风险。而且许多投资者不清楚证券的性质，以为近些年的情况会持续下去，他们借入保证金贷款，给已经杠杆化的信托股份加杠杆，从而加大了这一风险。 [18]

随着股价的飙升，投机者继续加杠杆，赚得巨额利润，吸引更多买家入市，如法炮制。股价越上涨，投机者就越大胆地赌股价还会涨得更高。

同时，随着上涨的股价刺激股票的发行，股票的供给在增加。 [19] 在泡沫时期的这一阶段，物价越上涨，信贷标准就越往下调（尽管往上调才合乎逻辑），这是因为贷方和借方都发现，用借来的钱放贷和买股票都能赚大钱。

新闻及美联储公报

1929年3月26日

货币利率飙升至**14%**，股价大幅下挫

“美国信贷供应的收紧导致昨日纽交所证券发生有史以来最大跌幅之一，收紧趋势上周已有预兆，但股市投机者并未认真对待。在纽交所历史上，只有两次下挫的范围比这次更广。”

1929年3月27日

股票暴跌后反弹，日交易8 246 740股

“股市在收盘前最后一小时快速反弹，幅度为5%~20%不等，使许多股票回升至一定水平，填平当日亏损，但对成千上万在当天更早时抛售了股票的股民和投机者而言，这番反弹来得太迟了。”

1929年3月28日

银行家救助市场，股票大幅上涨

“在周一和周二的猛烈风暴之后，昨日市场变得平静。显而易见，在紧要关节得到了妥当支撑，纽约银行家随时准备以现行利率提供所需的所有资金，所以股民重获了勇气。”

1929年4月21日

美国钢铁将于9月1日赎回债券；通知将以115美元的价格赎回1.34亿美元债券，是为有史以来的最大规模的债券赎回行动之一

1929年4月22日

1928年的投资信托收益

“1928年美国投资信托从投入资金中获得11.2%的平均净收入，若加上未实现利润的话，总计可达25%。”

1929年4月23日

投资信托上市草案

“纽交所受到来自其成员企业的多方压力，这些成员企业自身已经对投资信托很感兴趣，要求授予投资信托证券上市待遇。据报道，纽交所有关部门已在原则上同意允许此类证券上市交易。这是自一战结束以来纽交所管理者面临的最重大问题之一，因为涉及的证券的市值高达20亿美元。”

1929年4月25日

墨菲公司成立投资信托，格雷默公司将携逾500万美元的资金开业

杠杆化主要发生在“影子银行”体系中，当时银行大体看起来并没有过度杠杆化。在1929年6月，银行看起来比1920—1921年经济衰退之前

健康得多：它们不仅取得创纪录的收益，而且资本充足率有所提升（从14.9%升至17.2%），资产负债更稳定，因为定期存款占负债的比例上升了（从23.3%升至35.7%）。[20]在分析师看来，1929年的一系列大银行合并进一步增强了银行业的实力。[21]一般来说，银行收益和负债表在经济繁荣时期看起来很健康，因为资产价值高企，且有存款为后盾。只有当发生存款挤兑，资产价值下跌时，银行才会遇到麻烦。

尽管美联储理事们讨论了要不要抑制刺激股市投机行为的快速放贷，但他们不大愿意上调短期利率，因为经济并没有过热，通胀率依然较低，而且上调利率会伤害所有借款人，不只是投机者。[22]通常最严重的债务泡沫并不是与不断上涨的通胀率相伴，而是与债务增加助推的资产价格上涨相伴。央行往往犯下容忍债务增加的错误，原因是央行聚焦于通胀率和（或）经济增长率，而不是债务增加，资产价格随之上涨，以及将来债务能不能创造足够偿债的收入。



美联储并没有提高贴现率，而是制定了旨在抑制银行信贷供给的宏观审慎（即监管）措施，其中一些监管措施包括降低贷款接受率、增强对信贷安排的监管。[23]美联储给地区银行写了一封公开信，斥责“投机性担保贷款占全国信贷的比例过高”，并威胁说，美联储可能拒绝借钱给试图为这种贷款提供资金的银行。[24]但这些举动收效甚微。

新闻及美联储公报

1929年6月21日

奥尔德雷德赢利146.4万美元，投资信托持有的4家公用

事业机构和1家工业企业的股票上涨

1929年6月24日

新的投资信托成立，哈德逊-哈莱姆谷地公司将购入银行与信托股票

1929年7月3日

6月美国银行业借款增加；美联储报告称增至**4.25亿美元**，为近年来最高

1929年7月13日

买入潮推动股市大涨

1929年7月27日

投资信托收益增加

1929年8月10日

银行利率上升引发抛售潮，股价下跌

“美联储纽约银行决定将再贴现率从5%升至6%。此举有双重目的：放宽今秋的商业信贷条件，遏制纯粹投机性的用于购买证券的信贷供给。该决定昨日在美国股市引发忧虑性抛售风暴。外国市场也疲软、不稳定。”

1929年8月17日

就业人数在7月略有下降，但比**1928年**高**6%**，企业盈利**上涨7%**

“美国劳工部劳工统计局发布的报告显示，1929年7月就业人数较6月减少0.2%，工资总额下降3.8%。”

1929年8月20日

美国钢铁引领多只股票快速上涨——货币利率保持不变

“货币利率与上周最终数字相比保持不变，昨日股市延续近期常态，快速上涨……以美国钢铁为首，6只不同类型的工业股的价格飞快上涨。”

1929年8月9日

贷款总额达60.2亿美元，银行利率升至6%

“经纪人贷款连续4周创下历史新高，首次突破60亿美元大关。有鉴于此，美联储纽约银行董事昨日将再贴现率从1928年7月13日以来一直维持的5%上调至6%。本次利率上调完全出乎金融界意料。”

1929年年底：触顶与崩盘

政策收紧刺破泡沫

1928年，美联储开始收紧货币政策。2—7月，利率上调1.5%至5%。美联储希望减缓投机性信贷的增长，同时又不伤害实体经济。一年后的1929年8月，美联储再次加息至6%。随着短期利率的上升，收益率曲线趋于平缓并倒挂，流动性下降，同时随着现金等短期资产的收益率走高，这些资产的回报率上升。随着贷款成本的升高，持有现金变得比持有期限更长及（或）风险更高的金融资产（如债券、股权和房地产）更具吸引力，资金就从金融资产中撤出，导致其价值下跌。资产价格下跌造成负面财富效应，在金融市场上形成恶性循环，促使支出和收入的下降，反过来影响实体经济。泡沫倒转，演变为崩溃。



政策收紧刺破了泡沫。其发生过程如下。

最初的不祥征兆出现于1929年3月。有消息称华盛顿的美联储委员会每天都在开会，但没有披露会议细节，于是华尔街风传美联储准备打压投机性贷款。[\[25\]](#)股市经历了两周的小幅下挫，因为有报道称美联储委员会在周六召开了例外会议，于是3月25日和3月26日，股市连续两天大幅下挫。随着恐慌情绪笼罩市场，道琼斯指数下跌逾4%，通知放款利率升到20%，交易量达到创纪录水平。[\[26\]](#)小户杠杆投资者收到一波追加保证金通知，被迫抛售所持股票，加剧了股市下跌。在美联储选择不采取行动后，国民城市银行行长查尔斯·米切尔（他也是美联储纽约银行的董事）宣布，该行随时准备向市场贷款2 500万美元。[\[27\]](#)这让市场平静下来，利率下跌，股价反弹。股市恢复上涨，但这预示着股市很容易受到信贷市场紧缩的影响。

新闻及美联储公报

1929年9月6日

巴布森预测股市“崩盘”，费雪持相反意见

“统计学家罗杰·巴布森今天在于韦尔斯利的巴布森公园举行的第16届全国商业大会上表示，当前明智的投资者将会还清贷款，并避免保证金投机，因为股市不可避免地要‘崩盘’……全美首屈一指的经济学家和市场研究者、耶鲁大学的欧文·费雪教授则认为，‘股价不算太高，华尔街也不会遭遇崩盘’。”

1929年9月6日

黑色预言引发股价下挫

“昨日下午，晴天一声霹雳，纽交所爆发抛售风暴，一小时内各种证券的公开市场价值蒸发数百万美元。这是纽交所历史上最纷乱的时刻之一。成千上万小投机者被洗劫一空，直到昨日中午，他们还享受着自己的纸面利润，恬然自乐。在收盘前纷纷扰扰的一小时里（最终行市表直到近4点时才在纽交所的收报机上打印出来），约200万股被处理，纽交所被这场清算洪流重创。”

1929年10月4日

股市遭遇年度最剧烈下挫

“昨日下午，纽交所股价剧烈下挫，最初反应温和，但激烈程度一小时一小时地增强。最后几小时里，一场大清算席卷市场，数百

万美元的证券公开市场价值荡然无存。在两个多小时的时间里，就发生了今年最大跌幅。这次下跌早有预兆：随着经纪人贷款的逐周上升，金融环境持续收紧；过去两周里的市场波动反映了紧张和明显犹豫的市场情绪。”

1929年10月8日

股市持续反弹

“在一段短暂的犹豫之后，纽交所从周六开始反弹。当日股价再度走高，多只股票涨幅达到10%，大多数股票以接近当日最高价的价格收盘。”

1929年10月13日

银行盈利保持稳定上升趋势，存款额也在第三季度上涨——股市维持稳健基调

尽管增长有所放缓，但经济在1929年中期保持强劲。6月的美联储公报显示，截至4月，工业产量和工厂就业人数保持在历史最高水平，而且建筑业指数在经历第一季度的下滑后强势反弹。[28]

5月，股市再次出现短暂抛售，之后加速反弹，泡沫达到即将破裂的程度。股市在6月、7月和8月分别上涨约11%、5%和10%。不断加速的杠杆化支撑了这轮上涨，6—8月，家庭保证金债务增加逾12亿美元。

货币继续收紧。8月8日，鉴于宏观审慎政策显然未能让投机性放贷放缓，美联储纽约银行将贴现率上调至6%。[29]同时，出于对高股价和高利率的担忧，经纪人收紧了通知放款条件，并提高了保证金要求。前一年保证金要求曾经降至10%，而这一年大多数经纪人的保证金要求提高至45%~50%。[30]

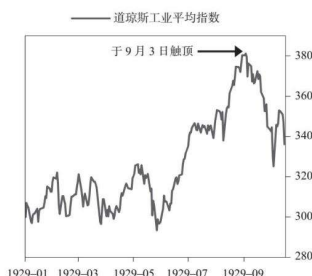
股市在9月3日触顶，道琼斯指数收于381——这一水平在未来25年多里都无法再现。

需要记住的是，并没有特定的事件或冲击导致股市泡沫破裂。正如泡沫时期的典型情况一样，由于价格不断上涨，杠杆化投资者需要以不可持续的速度加速购股，原因有二：一是投机者和贷款人的仓位都已接近或达到最大极限，二是政策收紧会改变杠杆化的经济效益。

9月和10月初，随着一系列坏消息打击投资者信心，股价开始下跌。9月5日，统计学家罗杰·巴布森在全国商业会议上发表演讲，警

告“资金紧张”可能导致股价暴跌。他演讲后股市发生抛售，下挫2.6%，这被称为“巴布森下挫”。9月20日，克拉伦斯·哈特里的伦敦金融帝国因欺诈指控而解体，引发市场震荡，迫使一些英国投资者通过出售美国股票筹资。[\[31\]](#) 9月26日，英格兰银行将贴现率从5.5%上调至6.5%的8年高位，一些欧洲国家也加以效仿。[\[32\]](#)

到10月中旬，这些事件共同导致市场从高位下落10%。大多数投资者和各大报专栏作家认为，最坏的情况已经过去，近期的波动对市场有利。10月15日，经济学家欧文·费雪宣称：“股市似乎达到了永久性的高位。”[\[33\]](#)



股市崩盘

接着，市场一落千丈。因为在此期间每天都世事纷纭，为了让读者能深入理解，我将改用一种几乎是逐日记述的模式，通过我的描述和新闻汇报记录事态发展。

股票在10月19日（周六）大幅下跌，创下了周六交易量的史上次高纪录，同时跌势不断自我强化。收盘后经纪人发出一批追加保证金通知，这要求那些以杠杆化方式持有股票的人要么追加现金（这很难做到），要么卖出股票。于是他们不得不卖出股票。[\[34\]](#)周日《纽约时报》的新闻头条是《抛售潮席卷市场，股市下跌》，[\[35\]](#)但交易者仍普遍预计周一开盘后市场会恢复正常。在周末，J. P. 摩根公司的托马斯·拉蒙特写信给胡佛总统谈他的经济观察，他说：“未来看起来一片光明。”[\[36\]](#)

自10月21日起的一周，市场出现猛烈抛售。一位分析师形容周一的抛售潮“猛烈而势不可当”。[\[37\]](#)交易量再度破纪录。新一轮追加保证金通知发出，杠杆化投资者纷纷惊慌抛售。[\[38\]](#)市场在周一收盘时反弹，所以周一的跌幅小于上周六的跌幅。

新闻及美联储公报

1929年10月13日

调查显示抵押贷款创造了良好的价值回报，投资回报率高于股票和债券。保险报告在统计研究中对104家领头企业的持股状况加以比较

1929年10月20日

受大量清算打击，股市重挫——交易速度接近创纪录

“昨日股市重挫，股价暴跌，无疑有两点原因：一是许多金融机构抛售股票，二是强制性清算风暴再次降临。”

1929年10月22日

股市再度下跌，但在强劲支持下收盘时反弹

1929年10月23日

米切尔谴责股市下跌；访欧归来，他表示许多证券的卖价都低于真实价值

1929年10月23日

股市大幅上涨，但近收盘时下跌

1929年10月24日

股价在大规模清算中暴跌，总计下跌达数十亿美元

“因对一个半月来的股价下跌感到恐惧，成千上万的股民昨日下午抛售股票，这场抛售风暴导致史上最大跌幅之一。即使是最成熟的、股息回报丰厚的股票，也被不计成本地甩卖，结果是一场大规模崩溃，股价下跌，跌幅有几点，也有高达96点的。”

1929年10月24日

小麦价格在抛售潮中下跌；股市暴跌影响谷物，谷物价格急遽下滑

“小麦市场反映今日股市暴跌，收盘价格下跌4~4.25美分，跌至本季度新低。”

1929年10月25日

金融家缓解紧张局势

“在卖单剧烈冲击股市的时刻遏制纽交所交易下滑。这归功于银行业领袖，此前他们被匆匆召集于J. P.摩根公司的办公室开会，并在会上采取行动，逆转了市场走势。”

周二市场小幅上涨。周三开盘时平静，但收盘前的情况彻底粉碎了人们对最坏情况已经过去的希望。收盘前最后一小时里卖单暴增，推动股市大幅下挫，这引发了新一轮追加保证金通知和更多的强制抛售。

[39]道琼斯指数遭遇截至当时的最大单日跌幅，下跌20.7点（6.3%），收于305.3。

由于市场在很晚的时间出现大举抛售，经纪人在当晚发出规模空前的追加保证金通知，要求投资者大幅追加抵押品，以避免周四开盘时被平仓。[40]许多投资者将被强制出售所持股票。

纽交所的所有员工都收到提醒——要为周四早晨出现的大量追加保证金通知和卖单做好准备。整个金融区都部署了警察，以防出现骚乱。纽交所主管威廉·R.克劳福德后来描述说，开盘前“电流凝结在空气里，用刀才能切断”。[41]接着，崩溃与恐慌就发生了。

周四开盘相对平静些，但接着就发生了雪崩式的抛售，市场陷入恐慌。[42]卖单从全美各地涌来，压低股价，引发更多的追加保证金通知，这又进一步压低了股价。投资者的抛售速度太快，交易员来不及成交。一名交易所电话接线员生动地描绘了现场状况：“我无法得到任何信息，整个交易所一片混乱。”[43]企业破产的流言甚嚣尘上，随着消息的传播，巨大的人潮聚集在金融区。[44]这一天后来被称为“黑色星期四”，到中午时，主要指数下跌逾10%。

中午时分，一小群主要银行家在J. P.摩根公司的办公室会面，并商定了一项市场稳定计划。被称为“银行家池”的这一计划承诺购买1.25亿美元的股票。到下午，代表这些银行家的交易员开始以高于当时价格的买价下大量买单。[45]在关于该计划的消息传开后，其他投资者积极买入，股价上涨。道琼斯工业指数在触及272的低点（下跌33点）后反弹，收盘时为299，全天里只下降了6点。[46]结果显示，这只是多次失败的救市行动的第一次。下图是次日《纽约时报》的头版。

新闻及美联储公报

1929年10月25日

风暴日后华尔街保持乐观

“行业高管和一些主要银行机构负责人表达了明确的乐观情绪，普遍感觉是最猛烈的风暴已经过去。经纪人的观点是，之所以出现失控性抛售，并不是由于市场存在任何固有缺陷，而是由于公众产生了警觉情绪……”

1929年10月25日

市场下跌时刻，投资信托动用储备资金大量买入股票

1929年10月26日

市场趋于稳定，股市上涨；银行家承诺继续支持；胡佛表示商业基础稳健

1929年10月27日

银行业扶助受冲击的股市

“人们在最终记述激荡人心的过去一周的金融史时，会用不同凡响的一章来讲述这座城市的银行业领袖如何组建联盟，支撑受冲击的股市。”

1929年10月27日

周末交易较为活跃，股市走低

1929年10月27日

债券交易商反映，投资者撤出股市，返回固定收益类证券市场

“与上周美国股市崩盘形成鲜明对照的是，纽交所债券交易及场外债券交易活跃度达到今年以来最高水平，债券价格也随之上升。”

1929年10月28日

低股票收益率压低股价；柏林认为，投资股票估值异常导致美国股市崩盘

1929年10月29日

股市下挫拖累皮草交易；皮草期货收盘下跌15~40点，

总重量为172万磅 [47]

1929年10月30日

美联储委员会认为无须采取行动：官员表示乐观，经6小时会议后，决定不调整纽约的再贴现率

WORST STOCK CRASH STEMMED BY BANKS; 12,894,650-SHARE DAY SWAMPS MARKET; LEADERS CONFER, FIND CONDITIONS SOUND		
FINANCIERS EASE TENSION Five Wall Street Bankers Hold Two Meetings at Morgan Office. CALL BREAK 'TECHNICAL' Lamont Lays It to 'Air Holes' —Says Low Prices Do Not Depict Situation Fairly.	Wall Street Optimistic After Stormy Day; Clerical Work May Force Holiday Tomorrow Confidence in the soundness of the stock market structure, notwithstanding the upheaval of the last few days, was voiced last night by bankers and other financial leaders. Sentiment as expressed by the heads of some of the largest banking institutions and by industrial executives as well was distinctly cheerful and the feeling was general that the worst had been seen. Wall Street ended the day in an optimistic frame of mind. The opinion of brokers was unanimous that the selling had got out of hand not because of any inherent weakness in the market but because the public had become alarmed over the steady liquidation of the last few weeks. Over their private wires these brokers counseled their customers against further thoughtless selling at sacrifice prices. Charles E. Mitchell, chairman of the National City Bank, declared that fundamentals remained unimpaired after the declines of the last few days. "I am still of the opinion," he added, "that this reaction has had its common cause."	LOSSES RECOVERED IN PART Upward Trend Starts With 200,000-Share Order for Steel. TICKERS LAG FOUR HOURS Thousands of Accounts Wiped Out, With Traders in Dark as to Events on Exchange.

10月25日《纽约时报》, © 1929年纽约时报公司。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。
未经明确书面许可，禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

周四收盘后，约35名经纪人开始发起另一次稳定市场的行动。他们相信最猛烈的风暴已经过去，所以在周五的《纽约时报》上发了一整版广告，自信地告诉公众，是时候买入了。[48]同一天，胡佛总统宣布：“美国企业的基本面，即商品的生产与分配，有着稳健而繁荣的基础。”[49]本周剩下几天里股市稳定，周日的报纸再次表示乐观，认为低价将促成下周的股市反弹。[50]

但在10月28日（周一），崩溃和恐慌再临，各路投资者纷纷抛出卖单。值得注意的是，很多抛售来自经纪公司，因为企业在恐慌中要求经纪公司立即还款。[51]当日交易量再创纪录，逾900万股易手（收盘前最后一小时里就有300万股）。[52]道琼斯指数收盘时下跌13.5%，是史上最大单日跌幅。这一天后来被称为“黑色星期一”。收盘后“银行家池”再次开会，激发了乐观情绪，但他们没有宣布进一步的买入措施。[53]

1929年10月

美联储调整资产组合

“美联储银行在公开市场上购买承兑汇票，满足了对于美联储银行信贷的额外需求。继7月和8月调低票据购买利率之后，美联储银行收到的承兑汇票卖出要约迅速增多，8月1日—9月30日，这些银行持有的票据总值上升逾2亿美元。”

——美联储公报

1929年10月30日

股市继续惨跌，单日跌幅创历史纪录

“截至昨日股市收盘前夕，清算大潮毫无缓解征兆。昨日实际交易量为1 640万股，远高于上周四的1 280万股，同时，一长串知名股票的价格下跌了25~40点。”

1929年10月30日

普遍认为风暴已经过去，经济基本面稳健。没有“灾难”迹象；股市下跌被认为是短期因素所致，经济繁荣不受影响

1929年10月30日

保险业领袖被敦促购买股票；康威表示价格水平提供投资良机

1929年10月31日

股市大幅回升，少数股票进一步下跌——货币利率为6%，英镑强劲

“昨日股市实际上证明，恐慌性清算已被遏制，诚意买家的下单正在发挥其自然效果。本周疯狂抛售必然最终停止，股价将向上反弹。”

1929年10月31日

银行股上涨5~500点；交易量巨大

“昨日银行股股价反弹，交易量据说超过周四的纪录。大量买入使价格上涨5~500点。国民城市银行交易量再居首位，当日收盘价

上涨85点.....投资信托的走势呈现不规律走势。”

STOCK PRICES SLUMP \$14,000,000,000 IN NATION-WIDE STAMPEDE TO UNLOAD; BANKERS TO SUPPORT MARKET TODAY

*Sixteen Leading Issues Down \$2,893,520,108;
Tel. & Tel. and Steel Among Heaviest Losers*

A shrinkage of \$2,893,520,108 in the open market value of the shares of sixteen representative companies resulted from yesterday's sweeping decline on the New York Stock Exchange.

American Telephone and Telegraph was the heaviest loser, \$448,905,162 having been lopped off of its total value. United States Steel common, traditional bellwether of the stock market, made its greatest nose-dive in recent years by falling from a high of 202 1/4 to

PREMIER ISSUES HARD HIT

**Unexpected Torrent of
Liquidation Again
Rocks Markets.**

10月29日《纽约时报》，©1929年纽约时报公司。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。
未经明确书面许可，禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

周一晚间，经纪人又发出一大批追加保证金通知，周二开盘前已有1.5亿美元的通知放款撤离市场。[\[54\]](#)美联储试图通过提供流动性应对股市急剧下挫。在凌晨三点和董事们开会后，美联储纽约银行主席乔治·哈里森在开盘前宣布，美联储将注入1亿美元的流动性，通过购买政府证券缓解货币市场的信贷紧缩。哈里森需要得到位于华盛顿的美联储委员会的批准，但他不想等，而是在常规的公开市场投资委员会账户之外进行了这笔购买。[\[55\]](#)一般来说，现在的制衡机制旨在确保金融系统在正常时期的稳定运行，往往难以应对必须当机立断采取行动的危机。在1920年年底，美国几乎没有成熟完善的政策途径可用来应对债务崩溃及其多米诺骨牌效应。

尽管美联储注入流动性舒缓了信贷状况，且可能避免了一些企业破产，但这不足以在后人所称的“黑色星期二”阻止股市崩溃。从周二开盘起，大量股票交易涌入市场，并推动价格下跌。[\[56\]](#)有传言称“银行家池”已转向卖盘，进一步刺激了恐慌情绪。[\[57\]](#)纽交所成员在中午开会讨论闭市，但最终决定不这么做。[\[58\]](#)投资信托遭受的损失尤其严重，这是因为在泡沫时期提高收益的杠杆化开始产生反作用。高盛交易公司下跌42%，蓝岭一度下跌达70%，后来才稍有恢复。[\[59\]](#)道琼斯指数收盘时下跌11.7%，是史上第二大的单日跌幅。市场两天内下跌了23%，杠

杆化投机者及其贷款机构的问题开始浮现。

新闻及美联储公报

1929年11月

全美企业概况

“本月工业活动增幅低于本时期的通常水平。本月产量仍然高于一年前的水平，今年第三季度生产增长率约比1928年高10%。建筑合同签订数量进一步下降。9月中旬至10月中旬银行贷款增加，这主要反映了担保贷款的增多。”

——美联储公报

1929年11月

贴现率与票据利率调整

“自11月1日起，美联储纽约银行将所有种类和期限票据的贴现率都从6%降至5%。10月25日，纽约银行将承付期限少于90日的票据的购买利率从5.125%降至5%后，自11月1日起，进一步降至4.75%。自11月1日起，承付期限为4个月的票据的购买利率从5.125%降至4.75%，承付期限为5~6个月的票据的购买利率从5.5%降至5%。”

——美联储公报

1929年11月1日

英格兰银行意外降息，降至6%，纽交所欢呼——股价上涨

“今晨英格兰银行行长意外宣布大胆行动，将银行利率降至6%。在过去艰难的5周里，该利率一直维持在6.5%。”

1929年11月5日

在一个有序卖出的交易日里，各股下跌2~17个百分点；交易时间缩短为3个小时；股价持续下跌

“昨日由于买入要约在最后一刻被取消，未能对股市产生支撑作用，再加上出现意料之外的抛售，股市开盘时大幅下跌，其后5小时里交易有序进行，股价持续下跌。”

1929年11月22日

上市债券普遍上涨；政府债券抢手，其中5只创下今年以来最高纪录

“昨日上市债券市场普遍进一步上涨，美国政府债券保持了旺盛需求。”

1929年11月29日

欧洲普遍认为胡佛计划将缓解但无法阻止交易颓势

1929年12月1日

胡佛稳定计划需要谨慎执行；基本原则合理，但应区别对待新建设与拟议的商业扩张计划

STOCKS COLLAPSE IN 16,410,030-SHARE DAY, BUT RALLY AT CLOSE CHEERS BROKERS; BANKERS OPTIMISTIC, TO CONTINUE AID

LEADERS SEE FEAR WANING
Point to 'Lifting Spells' in Trading as Sign of Buying Activity.

GROUP MEETS TWICE IN DAY
But Resources Are Unable to Stem Selling Tide—Lamont Reassures Investors.

HOPE SEEN IN MARGIN CUTS

240 Issues Lose \$15,894,818,894 in Month; Slump in Full Exchange List Vastly Larger

The drastic effects of Wall Street's October bear market is shown by valuation tables prepared last night by THE NEW YORK TIMES, which place the decline in the market value of 240 representative issues on the New York Stock Exchange at \$15,894,818,894 during the period from Oct. 1 to yesterday's closing. Since there are 1,279 issues listed on the New York Stock Exchange, the total depreciation for the month is estimated at between two and three times the loss for the 240 issues covered by THE TIMES table.

Among the losses of the various groups comprising the 240 stocks in THE TIMES valuation table were the following:

Group.	Number of Stocks.	Decline in Value.
Railroads	25	\$1,128,686,488
Public utilities.....	29	5,135,734,327
Motors	15	1,889,840,902
Oils	22	1,832,617,778
Coppers	13	2,403,403,820
Chemicals	9	1,621,697,897

The official figures of the New York Stock Exchange showed that the total market value of its listed securities on Oct. 1 was \$27,072,820,452. The decline in the 240 unrepresentative issues alone

CLOSING RALLY VIGOROUS
Leading Issues Regain From 4 to 14 Points in 15 Minutes.

INVESTMENT TRUSTS BUY
Large Blocks Thrown on Market at Opening Start Third Break of Week.

BIG TRADERS HARDEST HIT

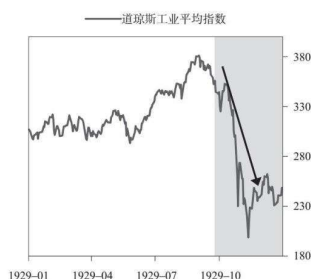
10月30日《纽约时报》，© 1929年纽约时报公司。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。未经明确书面许可，禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

周三，股市反弹，上涨12.3%，像这样的熊市期间的猛烈反弹多次出现于重大债务危机的萧条阶段。这次反弹后，纽交所宣布次日交易将从中午开始，并将在接下来的周五和周六闭市，以处理未完成的文牍工作。[60]

美联储和英格兰银行都在周四降息：英国央行将贴现率从6.5%降至

6%，相应地，美联储将其银行利率从6%降至5%。[\[61\]](#)有消息称，未偿通知放款总金额已经比上周下降逾10亿美元，令交易者鼓舞。人们相信最猛烈的强制抛售风暴已经过去，所以市场再次反弹。

但周一开盘后，因为试图利用上周的反弹获利，投机者纷纷抛售，股市再次暴跌。到周三，道琼斯指数在该周已下跌15%。接下来的一周，股市也继续下跌。



股市崩盘期间，铁路债券及其他高评级债券表现良好，这是因为投资者在从股票和通知放款市场中撤出后寻求更安全的投资渠道。同时，高评级企业债券和低评级企业债券（穆迪信用评级在BAA级及以下）的息差达到1929年全年的最高水平，所以风险较高的企业债券的价格持平或下跌。这样的市场变化（有信贷风险的股票与债券下跌，政府债券及其他信贷风险低的资产上涨）是周期的这一阶段的典型市场走势。

股市暴跌带来的金融和心理影响自然开始损害经济。像往常一样，政治家和商业领袖继续夸大经济形势，但统计数据显示经济疲弱。工业产量的峰值出现在7月。在11月4日这一周公布的最新数据，包括货车装载量和钢材利用量，都显示经济活力持续下滑。大宗商品价格的急剧下跌令人们担忧更甚。到11月中旬，道琼斯指数已从9月的峰值下跌近50%。

新闻及美联储公报

1929年12月1日

胡佛先生的功绩

“金融崩溃之后，胡佛总统当机立断，巧妙安抚美国人，功绩卓绝。他再次利用担任商务部长时期曾在小范围内用过的办法，将商业、银行业、工业、农业和工会领袖召集到华盛顿，以劝导他们竭

尽全力来救灾。”

1929年12月1日

为支持胡佛计划，福克斯剧院公司将在建筑工程方面投资**1 500**万美元

1929年12月4日

胡佛的国情咨文传到华尔街，广受欢迎，股市飞快上涨

“华尔街似乎对昨日胡佛总统的国情咨文感到喜悦。华尔街尤其关注有关修订银行法、合并铁路业务和监督公共事业机构的部分……整个早晨保持适度稳健态势的股市，在胡佛讲话期间开始飞快上涨，直至收盘。”

1929年12月5日

胡佛的行动被认为避免了降薪；亨特对位于纽约的泰勒协会表示，像在**1921**年一样，胡佛总统近期再次阻止了降薪

“昨晚泰勒协会在宾夕法尼亚酒店举办会议，韦斯利·C·米切尔博士在会上称，胡佛总统召集美国经济力量，遏制商业下滑苗头，是实现工业平衡的重要尝试。”

1929年12月10日

标准石油公司援助**129**人，买入该公司股票的员工几乎没有在暴跌期间求援的

1929年12月13日

英格兰银行降息至**5%**；从**5**降低，**11**周以来的第三次降息，令伦敦金融界震惊

1929年12月31日

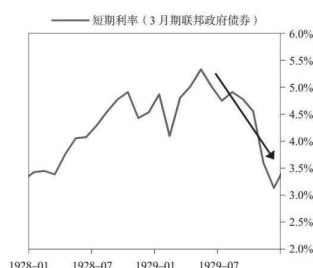
债券在纽交所走势不规律；国内债券稍微走软，但外国贷款表现更强势

“昨日在纽交所交易中，债券价格表现明显无序，国内债券平均而言稍稍走软，而外国贷款上扬。在平淡的交易中，自由公债和国库券稍有下跌。”

应对股市崩盘的政策

尽管胡佛政府应对市场崩溃和经济低迷的做法在今天常受批评，但其最初的举措广受赞誉，也推动了股市大幅反弹。11月13日，胡佛总统提议将所有收入群体的所得税税率临时降低1%，并增加1.75亿美元的公共建设开支。^[62]两天后，胡佛宣布计划召集一次“工业、农业与劳工代表参加的小型初步会议”，以制订一项克服经济低迷的方案。^[63]在次周召开的会议上，胡佛请商业领袖承诺不削减资本投资与工资，并请工会领袖承诺不举行罢工，也不要要求涨工资。^[64]12月5日，胡佛召集当时名望最高的400名商人开会，会议产生了一个由72人组成的领导委员会，全是20世纪20年代顶级的商业大亨，以美国商会主席为首。^[65]这一系列政策以及胡佛对美联储系统纾缓信贷紧张措施的支持，都在一段时间内取得了成效。

如前所述，股市崩盘期间，美联储纽约银行积极提供流动性。一个月内，它先是将贴现率从6%降至5%，又降至4.5%。



除了这些政策措施外，私人部门也采取救市行动，最引人注目的是约翰·D.洛克菲勒在11月13日以每股50美元购买标准石油公司100万股（实际相当于给该公司设了每股50美元的底价）。^[66]11月13日，市场当天开始见底反弹，并持续到12月，总涨幅达20%。乐观情绪得以维持。

1930—1932年：经济萧条

到1930年元旦，人们普遍认为股市修正50%就到头了，因此股市在年初4个月强劲反弹。^[67]股票看起来比较便宜，因为此时没有太多证据显示企业盈利会大幅下滑，投资者也容易回想起前几轮衰退时期（例

如1907年和1920年)。在这两次衰退中，市场都是在约50%的修正后开始走出低谷的，多数人以为这次也会出现类似的场景。

决策者继续采取经济刺激措施，这提振了市场的乐观情绪。3月，美联储把利率降至3.5%，在短短5个月里总共降息2.5%（这在美联储内部引发了争论，有人认为这是刺激过度，有可能削弱美元）。[68] 3月25日，针对州际公路建设和建筑项目，国会通过了两项拨款法案，使财政刺激总额达到GDP的1%左右。[69]

经济学家（包括美国经济学会和美联储的经济学家）的共识是，这些刺激措施将足以推动经济复苏。1月1日，《纽约时报》表述了股市自崩盘以来的情绪转变：“企业没有出现大规模破产，失业问题并不严重，股市强劲反弹，这些因素驱散了笼罩着市场的阴云。”[70]另一个乐观因素是，银行在1930年实际上扩大了投资；会员银行增持外国、市政、政府和铁路业的债券。[71]

到4月10日，道琼斯指数升至290以上。尽管政府实施经济刺激措施，市场情绪普遍乐观，但经济依然疲软。第一季度盈利低于预期，股市从4月末开始下滑。在去杠杆化的早期阶段，由于投资者和决策者常常低估实体经济将下滑的程度，市场小幅反弹后迅速下跌，最初的政策回应不足以解决问题。

新闻及美联储公报

1930年1月1日

1929年股市交易收于普遍上涨，来年股市温和看涨

“虽然市场出现大量抛售，但节日气氛使市场热情不减；1929年出现了大规模投机，最后一天纽交所收于股价普遍升高，升幅为1点左右至12点以上，主要股票的升幅最高。”

1930年1月19日

建筑许可数据继续下滑，但斯特劳斯调查显示，低成本资金将有助于经济早日复苏

1930年2月5日

年度峰值

“纽交所昨日的成交量创下1930年的新高，其综合平均指数升至

去年初秋下跌以来的最高水平。成交量总计4 362 420股，今年首次超过400万股。上一次超过昨日成交量是在去年12月20日，当时为5 545 650股。”

1930年3月14日

美联储纽约银行自股市下跌以来第四次降息，再贴现率下调至**3.5%**

1930年3月17日

柏林下调资金成本；日贷款利率降至**3.5%**和**5%**，贴现率降至**1927**年以来的最低点

1930年4月

全美企业概况

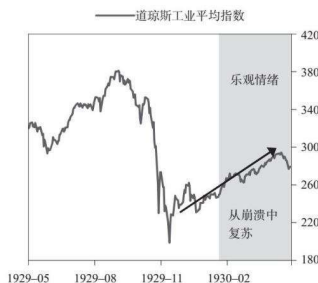
“2月工业产量增加，而工厂就业人数约与1月持平。大宗商品批发价格继续下跌。会员银行发放的贷款在2月进一步减少，但在3月头两周里增加。货币利率继续下降。”

——美联储公报

1930年4月2日

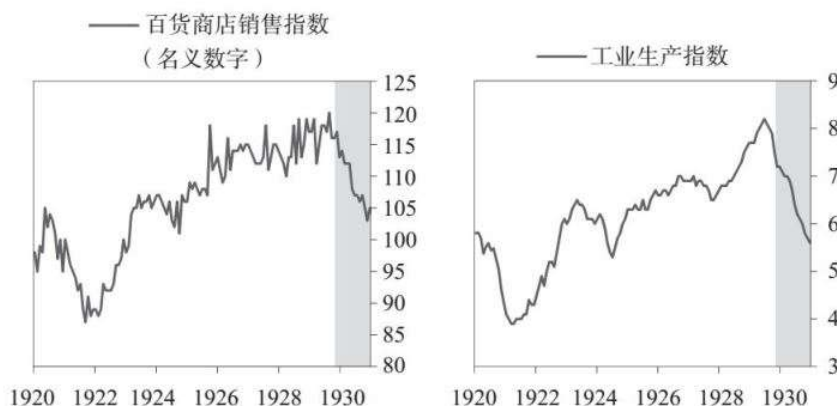
上月股市大涨；纽交所的**240**只股票增值**2 961 240 563**美元

“股市成交量高于1月和2月，3月股价呈现去年秋季股市下跌以来的最大涨幅。”



1930年下半年，经济开始明显走弱。5—12月，百货公司销售额下滑8%，工业产量下滑17.6%。全年里，失业率上升逾10%（达到

14%)，产能利用率下降12%（降到67%）。住房和抵押贷款债务大幅下降。此时经济下滑更接近轻度衰退。例如，消费支出水平依然高于前几轮衰退时期的低点，许多行业并未陷入严重衰退。下图显示百货公司销售额和工业产量都有所下降，但尚未降至上一轮衰退时期的低点（灰色竖条凸显1930年的情况）。



随着经济的走弱，抛售潮再度横扫市场。股价回落至这段时期的低位：到1930年10月，股市已跌破1929年11月的低点。大宗商品价格也剧烈走低。市场分析师和投资者都逐渐意识到，经济快速复苏的期望已成泡影，[\[72\]](#)但胡佛依然保持乐观。

尽管美联储下调了利率，国债市场走势强劲，但息差继续扩大，导致大多数消费者和企业的借款利率上升。例如，长期抵押贷款利率上升，市政债券在股市崩盘后表现良好，但其收益率随信贷担忧加剧而开始上升。一些产业尤其受累于信贷环境恶化。铁路业有大量需要展期的债务，又面临信贷环境紧缩和收益降低的双重压力。[\[73\]](#)铁路业被视为关键产业，所以政府希望通过救助提供支持。（铁路业在这段时期的处境类似汽车业在2008年金融危机期间面临的困境。）

新闻及美联储公报

1930年4月

贴现率与票据调整

“自3月14日起，美联储纽约银行将所有类别和期限票据的贴现率从4%降至3.5%；自3月15日起，美联储克利夫兰银行将贴现率从

4.5%降至4%；美联储费城银行的贴现率调整自3月20日起生效；美联储旧金山银行的生效日期是3月21日。”

——美联储公报

1930年4月11日

4月1日农业工资降至1923年以来最低点；农业工作岗位数大减，而其劳动力供给巨大

“农业部今日宣布，4月1日的农业工资是自1923年农业经济局开始搜集季度数据以来的最低点。”

1930年4月15日

承诺增加消费以救助经济：底特律俱乐部的妇女决心拿出囤积现金，驱散萧条恐惧

1930年4月26日

萧条之后的选举

“从现在到11月最重要的政治议题将是，贸易政策引起的反应、政府内部的分歧与农产品价格的大幅下跌等问题将对国会竞选和州长选举产生多大影响。”

1930年5月

信贷环境

“最近几周，信贷环境保持相对宽松。商业机构的信贷需求量进一步降低，而证券市场的需求量上升。过去两个月，证券市场活力上升，大量债券发行，股票价格上升（直至4月中旬），同时，纽约市的经纪人贷款增加逾7.85亿美元。”

——美联储公报

1930年5月1日

斯蒂庞克公司将股息率降至每股4美元。董事们表示，由于汽车需求量下降，公司盈利减少

1930年5月5日

1 028位经济学家请求胡佛否决尚未通过的关税法案

“1 028位经济学家、美国经济学会会员今日发布声明，强烈反对通过《斯穆特-霍利关税法》，这份声明是由斯莫斯沃尔学院经济学副教授克莱尔·威尔科克斯博士递交给胡佛总统、参议员斯穆特和众议员霍利的。他们敦促总统在国会通过该法案的情况下将其否决。”

保护主义抬头

正如经济严重衰退时期的典型情况那样，保护主义和反移民情绪开始抬头。政治家把经济疲软部分归咎于其他国家的反竞争政策，他们宣称提高关税将会扭转制造业和农业的衰退，限制移民将会解决失业问题。[\[74\]](#)

保护主义情绪明显的结果是《斯穆特-霍利关税法》的通过，该法案对近2万项美国进口品加征关税。投资者和经济学家都担心加征20%关税的做法将会引发一场全球贸易战，严重打击本已疲弱的全球经济。[\[75\]](#) 5月初，当国会接近通过这项议案时，1 028名经济学家向胡佛发出公开信，恳请他在国会通过的情况下予以否决。[\[76\]](#) 一些外国政府也表示反对，并暗示将会采取报复行动。[\[77\]](#) 然而，关税（尤其对进口农产品加征关税）是胡佛的竞选承诺之一，尽管人们加强抵制《斯穆特-霍利关税法》，他也不愿食言。[\[78\]](#)

当法案通过变得明朗时，股市暴跌。6月16日，法案通过的前一天，道琼斯指数下跌7.9%，而之前一周已下跌5%。下图展示了自19世纪初以来美国的平均进口关税税率。尽管在经济低迷时期关税税率有时会上升，但《斯穆特-霍利关税法》将关税提高至接近创纪录的水平。[\[79\]](#)

美国很快就面临一波报复性的保护主义政策。美国最大的贸易伙伴——加拿大首先予以反击，当时美国20%的出口输往加拿大，因此加拿大的报复行动对美国的影响最大。加拿大决策者对16项美国商品加征关税，同时对英国的进口品减征关税。[\[80\]](#) 接下来的几年里，其他国家也采取类似的政策，加快了经济萎缩导致全球贸易额暴跌的步伐。

新闻及美联储公报

1930年6月

全美企业概况

“5月工业产量下降，降幅与4月的增幅大致相同。工厂就业人数减少，降幅高于本季度的通常水平，物价继续处于下行走势。货币利率进一步下降，降至5年多来的最低水平。”

——美联储公报

1930年6月10日

呼吁削减关税以促进世界友好

1930年6月14日

参议院以44票对42票通过关税法案.....欧洲采取初步报复措施

1930年6月15日

关税法案通过，股市下跌

1930年6月16日

胡佛表示将签署关税法案

1930年7月29日

会议批准计划，避免罢工；暂时通过仲裁法庭解决建筑工会纠纷

“今天在斯特兰德酒店，全国建筑行业雇主与工会代表在一整天的会议后，宣布达成‘明确协议，通过仲裁法庭解决所有管辖权的纠纷’。”

1930年9月10日

胡佛下令暂时停止劳工移民

“应胡佛总统的要求，尽可能地限制移民，缓解失业压力，国务院下令收紧移民申请相关法律，停止向入境后可能依赖‘公共福利’的移民发放签证。”

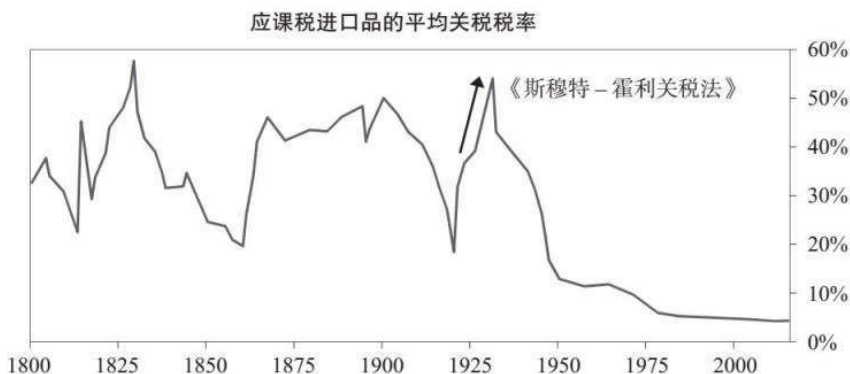
1930年10月

货币持续宽松

“整个9月，货币市场环境保持宽松。尽管每年这个时候，经济

通常处于季节性升势，但市场对美联储银行信贷的需求几乎没有发生变化。同时，美联储银行增持承兑汇票，表明会员银行进一步降低贴现率。”

——美联储公报



来源：欧文《围绕商业的冲突：美国贸易政策史》

限制移民（合法移民和非法移民）是以保护主义手段应对经济疲弱的另一个典型举措。1930年，胡佛政府也实行了这一举措。9月9日，胡佛颁布了一项移民禁令，只允许游客、学生和职业人士入境，他称这是解决失业问题的必要措施。他在回忆录中讲述了他的以下观点：“当时，所有移民都直接或间接地享受公共福利。他们一登岸就拿救济，即使真的找到了工作，他们也会迫使其他人靠救济度日。”[\[81\]](#)

银行倒闭潮开始

股市崩盘后，银行基本上保持良好态势，但随着股市崩盘和经济走弱冲击银行的贷款对象，银行也开始受到影响。1930年，银行的净盈利环比下降约40%，但盈利基本面依然良好。[\[82\]](#)几家主要银行甚至增派了股息。与当时的市场及经济状况相比，银行似乎颇为稳健，许多分析人士认为，在整个经济衰退时期银行业将会起到支撑作用。[\[83\]](#)早期倒闭的银行主要限于中西部和乡村的银行，后者大量投资房地产贷款，并在一场旱灾中遭受损失。[\[84\]](#)银行倒闭数目起初不多，但随信贷问题蔓延而增多。

到1930年12月，银行倒闭潮已经严重威胁到整体经济。储户担心银

行倒闭而提取存款。在这样的萧条/去杠杆化时期，无担保的金融机构通常遭遇挤兑，几天时间就可能导致机构倒闭。

新闻及美联储公报

1930年12月11日

不实谣言给银行招致麻烦

“布朗克斯的一名小商人昨日来到合众国银行位于南大道和弗里曼街的分行业务部，要求银行管理人员卖掉他在这家银行的股票。管理人员告诉他这笔持股是个好投资，最好不要出售。他离开后显然散播了不实谣言，称该行拒绝出售他的股票。”

1930年12月11日

股市下跌，交易量达4周来最高值——玉米和棉花价格走低

1930年12月12日

合众国银行关门

“尽管该行管理人员发布一份声明，表达了对尽快恢复营业的希望，但纽约各大银行已采取措施，为储户提供临时救助，表示可以将存款总额的50%借给他们。尽管名称为‘合众国银行’，但该行与联邦政府毫无关联。关门时其存款总额约为1.6亿美元。”

1930年12月17日

股市重挫，白银价格大跌，棉花价格上涨

“昨日股市明显走低，交易量创下上月初下跌（跌幅在11月10日见顶）以来的最高水平，许多股票下跌4~6点，几只股票的跌幅更大。昨日的跌势影响了各类股票，一些优质股票一度处于特别弱势的点位。收盘前出现了一些分布不规律的反弹。”

1930年12月23日

费城银行家信托公司关门

“费城银行家信托公司董事在一整夜的会议后，自愿将该行事务移交给州银行厅，今天其主办公室及19个分支机构均未开门营业。”

1930年12月24日

华尔街话题：银行关门

“华尔街以冷静的态度对待切尔西银行与信托公司昨日停业的消息。他们认为，尽管这些公司停业对其客户显然不利，但对金融界影响甚微。切尔西银行的营业地点位于金融区以外，其关门与其他银行机构的处境毫无关系。而且，在纽约的银行里这是一家小银行，不是清算所和美联储系统的成员。”

Bank Failures Set High Records in 1930, Totaling 934, With \$908,157,788 Liabilities

There were 3,446 more commercial failures in the United States, exclusive of banks, in 1930 than in 1929, and the liabilities of the companies in default in 1930 exceeded those of the preceding year by \$185,000,000. The number of failures was 15 per cent higher and the total indebtedness was 38.3 per cent greater.

along with liabilities and assets, for the last sixteen years:

Year.	No.	Assets.	Liabilities.
1930.....	26,355	\$442,799,681	\$668,283,842
1929.....	22,909	226,028,151	483,250,196
1928.....	23,842	255,477,569	489,559,624
1927.....	23,146	256,739,633	520,304,268
1926.....	21,773	202,345,485	409,232,278
1925.....	21,214	248,066,570	443,744,272
1924.....	20,615	337,945,199	543,225,149
1923.....	18,718	388,382,154	539,386,806
1922.....	23,676	407,357,995	623,896,251
1921.....	19,652	409,038,316	627,401,883
1920.....	8,881	198,504,114	295,121,805

1月11日《纽约时报》,© 1931年纽约时报公司。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。未经明确书面许可，禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

在讲述银行倒闭潮之前，有必要讨论一下金本位制，因为它对20世纪30年代债务危机的演变起到决定性作用。正如我在前文所述，当债务以本币计价时，去杠杆进程通常可以得到良好的管理。实行金本位制相当于拥有以外币计价的债务，因为债权人可以要求债务人以黄金偿债（合同中经常这么规定），而决策者无法自由印钞，因为印钞过多会促使人们用美元兑换黄金。所以，除非切断美元与黄金的挂钩，否则决策者可用的工具就很有限。

合众国银行倒闭是这段时期最大的银行倒闭。当时该行拥有约40万名储户，居美国之首。[\[85\]](#)合众国银行从12月10日开始遭遇挤兑，起因于一则不实谣言。华尔街金融家（包括J. P.摩根公司和大通银行的负责人）在美联储纽约银行开会，讨论是否提供拯救该行所需的3 000万美元。许多与会者认为，合众国银行不仅流动性不足，而且已经资不抵债，所以应该任其倒闭。[\[86\]](#)纽约州银行厅厅长约瑟夫·布罗德里克则辩

称，合众国银行倒闭“将会导致至少10家其他纽约银行关门……甚至可能影响储蓄银行”（即合众国银行具有系统重要性）。布罗德里克还表示，相信该行有偿付能力，[87]但他未能说服其他与会者。次日合众国银行倒闭，这是历史上规模最大的单家银行倒闭事件。[88]《纽约时报》后来称这场倒闭是“大萧条里倒下的第一张多米诺骨牌”。[89]就公众对美国银行系统的信心而言，这显然是一个转折点。

新闻及美联储公报

1930年12月

银行业近期动态

“12月初的整体货币利率水平创下历史新低。随着货币市场保持宽松态势，证券市场的信贷需求量进一步下降，表现为经纪人贷款迅速减少，降至5年来的最低水平。”

——美联储公报

1931年1月

去年企业活动减少

“去年11—12月，大多数制造业企业的产量和就业人数进一步减少，许多重要大宗商品的批发价格也持续下降。企业活动经历了一年半的快速扩张后，在1929年仲夏开始减弱，又在1930年春季短暂复苏，最后在1930年下半年继续迅速降低。几乎所有产业都出现了下滑，就业人数减少，工薪阶层和农民的总收入都下降。同时，世界各地的批发价格大幅下跌，零售价格也呈现这一跌势，但程度较轻。”

——美联储公报

1931年1月25日

乐观预言充斥着华尔街，比较不同美联储银行家的政策

“上周，华尔街几个月来首次充斥着乐观情绪。一些银行家和实业家的言论对金融界有着重要影响，他们此前拒绝轻易发表预言，现在公开抨击悲观主义者，其效果尤其显著。第一国民银行董事长乔治·F·贝克也打破沉默惯例，观察到‘企业经济状况沿着稳健轨迹改善’的迹象。”

1931年2月11日

股市上涨，公众再次买入

“昨日纽交所迎来另一波大涨行情，普通投资者和华尔街专业人士一年来首次联手积极买入，主要股票上涨2~6点，敏感个股上涨7~14点。”

1931年2月25日

股市迅速上涨，330只股价创下新高

1931年3月

全美企业概况

“1月工业活动增长，增幅略低于本季度的通常水平；工厂就业人数和工资额下降。从1月中旬到2月中旬，公开市场货币利率进一步下降。”

——美联储公报

由于银行的负债（即短期存款）和资产（即流动性低的贷款和证券）之间存在流动性错配，银行从结构上很容易受到挤兑的冲击，所以即使是一家经营稳健的银行，如果不能尽快出售资产以偿还负债，也可能倒闭。在金本位制度下，美联储的印钞能力受限，从而限制了它们向那些面临流动性问题的银行贷款的能力（即作为“最后贷款人”提供贷款）。此外，还有法律限制。例如，当时美联储只能向其会员银行直接提供信贷，但只有35%的商业银行是其会员银行。[\[90\]](#) 所以，银行往往需要从私人部门借钱，并以“贱卖”的方式出售资产，以避免倒闭。

1930年年底，政治风向也开始转变。由于经济衰退明显刺痛选民神经，民主党人在11月的中期选举中拿下国会。这预示了两年后罗斯福在总统选举中胜出。[\[91\]](#)

1931年第一季度：经济持续恶化，乐观情绪转为悲观情绪

1931年年初，欧美的经济学家、政治家和其他专家仍怀有期望，认为此时的问题似乎仍在可控范围之内，经济很快就会恢复正常。人们以为上个季度的银行破产潮无碍大局，不会破坏整体金融系统。

到3月，所有商业指数都显示就业、工资和工业生产有所增长。银行挤兑潮导致的存款降幅低于10%。[\[92\]](#)这一消息反映了经济信心增强：3月23日，《纽约时报》宣布萧条已经触底，美国经济正在回升。[\[93\]](#)人们成立新的投资信托，试图从预计出现的“长期复苏”中获利。[\[94\]](#)

新闻及美联储公报

1931年3月1日

众议院通过现行工资法案

“今天下午，众议院未经点票通过《培根-戴维斯最高工资法案》。该法案规定，承包公共建设工程的联邦合同商，按照所在社区的现行工资标准支付所有劳工和技工工资。该法已获参议院通过，现在交给胡佛总统签署。”

1931年3月2日

穆勒称**1931**年商业形势乐观，场外交易所负责人在**1930**年报告中称，从周期性变化预期中看到希望

1931年3月13日

特别救济行为

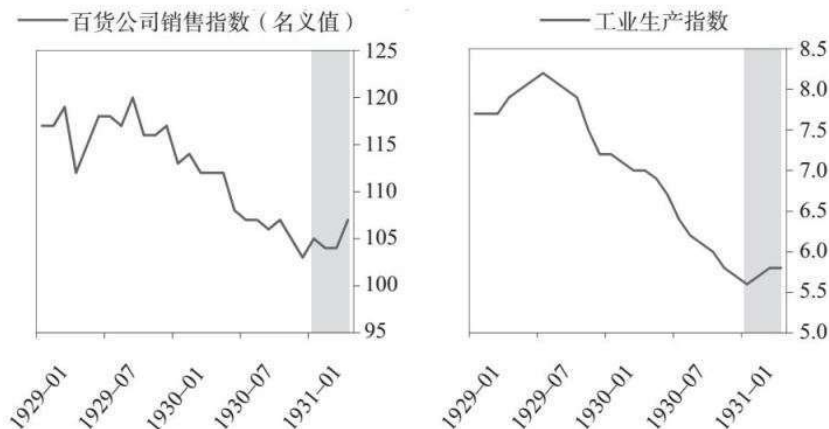
“在当前的紧急关头，几家公司慷慨救助，明智应对，它们的双重目标是，为失业员工提供直接救济，制订失业救济规范化方案。”

1931年3月19日

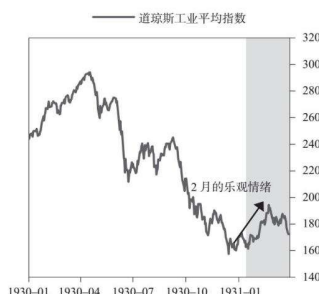
7亿美元预算赤字令人担忧；专家承认，有迹象表明所得税税率可能会意外下调

1931年3月23日

德国预算赤字，包括结转的赤字在内，缺口为**2.51亿**马克



股市复苏也提振了乐观情绪。截至2月底，道琼斯指数较其1930年12月的低点上涨20%以上。下图显示该指数的上涨。



但这股反弹势头没有持续下去。市场对欧洲经济的担忧加剧，且有迹象显示第一季度企业盈利疲弱，这导致股市在3月底下滑至172.4点，较2月的高位下跌11.3%。

经济政策辩论日益激烈

政治在萧条时期的主要作用方式是，阻碍实施合理经济政策，或者制定极端政策。这些行动造成重大风险，可能导致萧条恶化。

经历一年多的经济萎缩后，围绕经济政策的政治辩论日益激烈。此时美国已有600多万名失业者，对于如何解决这个问题，决策者和商业领导人各执己见。[\[95\]](#)只有领会这场辩论，我们才能理解决策者为什么采取某些举措，最终导致危机恶化。这还有助于说明决策者应对重大债

务危机时经常犯下的许多错误。

新闻及美联储公报

1931年3月23日

法国政府赤字预计为**20亿法郎**，2月公共财政收入下降**1.04亿法郎**，“补充支出”预算增加

1931年3月25日

失业救济金额创下本市纪录；2月仅**11家机构**就花了**317.5万美元**，**3万个家庭**得到救济

1931年3月27日

博拉主张提高联邦税收，表示赤字过高，有必要基于“支付能力”增税

“今天围绕提高联邦税收问题，共和党阵营出现分裂。参议员博拉和诺里斯主张国会在12月展开行动，而一般共和党领导人倾向于到明年选举之后再考虑。”

1931年3月29日

财政部为何面临巨额赤字；由于大萧条造成的预算变化，收入减少，支出增加

“如果最新的非官方估测证明是正确的，那么6月30日本财政年度结束、联邦政府结账时，财政部财务人员将在分类账的借方记下7亿美元或更大金额的赤字。”

1931年3月29日

在红十字会的年度会议上，胡佛预计就救灾问题发表讲话，强调对联邦政府援助的必要性

“红十字会将从4月13日开始在华盛顿召开为期两天的年会。胡佛总统将对旱灾救灾形势发表讲话。红十字会准备进一步采取措施帮助仍然受困的大量灾民。”

1931年3月31日

股市进一步出现不规律下滑，交易量增加——粮食市场

走势不确定

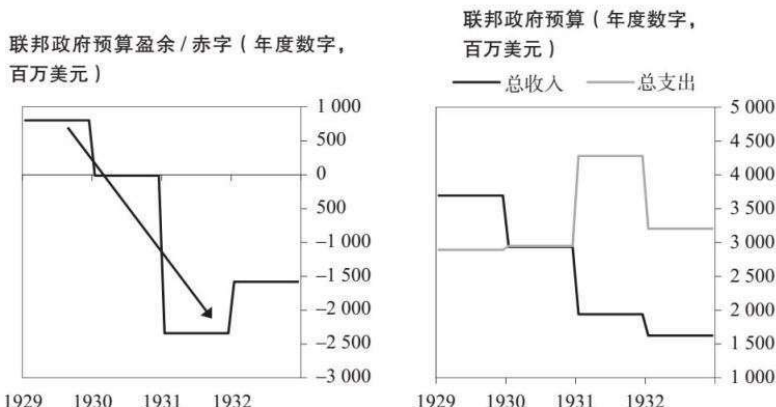
“昨日股市走势明显受到专业交易员的引导，他们担心企业削减股息会动摇金融市场的信心，从而引发实际卖出。目前难以确定这一影响力度。”

财政政策辩论的焦点是，联邦政府是否应该大幅增加开支以促进经济增长。参议院民主党人和一些共和党人共同敦促胡佛总统为极度受困的群体增加“直接救济”。显然，这样做会增加赤字和债务，也需改变相关规则，将财富从一个群体转移到另一个群体，而不是顺其自然，让相关群体吸取有益的教训，避免类似的问题再次发生（即从道德风险角度出发）。还有一些人坚信，如果这笔钱只用于直接救济，而非转化为生产力，就是浪费。所以，尽管胡佛政府早期支持财政刺激，但后来反对联邦政府提供大规模直接救济，认为那样做“必将造成空前的腐败和浪费”。相反，胡佛政府主张所谓的“间接救济”，其一揽子政策包括游说私营部门投资、保持就业稳定、依赖州与地方政府提供援助、限制移民，以及实施宏观审慎政策以鼓励贷款。[\[96\]](#)

担忧预算赤字限制了刺激支出的举措，但到1931年，联邦政府预算赤字升至GDP的3%。这主要有两点原因：一是税收不断减少，跌至1929年水平的一半左右；二是社会福利开支增加约10亿美元（这是1930年批准的）。财政部长梅隆认为，达到预算平衡是恢复企业信心的首要一步。[\[97\]](#)胡佛表示赞同，他在回忆录里总结了原因：“维持国家稳定需要我们平衡预算。”[\[98\]](#)

在重大债务危机的经济萧条阶段，担忧赤字和财政紧缩是决策者的典型反应。财政紧缩似乎是显而易见的对策，但问题是一方的支出就是另一方的收入，所以当削减支出时，收入也减少了，因此要想大幅降低债务/收入比率，得采取痛苦的大规模减支措施。

尽管大萧条造成了种种痛苦，但危机尚未产生紧迫感。1931年上半年，经济仍在萎缩，但萎缩速度慢于1930年的水平。胡佛确信间接救济足以满足民众需求，没必要加大财政支持。[\[99\]](#)正如我们稍后将讨论的，这一立场对这场辩论起到决定性作用，导致胡佛政府犯下典型的新手错误，即过度依赖财政紧缩及其他通缩性手段（而不是加大经济刺激力度），这些手段最终带来无法忍受的痛苦。



1931年第二季度：全球美元短缺导致全球债务危机和强势美元

世界各地存在大量以美元计价的债务，偿还这些债务需要美元信贷，而美元信贷正在急剧萎缩，所以1931年上半年，全球出现了美元短缺。一般来说，如果外国金融机构广泛使用一种储备货币来发放贷款，而这种储备货币的信用创造大幅萎缩，那么这种货币就会出现短缺。尽管其他货币也在信贷危机中出现短缺，但由于美元是全球储备货币，所以美元尤其受到影响。同时，美国进口减少导致外国人的美元收入减少，进一步加剧了美元短缺。请注意，在2008年金融危机中，由于同样的原因，也出现了几乎同样的美元短缺局面。

由于金融市场和许多其他市场具有全球性，所以只考察美国无法掌握全部情况。美国的事态发展对德国发展产生了重大影响，导致一系列重大政治变化，这些变化在20世纪30年代和40年代初冲击了全世界。1931年，美元短缺日益凸显，德国是这一局面的焦点。此前，德国难以偿还赔款而被迫借债，成为“套利交易”的热门目的地：投资者把美元借给德国，获得比美元更高的收益率；德国人借入美元，享受较低的借款利率。一般来说，在“经济繁荣时期”，这种交易司空见惯，因为跨国信用创造旺盛，几乎没有人察觉到风险。然而，一旦出现相反情况，经济陷入“困难时期”，这种状况就会加速恶化。当时德国高度依赖这种可以轻易撤离的资金流。到1931年，美国银行和企业持有约10亿美元的短期德国国债（大约相当于德国GDP的6%）。[100]这导致美国银行与企业 and 德国借款人都面临巨大风险。

同时，与这一时期的典型情况一样，由于经济状况和财富差距巨

大，民粹主义与极端主义领导人在全球崛起，威权主义左派和威权主义右派之间发起意识形态斗争。随着德国经济陷入困境，德国共产党和希特勒的纳粹党都在选举中大有斩获。纳粹党的支持率从1928年国会选举中的不足3%升到1930年9月的18%以上。同时，最大党（中左派的社会民主党）的国会席位减至不足1/4。[\[101\]](#)极右和极左政党联手，轻易取得足够多的议会支持票，迫使德国组建一个不稳定的多党联合政府。德国几乎变得无法管制。

新闻及美联储公报

1931年4月12日

美元承兑汇票的扩张规模在金融史上绝无其匹

“昨日股市走势明显受到专业交易员的引导，他们担心企业削减股息会动摇金融市场的信心，从而引发实际卖出。目前难以确定这一影响力度。”

1931年5月

货币市场形势

“尽管美国货币利率水平很低且在下降，但仍有大量黄金流入美国。今年头3个月的黄金流入量达1亿美元，4月初之后加速流入。特别值得注意的是，一周内从法国就流入了1 900万美国的黄金。”

——美联储公报

1931年5月1日

敦促制定贸易预算以避免萧条，全国商会发言人概述控制扩张的方法

1931年5月3日

以产品分类的3月对外贸易；食品和制造业出口规模最大，占比较1929年下滑

1931年5月4日

奥地利回避争取最惠国待遇；与匈牙利的新贸易协定将于6月1日生效，采用退税制度

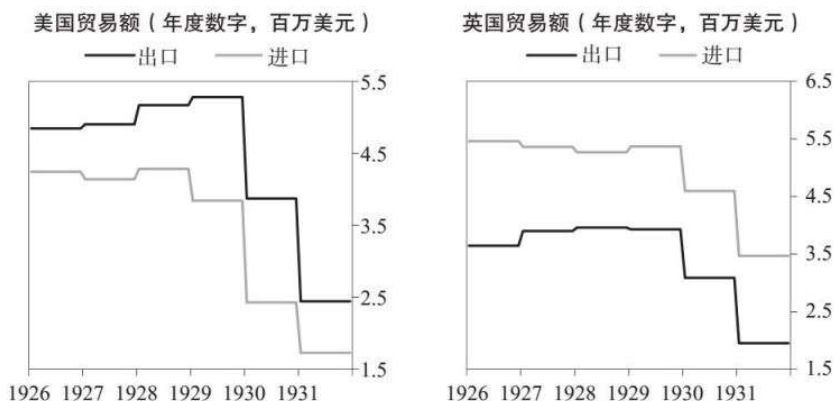
“奥地利-匈牙利贸易协定草案经过数月谈判后，目前只等待分

段，将于6月1日生效.....奥地利-匈牙利协定的源起是：奥地利农民要求大幅加强保护，政府出于政治原因无法拒绝这一要求，但匈牙利威胁采取报复措施，对奥地利工业品加征关税。”

1931年5月5日

在世界商会开幕日，胡佛呼吁裁减陆军以复兴贸易；35国派代表参加会议，外国代表抨击高关税；总统要求裁减陆军和海军

全球贸易战导致经济形势恶化，美元短缺更趋严重。由于全球贸易大幅下降，外国人的美元收入减少，因此更难以偿还美元债务。如下图所示，1929—1931年，以美元计价的美国进口额下降了约50%。



美国大通银行行长在1931年8月期的《时代周刊》上承认，企业无法获得足够多的美元来偿还债务，从而遭受严重影响。因此，他强调美国政府必须减少外国债务人的债务。在接下来的几个月里，世界各地的政治家和商业领导人重申了类似的警告。

美元短缺造成借款成本上升，导致中欧出现流动性紧缩。为了缓解流动性紧缩，继续弥补财政赤字，中欧各国政府自然选择印钞（若不这么做，信贷紧缩就会不断恶化，后果更加严重）。增印货币导致通胀上升，令人担心德国重现20世纪20年代初的恶性通胀局面。实际上，德国面临着一场国际收支危机。5月7日，美国驻德国大使弗雷德里克·M. 萨克特向胡佛总统陈述了德国的经济压力，列出了德国的薄弱环节：资本外逃、货币困难、失业、全球信贷紧缩、债务支付压力、拒绝更新外国

新闻及美联储公报

1931年5月12日

奥地利采取行动，拯救最大私人银行

“奥地利政府和银行迅速采取行动，向贸易与商业联合信贷银行注资2 300万美元，此举据信已避免这家最大私人银行倒闭。根据该行董事的说法，假如人们提前获知该行的状况，就会发生挤兑，迫使该行在24小时内关门。”

1931年5月22日

360.4万美元黄金流入；据报道，美联储纽约银行本周还向德国汇去**1**万美元

1931年5月31日

欧洲再次关注德国；德国期待重新调整边界，修订还债条款，率领工业发展，在当前新时代里扮演重要角色

1931年6月2日

股市大跌，铁路股跌幅尤为明显，纽交所交易量增加

“昨日纽交所继续下跌，很多股票加速走低。尽管当日不同股票面临不同程度的亏损，但一些个股的跌幅异常大。”

1931年6月4日

银行放松保证金政策，股市上涨

“股市昨日摆脱数周持续压低股价的负面影响，大幅上扬，涨幅为1929年11月15日（暴跌后反弹时期的第二日）以来的最大值。因为有消息称，银行将会放宽股票抵押贷款的政策，昨日整个纽交所股价加速上涨。”

奥地利也面临重大损失。5月8日，奥地利最大、最老的银行“联合信贷银行”宣布2 000万美元的亏损（部分缘于它曾在1929年参与拯救另一家濒于破产的银行），这导致其股本几乎化为乌有。[103]接着发生银行挤兑，蔓延至市场抛售奥地利货币。当具有系统重要性的机构

出现倒闭风险时，决策者必须采取措施，维持这些机构继续运转，从而限制倒闭事件对具有偿付能力的其他机构或整体经济的冲击。保持这些机构完好无损，也可以确保信贷渠道畅通，向信誉良好的借款人提供贷款，这对放贷机构较为集中的金融体系尤其重要。由于奥地利实行金本位制，决策者无法通过印钞提供流动性，奥地利采取了其他孤注一掷的举措，试图确保贷款投放，稳定该银行的局势，但也都失败了。

地缘政治紧张加剧了危机。法国担忧奥地利和德国的联系日益密切。为了削弱两国，法国政府怂恿法国央行及法国的其他银行撤回对奥地利的短期贷款。[104]

由于全球金融机构相互联系，欧洲经济疲弱，美国担心这些因素可能危及国内经济复苏，于是开始设法缓解德国的经济压力。5月11日，胡佛总统请财政部长梅隆和国务卿亨利·史汀生进行审查，给予德国偿还巨额战争债务与赔款的宽限。他们6月初才提出建议。[105]

在此期间，银行挤兑席卷欧洲。匈牙利从5月开始出现银行挤兑，导致政府强行规定银行放假。[106]德国政府通过购买优先股的方式将德国第二大银行德累斯顿银行国有化。[107]罗马尼亚、拉脱维亚和波兰的主要金融机构纷纷倒闭。[108]

德国面临资本外逃。德国黄金和外汇储备在6月减少1/3，降至5年来的最低点。为了遏制资本外流，德国央行收紧货币政策，将贴现率上调至15%，将贷款抵押利率上调至20%。[109]

随着更多银行倒闭伤害股市，投资者遭受惨重损失。5月，德国股市下跌14.2%，英国股市下跌9.8%，法国股市下跌6.9%。在美国，道琼斯指数继4月下跌12.3%后，5月又下跌15%。世界濒临崩溃。

新闻及美联储公报

1931年6月4日

克莱因表示，加拿大关税可能导致2 500万美元的损失；加拿大上调关税税率将会如此危害美国出口贸易

1931年6月5日

贸易组织要求禁止进口快速消费品；州商会还希望停止

对俄罗斯的机械出口

1931年6月7日

刘易斯公司的数据显示，外贸降幅高于**1921**年，出口和进口分别比**1929**年同期下滑**32%**和**35%**

1931年6月9日

J. G.麦克唐纳认为政治因素对欧洲局势的影响减弱，期待经济利益逐渐成为决定因素

1931年6月15日

德国危机令巴黎不安；造成恐惧的主要因素不是经济困难，而是政治可能性

1931年6月21日

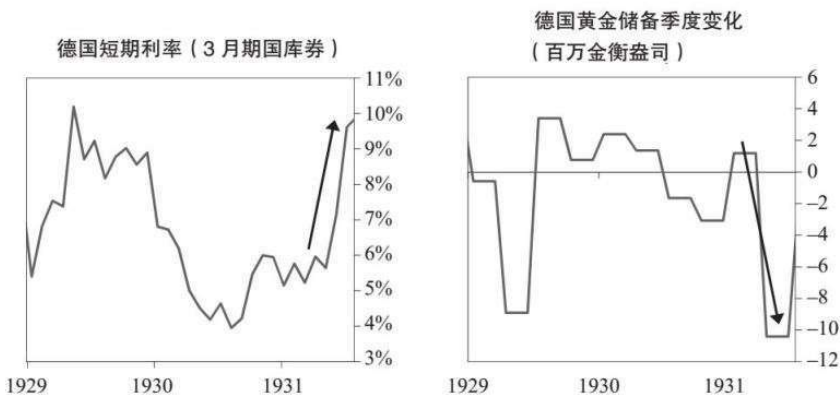
巴黎对胡佛计划感到意外，认为所有战争赔款延期一年支付的提议可能过于慷慨

“胡佛总统提议，德国延期一年支付战争相关债务与赔款，巴黎对此倍感意外，也高度关注。事实证明，在昨日该消息宣布后，其影响明显超出预期。在知悉具体条款，并研究其对现有安排的影响之前，法国不会发表评论。”

1931年6月23日

债务相关的乐观情绪推动全球物价大涨

“胡佛总统提议，德国延期一年支付战争相关债务与赔款。周末的事态发展显示，此提议受到欢迎，引发昨日纽交所率先领涨，全球证券与大宗商品市场的买入热情高涨。”



由于欧洲政治动荡，资金流入美国，美国国债需求上升，利率下降。为了降低对美元的需求，美联储将贴现率降至1.5%。

6月5日，胡佛总统向内阁建议，所有政府都批准延期一年支付政府间付款。魏玛共和国总统保罗·冯·兴登堡发出恳求，表示德国已濒临崩溃，于是胡佛迅速采纳了该计划。[\[110\]](#) 6月20日，胡佛正式宣布他的提议：德国的债务延期一年支付。根据他的提议，美国将放弃英国、法国及其他欧洲大国明年到期的2.45亿美元偿债付款。要想获得这些优惠，盟国必须暂停德国3.85亿美元的赔款。[\[111\]](#)

胡佛宣布该提议后的两天里，道琼斯指数反弹12%，到6月底，该指数比6月2日的低点高出23%，这后来被称为“延期支付反弹”。在胡佛宣布该提议后的第一个交易日，德国股市上涨25%。在接下来的几周里，大宗商品价格飙升。

7月6日，延期支付谈判最终结束。15个国家接受，不过在最终协议中，德国赔款的暂停支付金额低于胡佛最初的建议。法国拒绝参加谈判，但同意将获得的赔款再借给德国。[\[112\]](#)当日道琼斯指数下滑4.5%。

新闻及美联储公报

1931年7月14日

在巴塞尔召开一整日的会议后，各国央行同意援助德国而采取行动，挤兑现象导致德国银行两日关门

“在冯·兴登堡总统的授权下，昨夜布吕宁政府下令，周二与周三德国所有银行及其他信贷机构关闭，在此期间‘禁止在国内外执行和接受任何性质的支付与转让’。”

1931年7月

德国丧失黄金

“自去年秋季以来，美国的黄金储备持续增加，近几周增幅巨大。黄金从阿根廷和加拿大流入，专为外国账户持有的大量黄金也流入美国。后者与短期基金大规模撤离德国市场有关。5月31日—6月23日，德国央行丧失2.3亿美元黄金和2 000万美元外汇，导致其储备降至接近法定底线水平。”

——美联储公报

1931年7月14日

德国债券大幅下跌，胡佛继续援助德国

“昨日在模拟交易所，德国美元债券大跌，这是战争时期以来最严重的下跌行情之一。交易活跃的债券收盘时净下跌2.375~15点。”

1931年7月24日

伦敦和巴黎的市场消息；因银行利率上升和对德政策，英国股市低迷

“股市今日低迷，原因是银行利率上升至3%，以及各国财政部长对德国局势做出决定，该决定被市场视为不利因素。”

1931年7月30日

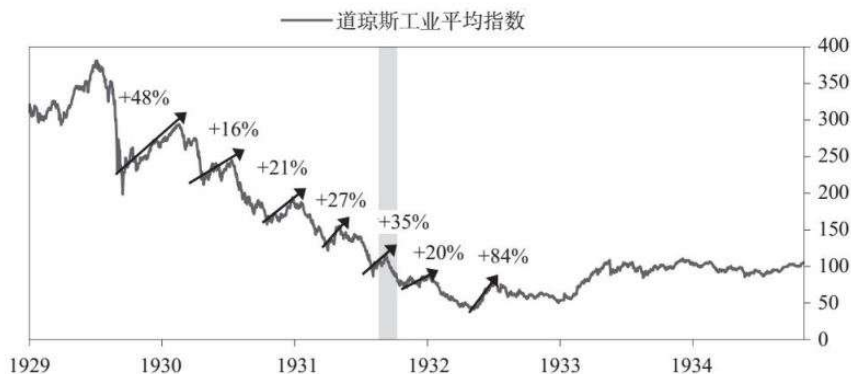
银行家不从德国撤资，英美同意德国央行延长短期贷款。国民信心上升

“今晚英美银行家与德国央行的谈判成功结束，为了阻止短期信贷进一步撤出德国，英美银行家代表同意把他们的信贷留在德国。”

1931年8月6日

法利告诉威彻斯特民主党人，总统不会赢得两个西部州；若现在举行选举，胡佛将会落败

下图显示股市的长期走势，灰色阴影区域指的是“延期支付反弹”。请注意，35%的反弹在长期走势中似乎无关紧要。但我可以保证，身处其中时这并不显小。在整个大萧条期间，政府公布如此重大的举措时，曾多次引发乐观浪潮和大幅反弹，而股市的整体跌幅则接近90%。因为这些政策力度终究不够大，经济持续恶化，一次次令投资者失望。如前所述，如此熊市反弹是萧条期间的典型现象。许多事件刚刚发生时显得非常重大，因为劳动者、投资者和决策者很容易夸大这些较小事件的重要性。



1931年第三季度：债务延期支付计划失败，英镑抛售潮开始

很快变得明朗的是，债务延期支付不足以拯救德国。7月初，有传言称德国最大的银行之一达纳特银行濒临倒闭。[\[113\]](#)德国央行（德意志帝国银行）认为该行具有系统重要性，希望予以救助，避免德国信贷

系统彻底崩溃，但德国央行缺乏救助所需的外汇储备。[114]

7月8日，延期支付协议达成的第二天，德国央行行长汉斯·路德开始与英国决策者接触，请求进一步谈判，以期解决德国当前债务问题，并且可能申请一笔新贷款。路德需要一笔10亿美元的新贷款，但不愿做出政治让步。其他国家的决策者望而却步，没有人愿意向德国提供更多贷款。[115]胡佛则提出了一项“暂停”协议，要求所有持有德国和中欧国家短期债务的银行不断展期贷款，这将使这些银行面临流动性和潜在偿付能力等严重问题，因为它们需要现金来偿还自己的债务。[116]

新闻及美联储公报

1931年8月7日

胡佛设法避免失业者“施舍”措施，打电话召集朱利叶斯·H.巴恩斯和赛拉斯·H.斯特朗到白宫开会

“胡佛总统及其经济顾问意识到，又一个冬季即将到来，而就业状况没有任何明显改善，所以决心制订某种救济方案，以避免下一届国会采取‘施舍’措施。”

1931年8月24日

进步劳工行动大会主席表示，胡佛的救济方案冷酷无情，总统及其顾问激发了反抗精神

“昨日，在纽约第五大道104号，进步劳工行动大会主席A. J.马斯特发表声明，谴责胡佛总统的失业救济方案‘不仅于事无补，而且在很多方面冷酷无情’。”

1931年8月26日

财政部长报告称，胡佛与梅隆商讨英国问题，有望改善局势

“财政部长梅隆昨晚访欧归来，今日与胡佛总统讨论了欧洲局势，包括英国危机。”

1931年8月28日

据报道胡佛支持提供信贷；与会者没有透露白宫会议主题

“今日稍晚时有报道称，胡佛总统昨晚在白宫召开会议，与纽约银行家及梅隆部长进行讨论，提议银行家向英国政府提供4亿美元贷款。”

1931年9月5日

国外缺乏信心，出现资本外逃，20亿美元黄金在美国“避难”；美国黄金总额达到50亿美元，创下纪录

1931年9月11日

外国人感到恐惧，追求“安全”，大量黄金流入美国，导致黄金囤积

1931年9月11日

法国央行减少所有贷款，削减国内与国外贴现，仅有黄金持有量轻微上升

1931年9月18日

法国央行所持黄金略有增加；国外即期结余增加9.85亿法郎，国外票据贴现2.25亿法郎

银行自然反对暂停还款协议，财政部长梅隆恳请胡佛重新考虑。胡佛不为所动。他在回忆录中说明了自己的理由：“这是一场银行家酿成的危机……银行家，而不是我们的纳税人，必须承担解决问题的责任。”^[117]让银行承担成本是胡佛的本能反应，也是应对债务危机的典型举措，但这样做是不明智的。像本书在典型理论部分讨论的，以削弱银行的方式惩罚银行，可能具有一定的道德与经济理由，而且由于公众在危机期间憎恨银行家，这样做可能有其政治必要性，但可能给金融系统和市场造成灾难性影响。

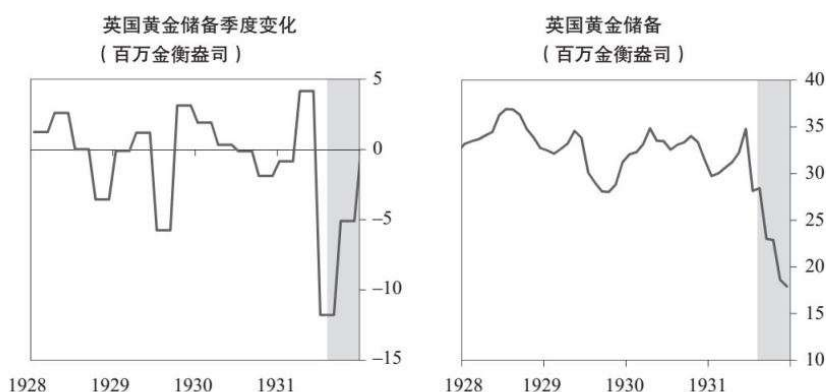
银行没有获得有力的政策支持，因而继续出现破产事件。德国的经济萧条日趋严重，引发全国性骚乱。^[118]希特勒正准备竞选总理，他采取了强硬的民粹主义立场，威胁彻底拒绝偿付赔款债务。7月20日，各国外交部长在伦敦会晤，为德国提供新贷款的计划无果而终。最后，他们将先前的一笔贷款延长3个月，并达成暂停还款协议，导致了一场典型的货币抛售潮，这是典型理论部分描述的情况。

英镑抛售潮

德国的问题成为危机蔓延的重要源头。英国银行向德国提供了大量贷款，所以钱收不回来了；外国投资者看到英国银行遇上麻烦，于是开始撤资。7月24日，法国开始从英国撤出黄金，显示对英镑缺乏信心，促使更多国家从英国撤出存款，于是英镑抛售潮开始了。[\[119\]](#)

英国央行出售其储备（单在8月就出售了1/3），同时升息，这些都是捍卫英镑的典型举措。外国人看到英国的黄金储备逐周递减，所以英镑承受的压力有增无减。

英国央行还寻求国外贷款以支撑英镑，但这些贷款实际上助长了英镑抛售。1931年8月1日，英国央行请求美国政府从美国私人银行募集总额2.5亿美元的贷款，胡佛敦促立即操办这件事。[\[120\]](#)英镑继续遭受抛售，接着英国央行又得到一笔贷款：美国银行和法国银行分别提供了2亿美元，在8月28日到位。[\[121\]](#)胡佛赞同这么做，但事后承认：“然而，这两笔贷款主要制造了更多恐惧。”[\[122\]](#)

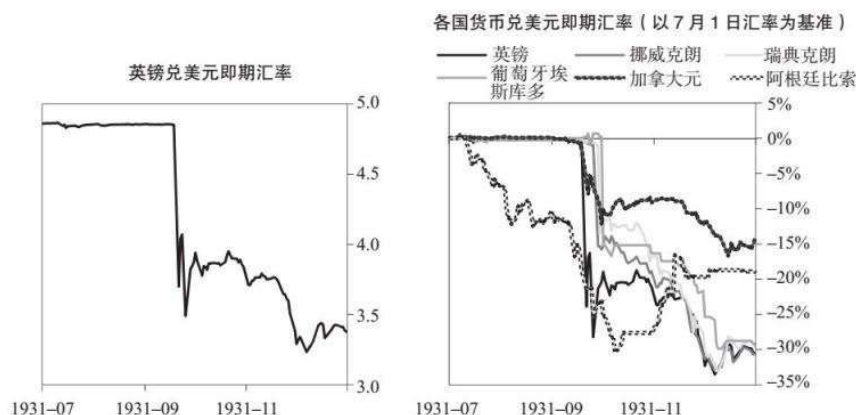


9月19日（周六），英国央行用光了所有国外贷款，其黄金储备仅剩1亿多英镑，因此无法继续支持英镑而任其剧烈下跌。次日，英国央行正式暂停黄金支付，这实际上是发生违约。[\[123\]](#)最初，公众不理解放弃金本位制对其交易的意义。报纸上哀叹这是一个时代的终结。[\[124\]](#)

在接下来的三个月里，英镑贬值30%。黄金支付暂停后的第一个交易日，英镑兑美元汇率跌至3.70，而违约之前为4.86，因此降幅接近

25%。英国决策者没有干预汇市，以放缓英镑贬值或维持市场稳定。英镑汇率大幅波动，到12月，英镑兑美元汇率跌至3.23的低点。同一时期，英国股市反弹，以本币计算上涨11%。

其他国家仿效英国放弃金本位制，以便最终能够“印钞”，并使本国货币贬值。大多数这些国家的货币都贬值约30%，接近英镑的贬值幅度（这些国家包括北欧国家、葡萄牙、大多数东欧国家、新西兰、澳大利亚、印度）。右下图展示了一些国家的货币贬值情况。



新闻及美联储公报

1931年9月20日

英镑兑美元汇率下跌至**4.845**；电汇汇率降低**15~16美分**，英镑汇率跌至7月22日以来的最低点

“昨日伦敦金融市场动荡，导致英镑汇率大幅下跌，英镑电汇汇率下跌至1英镑兑4.845美元，远低于黄金输送点，达到7月22日以来的最低点。”

1931年9月21日

银行家预计英国复苏，暂停金本位制为复苏第一步

“银行家称，事实可能证明，暂停金本位制是最终解决英国紧迫经济问题的第一步，降低英镑汇率是重定英镑价值的初步举措。”

1931年9月22日

国际联盟顾问认为德国也可能仿效英国放弃金本位制

1931年9月25日

黄金出售扰乱美国货币市场；股价下挫；外国投资者购买**6 400**万美元黄金，使黄金“损失”达到**1.806**亿美元；市场抛售银行汇票；承兑汇票收益率上升，但美联储维持**1%**的贴现率

1931年9月25日

伦敦汇市英镑兑美元汇率为**3.85**，大宗商品和英国工业股的价格迅速上涨

“主要由于海外投机性卖出英镑，今日英镑汇率进一步下跌，但大宗商品和英国工业股的价格均高速上涨。”

1931年9月26日

英镑继续扰乱世界市场，许多城市的股票交易所依然停市，英镑汇率普遍下跌

1931年9月27日

股市走势不定，大多小幅波动，债券走势较稳定，英镑汇率回升

1931年9月29日

美国单日丧失黄金**5 195.36**万美元，其中**3 150**万美元为专门用于外国账户的黄金，**2 045.35**万美元为黄金出口，达到**1928**年以来的峰值

“瑞典和挪威仿效英国暂停金本位制，导致昨日外汇市场动荡加剧，引发外国央行从美国购买更多黄金以加强自身储备。”

1931年10月

贴现率与票据利率调整

“自10月9日起，在美联储纽约银行，所有种类和期限票据的贴现率都从**1.5%**上调到**2.5%**；自10月10日起，美联储波士顿银行将贴现率从**2%**上调到**2.5%**；自10月10日起，美联储克利夫兰银行将

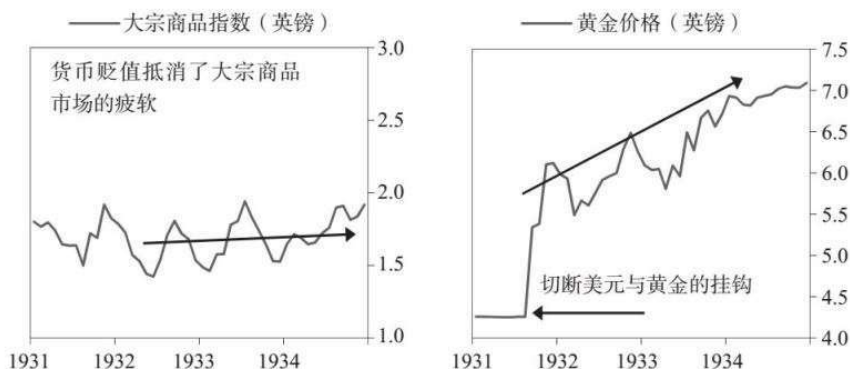
贴现率从2.5%上调到3%。美联储纽约银行上调所有票据的购买利率，不论承付期限长短。”

——美联储公报

投资者担心各国政府债券会因货币贬值而违约。这导致市场抛售债券，利率上升，以及债券价格下跌。美联储将利率提升2%，以期吸引外国资本，保持美元与黄金挂钩。其他国家的政府债券价格创下1931年的新低。除了瑞士和法国外，各国国债都从1931年的高点至少下跌了20%。全球股市也发生抛售，一些股市完全停止交易。9月21日，全欧洲只有巴黎股票交易所一家开市。[125]

在央行捍卫英镑期间，英国股市和债市出现抛售，在英镑贬值后继续下滑，但之后出现反弹。因为英国的债务是以英镑计价的，所以不存在政府无法偿债的风险。这些压力对债市的影响表现为，英镑贬值后，随着12月利率从4.7%升至5.7%，1937年到期、收益率为5.5%的英国债券的价格从104美元跌至92美元，但年底回升至100美元。[126]

英镑贬值刺激了英国的出口部门，使英国央行可以大幅放宽政策，在年底前降息1%。此时达到了均衡状态，因此到10月底，伦敦的银行重新获得资金。换言之，货币贬值和增印货币开启了和谐的去杠杆化（后文在讨论美国退出金本位制时会详述这个问题）。与这些压力一致，在货币干预时期和紧接着英镑贬值后，英国股市和债市均大幅下跌，之后反弹。我们需要认识到，这些都是很典型的走势，本书在典型理论部分解释了原理。



1931年第四季度：国际危机蔓延至美国，萧条恶化

其他货币贬值，美元升值，这些因素加大了美国面临的通缩/萧条压力。1931年9月，英镑贬值，尤其震惊了全球投资者，给美国市场造成冲击波。世界各地的投资者和储蓄者自然开始质疑美国市场的安全性，担心美国发生违约或美元贬值，所以他们开始减持美元债务。这导致利率上升，流动性收紧，美国陷入大萧条最痛苦的时期，这一局面持续了18个月后，罗斯福让美国脱离金本位制，使美元贬值，并增印货币。

新闻及美联储公报

1931年11月

月度评估

“在英国暂停金本位制后的6周里，美国黄金储备减少了7.3亿美元，流通货币增加了3.9亿美元。这两个因素都增加了对美联储银行信贷的需求。这段时期，尽管会员银行的储备余额显著减少，但美联储银行信贷总额增加了9.3亿美元，10月底达到10年来的最高水平。9月21日英国暂停黄金支付后，黄金开始外流，这是有史以来各国在类似时期规模最大的黄金流动。”

——美联储公报

1931年11月1日

胡佛向基金注资2 500美元，帮助城区失业者

“胡佛总统今天向哥伦比亚特区失业救济机构出资2 500美元。劳伦斯·里奇给该市就业委员会主席E. C.格雷厄姆打电话告知了这一消息。”

1931年11月3日

建筑与贷款联盟向胡佛提议住房信贷计划，建议联邦土地银行提供援助

1931年11月4日

胡佛研究房地产信贷援助，总统与格拉斯商讨银行系统给予城市抵押贷款再贴现问题

1931年11月5日

班尼特赞同胡佛的信贷计划；根据布罗德里克收到的意见，州银行可以依法参与资金池

“根据司法部长小约翰·J·班尼特昨日提交的意见，受州银行厅监管的银行可以依法使用资金参与国民信贷公司的计划，该公司是在胡佛总统提议下创立的，旨在稳定金融形势。”

1931年11月7日

胡佛宣布削减3.5亿美元预算

1931年11月8日

胡佛计划援助住房建筑商；12月2日华盛顿将举行银行家、建筑商与建筑设计师大会议

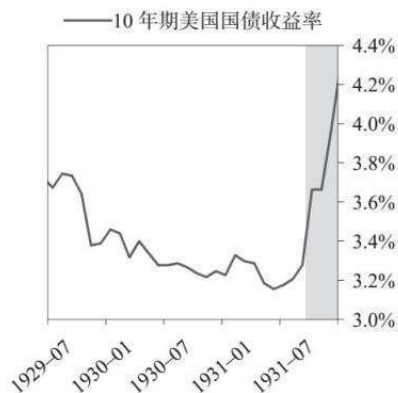
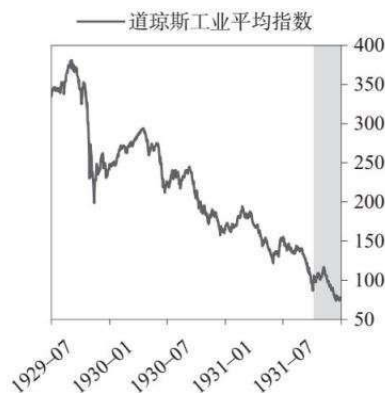
“12月2日，根据胡佛总统的提议，华盛顿将举行‘住房建设与住房拥有’大会，一些著名建筑师准备交给胡佛总统一份报告，表示美国普通小型住房的设计有缺陷，可以用更少的钱建造更好的房子。”

1931年11月8日

比较当前与以往的萧条程度，每周的商业指数跌至新低

“调整后的汽车生产指数从24.4下降至异常低的15.5，决定了10月最后一周商业活动指数的变化态势。”

英镑抛售潮期间，美国股市下挫。9月，道琼斯指数下降30.7%，这是危机爆发以来最大的月度跌幅。10月5日，股市单日下跌10.7%。为了应对混乱局面，纽交所再次禁止卖空，这是试图减缓股市下挫的典型做法。[\[127\]](#) 尽管美国国债被视为“安全”资产，在1929至1930年股市崩盘期间，美国国债一度反弹，但此时国债和股票一样遭受抛售，反映出美国的国际收支危机。美国长期国债收益率升至4%，比年中低点高出近1%。由于美国债务庞大，偿债负担不断加重，人们开始担心美国财政部能否展期未来两年到期的债券。[\[128\]](#) 由于人们担心美元贬值，美国的银行出现特别严重的挤兑，所以银行需要出售债券来筹集现金，从而推高了债券收益率。[\[129\]](#)

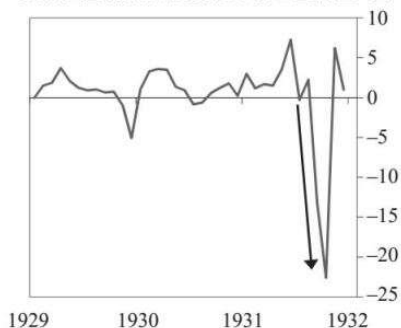


1931年9月，美元自全球债务危机爆发以来首次失去避风港的地位。英镑贬值之后，法国、比利时、瑞士、荷兰央行都开始将所持美元兑换成黄金，故而黄金储备开始从美国流出。在英镑贬值后的三周里，美国失去了约10%的黄金储备。

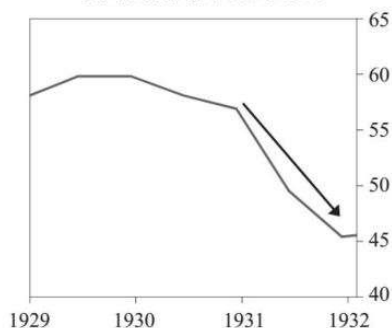
10月9日，为了吸引投资者，美联储纽约银行将贴现率从1.5%上调至2.5%，相当于收紧货币政策，这在萧条时期是不良之举。一般来说，在国际收支危机期间，如果加息幅度足以补偿以弱势货币计价的债务人所面临的汇率风险，那么加息幅度就会过大，国内经济无法承受。这一次也不例外。一周后，美联储纽约银行又把利率上调至3.5%。[\[130\]](#)有流言称，美联储纽约银行行长乔治·哈里森曾请求法国人停止从美国撤出黄金。[\[131\]](#)

面对国内困境，美国投资者开始囤积黄金和现金。1931年年底，一系列银行出现挤兑，迫使许多银行倒闭，没有倒闭银行的存款大幅萎缩。由于存款的减少，银行开始收回贷款，以夯实现金储备。房主和农场主被迫丧失抵押品赎回权，同时，由于投资者没有像过去那样展期贷款，几家公司破产。[\[132\]](#)

美国黄金储备月度变化（百万金衡盎司）

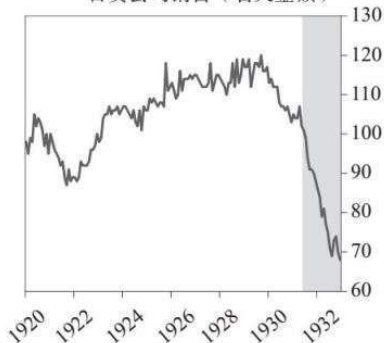


美国银行存款（百万美元）

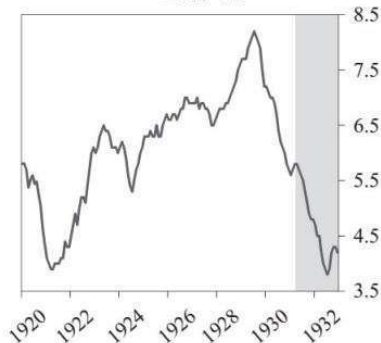


随着货币和信贷的萎缩，美国经济开始跌落悬崖。1931年下半年，工业产量萎缩14.3%，百货公司销售下跌12.9%。到1931年年底，失业率达到近20%，国内物价年跌幅达10%。

——百货公司销售（名义金额）



——工业产量



1931年年底，胡佛政府采取数项举措，遏制银行倒闭，刺激信贷流动。其中最重要的是成立“国民信贷公司”，该公司提供一个私人资金池，可以向具备可靠抵押品的机构发放贷款，为面临倒闭风险的银行提供流动性（即是一种私人的央行）。这些资金来自银行，总计5亿美元，这些银行还能再借10亿美元。[\[133\]](#)

新闻及美联储公报

1931年11月29日

两党势均力敌的国会面临许多重大问题，有待解决的通常问题，还有大萧条和国外事件引发的问题

1931年12月19日

房地产利益团体要求制定新的留置权法以帮助房主，呼吁降低止赎成本和仲裁费用

1931年12月20日

汤普森上校建议，决策者采取三项举措以启动经济复苏：政府增加开支、暂停收回抵押品赎回和降低房价

1931年12月31日

胡佛总统的方案立即付诸实施，建立信贷池以帮助稳健银行

“一年来，商业银行领域取得的一项重要进展是，根据胡佛总统的建议，组建国民信贷公司，为那些不符合美联储银行购买条件的稳健银行资产提供贴现机制。胡佛先生于10月7日提出该方案，旨在遏止银行倒闭浪潮，恢复公众对银行的信心，从而遏制囤积资金行为。”

1931年12月31日

经济学家表示美联储银行可以带来复苏，建议通过遏制信贷紧缩终结清算过程，还建议购买票据

1931年12月

全美企业概况

“10月，制造业产量和就业人数均进一步下滑，但矿物产量增幅超过本季度的通常水平。10月中旬后，市场对美联储银行信贷的需求量显著下降，反映了会员银行储备余额减少，以及11月的黄金流入主要来自日本。货币市场环境有所放宽。”

——美联储公报

1932年1月3日

国会面临诸多问题，最紧要的是推进重建金融公司的计划

“国会在复会时面临的首要问题是讨论胡佛总统关于设立5亿美元的重建金融公司的法案。该公司的很多职能将模仿一战后运营的

战争金融公司。”

1932年1月13日

总统将加速成立**20亿美元**的贷款机构；他表示重建金融公司将在法案通过后很快开始运行

“胡佛总统今天与参议院领导人磋商，表示重建金融公司的预期贷款额度为20亿美元，该公司将在国会最终通过法案几天后开始运行。”

同时，胡佛设法解决房地产市场崩溃的问题。为了停止“房主和农场主”的止赎事件，他试图创建一个“住房贷款贴现银行”体系（在1932年落实）。同时，他与保险公司及房地产机构合作，暂停联邦土地银行对农场抵押贷款止赎，同时向该机构提供10亿美元，使其扩大放贷规模。

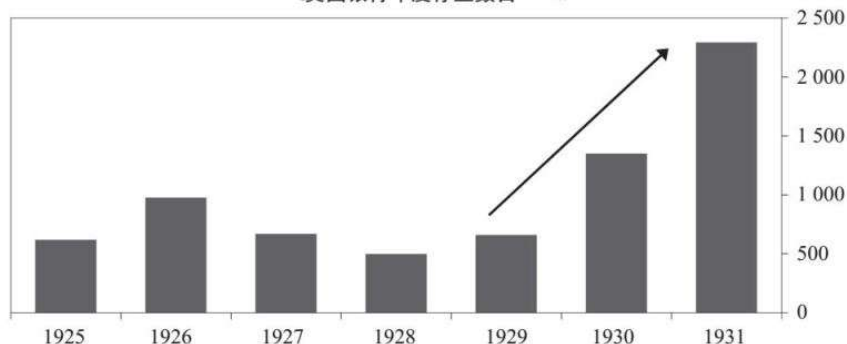
[\[134\]](#)

这些政策备受欢迎，并广泛提振了投资者的信心。股市随之反弹，从10月的低位到11月9日总共上涨35%，在公布成立“国家信用协会”的那一天，股市飙升逾10%。像大多数大幅反弹一样，这次反弹让一些人相信最坏的情况已经过去。然而，整体货币和信贷供应都没有发生显著变化，所以到期债务总额与可供偿债资金额之间的根本失衡并未解决。当人们清楚地看到这些计划远不足以解决问题时，反弹势头逐渐消退。在整个大萧条时期，决策者公布许多政策后也都出现了类似的情况。接近12月底时，股市创下新低。

1932年上半年：政府加强干预，但未能阻止经济崩溃

1932年，随着通缩和信贷问题恶化，经济持续下滑，萧条局面加剧。很多企业陷于困境或破产，亏损总计达27亿美元，企业破产数目创纪录，将近3.2万起，总负债达9.28亿美元。[\[135\]](#)银行倒闭的消息充斥着报刊新闻。这些损失蔓延至经济体系，给放贷者造成损失，导致其他企业倒闭，经济进一步萎缩。

美国银行年度停业数目



重大债务危机期间的典型情况是，为了缩减债务，决策者几年实施通缩性杠杆政策，但他们最终认识到，债务缩减与财政紧缩给经济造成的下行影响过于痛苦，也无法产生必要的效果，因此转而采取更积极的政策。越来越明显的是胡佛政府未能扭转信贷紧缩局面，1932年上半年，胡佛政府宣布另一组政策，旨在向银行系统提供流动性，让信贷重新流动起来。

新闻及美联储公报

1932年1月16日

众议院通过重建金融公司法案，采取20亿美元财政措施

1932年1月17日

企业的乐观情绪普遍增强，重建金融公司法案通过和抑制通缩举措令商界领导人振奋

“国会两院通过重建金融公司法案，在芝加哥召开的铁路工人大会上，代表们终于采取和解态度，美联储系统似乎开始遏制通缩，这三个因素提振了上周金融界的乐观情绪。”

1932年1月17日

三家银行关门，其中两家在芝加哥，一家在宾夕法尼亚州的伊利市

1932年1月20日

乔利埃特（伊利诺伊州）银行停业，但主管说该行具有

偿付能力，将会恢复营业

1932年1月20日

伦塞勒（纽约州）银行关门

1932年1月21日

芝加哥两家银行关门

1932年1月22日

胡佛请求众议院投票支持，为重建金融公司拨款5亿美元

1932年2月

重建金融公司

“1月影响银行业形势的主要事件是通过立法创立拥有5亿美元资本的重建金融公司。1932年1月22日总统批准《重建金融公司法》，旨在‘为金融机构提供紧急融资机制’，‘协助农业、工业与商业融资’。总统在宣布批准该法时，称这家新公司‘将成为一个强大的组织，它拥有充足的资源，能够补强美国信贷、银行和铁路结构中可能出现的弱点，以使工商业能够开展正常的经济活动，不必担心意外冲击与不利影响’。”

——美联储公报

1932年2月

全美企业概况

“11—12月的工业活动下降，降幅略高于本季度的通常水平，而工厂就业人数的降幅与通常情况大致相符。批发价格进一步下跌。”

——美联储公报

1月23日，胡佛成立重建金融公司。重建金融公司拥有5亿美元的资本，还可以从美国财政部或私人机构获得高达30亿美元的借款。该机构的目标是向有偿付能力的银行提供流动性，使其免于倒闭。[\[136\]](#)重建金融公司受益于比美联储更广泛的授权，它的贷款抵押品范围和贷款对象范围更为广泛，可以贷款给州际特许银行、不属于美联储系统的农村地区的银行（即其中一些银行受危机冲击最大），以及当时的重要产业铁路业（类似2008年危机中的汽车业）。[\[137\]](#)接受品种越来越多

的贷款抵押品，向范围越来越广的借款人放贷，这是决策者使用的典型杠杆，旨在确保金融系统得到充足的流动性，一些流动性由央行提供，另一些由中央政府提供。

到1932年8月底，重建金融公司已向5 520家金融机构放贷13亿美元，减少了银行倒闭数量。[\[138\]](#)但重建金融公司只能向具有“优良”抵押品的金融机构放贷，无法向一些最需借款的机构提供足够的支持。

[\[139\]](#)

大约在这个时候，美联储开始增印货币。在危机爆发前，美联储的贷款抵押品只能是黄金或特定形式的商业票据。在这两者都供给不足的情况下，决策者再次面临进一步收紧政策与削弱美元和黄金挂钩之间的取舍。2月27日，胡佛签署《1932年银行法》，试图在维持金本位制的前提下缓解流动性紧缩，美联储得到更大的印钞权，但仅限于购买政府债券（这在75年后被称为“量化宽松”）。[\[140\]](#)这一行动明显削弱了金本位制的原则，因此具有争议性，但由于事态紧急，该法案未经辩论便通过了。[\[141\]](#)如胡佛所说，这一决定“在某种意义上是一项捍卫国家的举措”。[\[142\]](#) 1932年晚些时候，国会授予美联储更大的权力，美联储可以增印货币，并在紧急情况下提供流动性。[\[143\]](#)这一条款，即《联邦储备法》第13节第3条，对于美联储应对2008年债务危机至关重要。

4月和5月，美联储系统每周买入政府债券，金额分别为近5 000万美元和近1亿美元。到6月，该系统已买入15亿美元的政府债券。下图展示了美联储1931年和1932年购买与持有的国债规模。

新闻及美联储公报

1932年2月11日

欧洲提取1 704.55万美元黄金

“美联储纽约银行昨日报告称，欧洲人提取了总值1 704.55万美元的黄金。该行还宣布，从加拿大进口107.02万美元黄金，从印度进口57.5万美元黄金，此外，专用于外国账户的黄金增加1万美元。”

1932年2月11日

《联邦储备法》更改

“今天，胡佛总统在白宫召集民主党与共和党领导人出席非党派性会议，决定开发一个强有力的金融机制，该机制以彻底改革美联储系统为基础，可能增印25亿美元货币，刺激信贷增长。”

1932年2月11日

联邦救助问题激发参议院激烈争议

“今天，针对为失业者提供直接联邦救助的《拉福莱特-科斯蒂根法案》，俄亥俄州共和党参议员费斯与爱达荷州共和党参议员博拉展开激烈争辩。挤满国会大厅的议员为两位发言者鼓掌。对该举措的投票被推迟到明天。共和党领导人期待投票时民主党人施以援手，否決法案。”

1932年2月11日

股市下跌后反弹，收复大部分失地

1932年2月27日

信贷法案投票通过：胡佛今日签署

“今日，《格拉斯-斯蒂格尔信贷扩张法案》在国会以全票通过后，于今晚6点08分送至白宫，胡佛总统将于明日签署。”

1932年2月27日

银行状况在14天里改善

“根据美联储委员会和货币监理署署长J. W.波尔收到的报告，银行业状况在两周里明显改善。8天时间里没有发生一起全国性银行倒闭事件，创下多个月来的新纪录，同时10天里其他会员银行与州银行的倒闭数目也明显减少。”

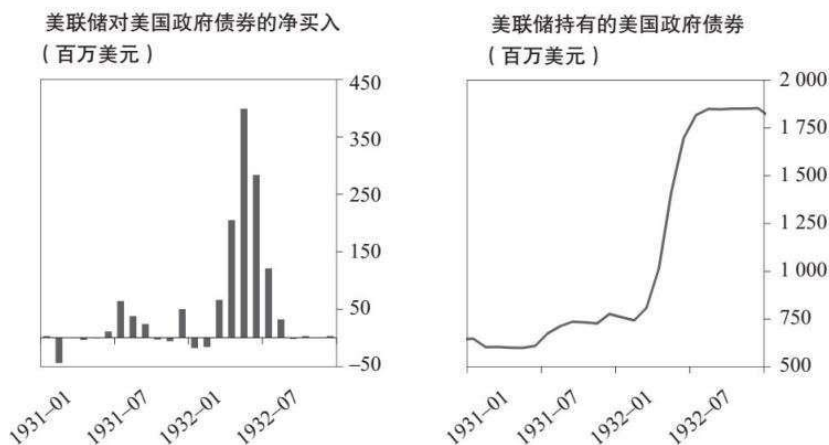
1932年2月27日

国会一致同意银行援助措施，信贷法案投票通过；胡佛今日签署

1932年3月2日

参议院委员会全面调查卖空行为；银行业委员会将超出胡佛的方案，调查纽交所

“今天参议院银行业与货币委员会建议，对纽交所展开调查。康涅狄格州共和党参议员沃尔科特将领导一个小组，立即开始起草一份决议，要求授权参议院展开调查。”



美联储开始买入后，短期国债收益率快速下滑，3月期国债收益率在1932年上半年的降幅逾2%。美联储的购债举措也缓解了中长期国债市场的压力，由于巨额赤字和外国投资者不愿持有美国资产，该市场的美元供求失衡已达临界点。10年期国库券收益率在1月上升至4.3%以上后，在接下来的6个月里跌至3.5%以下。

这些举措激发了市场的乐观情绪，迎来新一轮反弹，道琼斯指数上涨19.5%，达到1月的高点。2月该指数收于80以上。

1932年下半年，决策者也采取了一些规模较小的举措，支持银行系统。放弃银行以市值计价的会计方法是另一项经典举措。1月，货币监理署指示银行审计员，对国家级银行持有的BBA级及以上评级的债券，以票面价值作为其内在价值。[\[144\]](#)若按以前的会计方法，银行持有的债券要么面临巨额账面损失，要么在卖出债券时面临现金损失。这些损失使银行的资本减少，迫使银行筹资或出售资产，这会进一步缩减流动性，压低资产价格。会计规则的调整缓解了银行承受的一些最紧迫的压力。

胡佛政府还通过宏观审慎措施推动信贷流动，最显著的举措是直接对银行施压，促使它们放贷。胡佛和财政部长奥格登·米尔斯指责银行未能刺激信贷，责备它们限制贷款，囤积黄金与现金。胡佛在12个美

联储地区组织委员会，迫使大型地区性银行放贷，但此举收效甚微。

[145]

新闻及美联储公报

1932年3月10日

向胡佛报告银行囤积问题

“今日美国废钢铁协会会长本杰明·施瓦茨向胡佛总统报告，指控一些银行囤积现金，其限制性信贷政策严重损害了工业活动。”

1932年3月18日

法国央行买入更多黄金

1932年3月20日

专家表示政府应借用企业方法来平衡联邦预算，敦促政府经济部门削减赤字

“经济学家兼税务专家W.克莱门特·穆尔昨日将政府的当前财政困境与任何大型工业组织的财务困境进行比较，并断言政府应当使用企业方法和常理来平衡预算。”

1932年4月5日

美国黄金持有量单日减少11.84万美元

1932年4月8日

总统接受众议院提供经济支持的请求

“胡佛总统今日接受众议院经济委员会的邀请，在减少政府开支上展开合作。他请委员会全体成员于周六上午11时在白宫开会。”

1932年4月9日

股市延续跌势，跌破以前低点，债市同样低迷

“一周多来，股市持续走弱，昨日进一步遭受抛售压力，这一情况加剧了华尔街的失望情绪。以点数衡量，纽交所的下跌幅度并不大（主要股票的跌幅为1~3点不等），但以基数衡量，跌幅相当大。”

1932年6月6日

国会准备进行两周的辩论

“今晚，国会准备进行1~2周的激烈辩论，内容包括税收、经济和救济等首要立法问题，也可能包括尚待解决的津贴问题。”

1932年6月26日

救济法案支持者表示，胡佛“错了”

“总统批评参议员瓦格纳提出的失业救济法案，因该提案将拨款5亿美元用于公共建设工程。今日参众两院议员讨论该法案时，瓦格纳为此提出了最后的请求。”

尽管一些举措有所帮助，但不足以阻止经济崩溃。美国黄金储备持续面临外流压力，外国人担心，随着货币的扩张和赤字的扩大，美国将无力维持美元与黄金的现有兑换比率。[\[146\]](#)于是他们竞相兑换黄金。3—6月的每个月里，黄金都在流出美国。6月，黄金的净流出达到2.06亿美元，上次达到这一水平还是在英镑贬值之后。[\[147\]](#)这造成了信贷紧缩。

3月，股市下挫，接着连续下滑11周。道琼斯指数下降50%，从3月8日的88降至5月31日的44。道琼斯指数5月收于当月低点，当月股票成交量进一步下降至每天75万股左右。[\[148\]](#)在危机初期，政府采取增加贷款和支出的措施，推动资产市场持续反弹，但在这个阶段，投资者已经灰心，他们担心胡佛的计划不足以带来必要的变革，弥补这些计划的巨大成本，于是市场继续下行。



全球范围内，社会动荡与冲突在不断加剧。在德国，希特勒在国会选举中赢得最多席位。日本滑向军国主义，1931年入侵中国东北，1932年入侵上海。美国的罢工和抗议活动也在增加。[\[149\]](#)失业率接近

25%，仍有工作的人面临着降薪。在乡村地区，随着物价下跌以及一场旱灾摧毁农作物，农民面临破产。6月，为了强烈表达不满，成千上万的退伍军人及其家人在华盛顿游行（并留守不动），旨在对政府施压，要求政府立即支付退伍军人津贴。[\[150\]](#) 7月28日，道格拉斯·麦克阿瑟将军率领美国陆军用坦克和催泪瓦斯驱离示威者。就在这个时候，国家内部以及国家之间的冲突加剧，播下了民粹主义、威权主义、民族主义和军国主义的种子，先是酿成了经济战，接着欧洲和日本分别于1939年9月和1941年12月发起军事战。

新闻及美联储公报

1932年7月3日

与会者为罗斯福欢呼，总统候选人获得热烈掌声

1932年7月24日

罗斯福将在各州争取选票

“民主党全国委员会主席詹姆斯·A.法利预计，富兰克林·D.罗斯福州长将以选举团多数胜选，得票数将超过任何民主党总统候选人（1912年的伍德罗·威尔逊除外），所以他昨日宣称，今年的民主党全国候选人组合将赢下所有州，无论这些州在以往选举中多么倾向于共和党。”

1932年8月

紧急救济法案

“近几周来，银行业局势的主要进展是通过与美联储银行和会员银行有关的新立法。7月21日，总统签署了《1932年紧急救济与工程建设法》（文本见本公报）。该法授权重建金融公司，根据某些条件向受困的州和地区提供救济，总额不超过3亿美元，贷款利率为3%。该法还规定，重建金融公司可以向各州、其他政治团体或机构以及私营公司提供贷款，用于公共或准公共的自行清算项目，如桥梁、隧道、码头和贫困地区的住房设施。”

——美联储公报

1932年9月2日

股市录得本月大涨；纽交所**240**只股票上涨

4 041 656 665美元，为三年来最大涨幅

1932年9月10日

美国银行清算业务一个月里增长**3.6%**，因交易额增长**8.4%**

1932年9月29日

8月货币存量增多；财政部报告称增加

136 311 347美元，黄金增多113 912 811美元

1932年10月

里奇州长指控胡佛的“失败之处”；农业与关税减免、移民禁令与平衡预算问题未解决

“马里兰州州长里奇宣布胡佛总统在执政期间‘未能解决四大问题’。他在今晚对2 000名康涅狄格州民主党人发表演讲，开启在新英格兰地区为罗斯福-加纳组合的拉票之旅。”

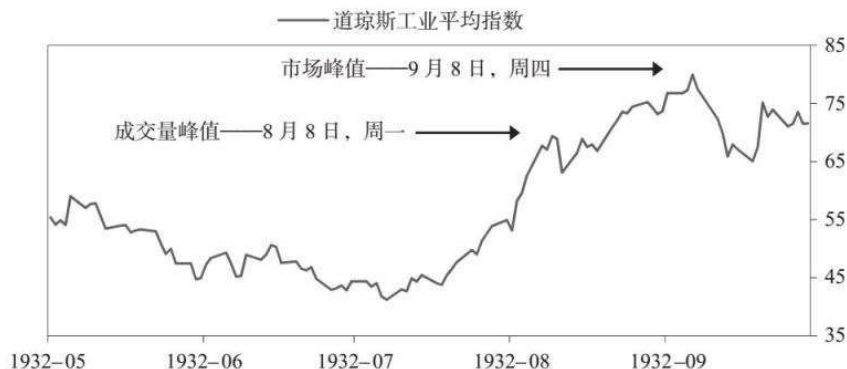
1932年10月26日

科普兰抨击银行业“寡头政治”；参议员指责胡佛纵容金融家妨碍美国经济复苏

“美国纽约州参议员罗亚尔·S·科普兰今晚在民主党集会上发表讲话称，大银行利益集团不应为其流动性居功自傲：‘85%的流动性是冷酷无情的自吹自擂，就像当1 000位患者吵着要住院时，医院炫耀它85%的床位是空的一样。’”

1932年下半年：经济进一步萎缩，罗斯福当选

到1932年夏季，大规模的刺激政策和银行救济举措似乎行之有效。恶性循环开始缓和，资产价格稳定下来，汽车等行业的产量甚至上涨。5—6月，大宗商品、股票和债券也见回升。1932年下半年，股市和债市的情况都有所改善。8月和9月，道琼斯工业平均指数反弹至80的峰值，几乎是7月最低值的两倍。下图展示了道琼斯指数的走势。



《时代周刊》1932年8月8日称，黄金不再外流推动市场反弹，有传言称美国得到外国资本，一项铁路公司合并交易获批。

随着对经济和资产市场的乐观情绪开始上涨，决策者开始退出前期的刺激措施。此外，一桩丑闻对重建金融公司构成严重损害：重建金融公司救助了中央共和银行信托公司，而该公司负责人是重建金融公司前主席。这引发了公众的激愤，重建金融公司此时似乎成为富豪银行家的工具。[\[151\]](#)为此，国会下令，重建金融公司为哪个机构提供贷款，就必须公布该机构的名称。[\[152\]](#)这实际上意味着，要从重建金融公司获得贷款，就必须公布身份，这无异于公开承认自己遇到麻烦，自然会加大储户提款的压力。所以，金融机构从重建金融公司借款的频率下降，储户开始加速提款。[\[153\]](#)

新闻及美联储公报

1932年11月2日

内华达州宣布银行放假12天，低牲畜价格给该州带来危机

“今日，副州长莫利·格里斯沃尔德宣布全州企业和银行放假到11月12日。内华达州州长弗雷德·B. 巴尔扎在华盛顿，暂由副州长履行职责。”

1932年11月2日

全国登记选民达46 965 230人，这比1928年大选的投票纪录多10 166 561人

1932年11月6日

桑德斯表示胡佛注定胜选，共和党主席称选民“绝对将会争先选择”胡佛

“昨日，在本市与芝加哥，共和党全国委员会主席、胡佛竞选团队负责人埃弗雷特·桑德斯同时公布选前声明，宣称胡佛总统将在周二举行的大选中获胜，将以‘绝对优势’赢得281张选举人票，以及至少21个州。”

1932年11月7日

大选对财政体制改革至关重要，米尔斯预计将在胡佛败选的情况下推动公共债务整合

1932年11月9日

总统平静承认败选；他给罗斯福发电报时，斯坦福大学学生为他唱小夜曲

“胡佛总统今晚在发给罗斯福州长的贺电中承认败选。发电报时，斯坦福大学的学生聚集在胡佛家门前，为他和夫人唱小夜曲，与4年前共和党赢得大选时一模一样。”

1932年11月9日

罗斯福承诺努力恢复经济繁荣，尚未发出正式声明

1932年11月11日

银行家否认金本位制受威胁；小B. M.安德森表示美国绝不会放弃金本位制

“昨日，在纽约大学商学院举办的投资银行论坛上，大通国民银行经济学家小本杰明·M.安德森声称，在过去的36年里，美国能维持金本位制这一点，从来不值得怀疑。”

政府“救助”金融机构引发公愤，这是“大众与华尔街”“劳动者与投资者”冲突的结果，也是萧条期间的常见现象。随着经济痛苦的加剧，民粹主义者会呼吁“惩罚造成这一乱局的银行家”，使决策者极难采取挽救金融系统和经济的必要举措。毕竟，假如银行家在混乱中撒手不管，系统肯定会瘫痪。

政治因素也促进了美联储停止买入政府债券。2月通过的《1932年银行法》被设定为临时举措，因为担心此举可能削弱美元。芝加哥、费城和波士顿的美联储委员会成员主张结束公开市场操作。他们的理由是：银行不断积累储备金，却没有显著扩大信贷，可见这项计划是不必要的（而且该计划造成长期利率降低，损害银行的赢利能力）。7月他们不再参与购债行动，美联储纽约银行无法独自继续而被迫默许。

[154]

随着收入的下降和支出的上升，政府开始担心预算赤字不断膨胀。[155]胡佛几乎获得全面支持，准备一手减税，一手削减联邦开支，实现预算平衡。[156] 6月6日，胡佛将《1932年税收法案》签署为法律。该法上调所得税、公司税和各类消费税的税率。尽管采取了这些措施，预算赤字占GDP的比例仍显著上升，因为紧缩措施会加剧经济萎缩，而经济萎缩速度快于预算赤字削减速度。[157]如前所述，胡佛试图通过财政紧缩平衡预算，这是新手应对经济萧条的典型做法。

同样，正如去杠杆场景中的典型情况一样，如何应对危机的辩论变成了针锋相对的政治辩论，带有浓烈的民粹主义意味。罗斯福此时的竞选纲领似乎带有左翼民粹主义色彩。从竞选一开始，他就强烈反投机者。在竞选的揭幕演讲中，他抨击证券公司肆无忌惮，呼吁联邦政府控制股票与大宗商品交易所。[158]有迹象表明，他支持让美元贬值，从而加大了美元承受的压力。为了安抚这样的忧虑，罗斯福表示不会让美国退出金本位制，但投资者仍不放心。[159]顺便说一句，政治家和决策者经常做出虚假承诺，这样的承诺是权宜之计，不符合经济和市场的基本面，断不可信。

新闻及美联储公报

1932年11月23日

日内瓦会议代表们聚焦三大议题；中国东北、裁军与萧条问题，戴维斯参会

“今日政治家举行的会议上，中国东北问题、世界经济会议和世界裁军问题交织在一起，令人困惑。美国国务院代表诺曼·H·戴维斯参加了所有三项议题的讨论。”

1932年12月1日

11月8日大选创下三项纪录；全国投票人数创纪录，罗斯福得票最多，胡佛得票最少

“11月8日的大选计票基本完成，美国选民创下三项新纪录，投票总数超过3 900万张，罗斯福州长得票22 314 023张，胡佛总统得票15 574 474张。”

1932年12月12日

德国教授认为美国关税是经济萧条的关键原因，问题在于美国是否降低壁垒

“哥廷根大学统计研究所所长，德国政府社会保险、税收及其他财政事务顾问费利克斯·伯恩斯坦教授表示，除非美国降低关税壁垒，否则世界经济不可能摆脱大萧条。”

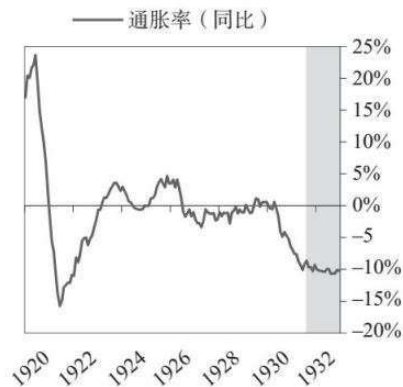
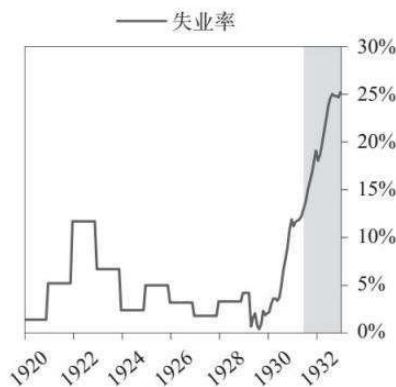
1932年12月15日

内华达州结束银行假期

银行倒闭数量不断上升，公开市场操作已经终止，重建金融公司无能为力，政府开支受到控制，美元贬值风险越来越大。黄金外流再次发生，金价不久前开始企稳后，重新开始下跌。经济的下行趋势陡然加剧。

11月，银行业面临的压力进一步加大。临近大选前，内华达州第一个宣布全州银行放假，这是应对大范围银行挤兑的典型举措。尽管内华达州成功避免了本州主要银行倒闭，但此举引发了一场全国性恐慌。[\[160\]](#)储户担心自己的银行会成为下一个倒闭的银行，于是纷纷加速提款。危机态势卷土重来。

1932年，经济极端恶化。下图展示一些经济统计数据，并突出显示了从英镑贬值到1932年年底的这段时期。消费者支出和工业生产的降幅超过20%，失业率上涨15%以上。严重通缩已经挥之不去，每个月的价格都下跌近1%。



决策者依赖通缩性杠杆来削减债务，使美国陷入严重萧条/痛苦的去杠杆化。因为名义利率远远高于名义增长率，所以债务增速快于收入增速，尽管违约频发，但债务负担仍在加重。

新闻及美联储公报

1933年1月

当前银行业发展状况

“今年，节日期间贸易对美联储银行的货币需求约为1.2亿美元，而近几年的数字则介于2.25亿~2.75亿美元之间。货币需求量下降反映了两个情况：一是主要由于当前物价较低，美元零售贸易额减少；二是此前囤积的货币继续回归。今年的货币需求并没有像往常一样导致美联储银行信贷余额增加，因为美国货币存量增加了约1.5亿美元黄金，向会员银行提供提款要求所需的充足资金。”

——美联储公报

1933年2月1日

英国从美联储纽约银行回购1 358.89万美元黄金，这是其专门用于偿付战争债务的最后一笔黄金

“12月15日，伦敦指定存入当地储备账户9 555万美元黄金。昨日，英国央行从美联储纽约银行回购1 358.89万美元黄金，这是上述总数的最后一笔，与英国偿付战争债务有关。（原文如此）”

1933年2月1日

邓百氏公司报告显示，一周内，零售企业破产数量增多，其他类型企业破产数量减少

“根据邓百氏公司企业违约状况报告，在结束于1月26日的一周里，零售企业破产数量从404增至417。所有其他类型的企业破产数量都有所下降。这一周的总破产数量为605，而之前一周是618。”

1933年2月4日

黄金供给下降；荷兰提供了**87.26**万美元的黄金，但被**367**万美元的指定用途黄金抵销

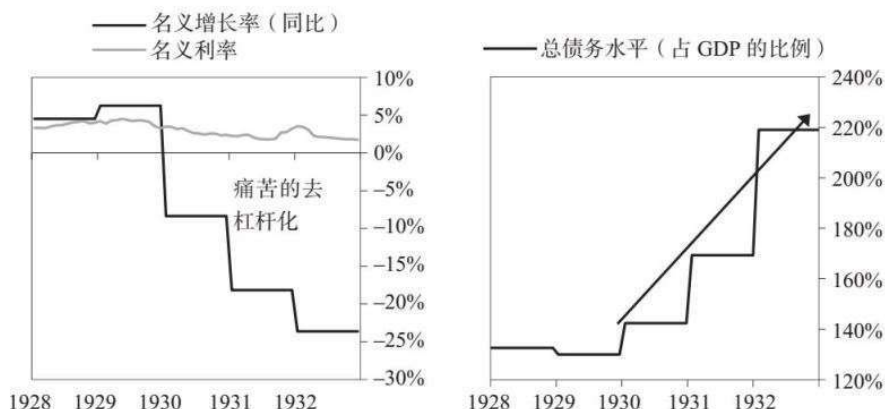
1933年2月8日

黄金供给单日减少**160.15**万美元

1933年2月15日

邓百氏公司报告显示，一周内，零售企业破产数量增多，其他类型企业破产数量减少

“根据邓百氏公司报告，在结束于2月9日的一周里，零售企业破产数量增多，但所有其他类型企业的破产数量减少。零售店违约共376起，而之前一周为353起。总破产起数为509，之前一周为567。”



尽管投资者担心罗斯福当选总统的影响，但由于罗斯福采取了民粹主义的竞选战略（再加上经济形势严峻），他赢得了大选。1932年11月，罗斯福当选美国总统，得票2 280万张，超过胡佛的1 580万张，创

下截至当时美国总统候选人得票最多的纪录。

在两次世界大战之间的时期（20世纪20—30年代），由于经济形势不佳，经济复苏不均衡（精英似乎日益富强，而百姓依旧苦苦挣扎），决策者施政无效，民粹主义成为一个全球现象，导致美国、德国、意大利和西班牙都发生政府更迭。在美国，收入和财富分配不平等的程度在20世纪30年代初达到顶点，在整个30年代都保持高位。到罗斯福胜选时，最富的10%的人获得45%的收入，拥有85%的财富，同时失业率超过20%。面对这些情况，罗斯福决定将“新政”作为基本竞选纲领，承诺大幅改善劳动者、债务人和失业者的处境。[161]

欧洲的经济态势与美国相似。在此前的15年里，德国经历了一场恶性通胀，也吃了大萧条爆发的苦头。德国的贫富差距也很悬殊：最富的10%的人获得约40%的收入，失业率超过25%。这为纳粹上台搭建了舞台。[162]

1933年：罗斯福就职之前

由于罗斯福预计采取通货再膨胀政策，黄金继续流出美国，而此时罗斯福拒绝确认其维持金本位制的承诺。他的顾问们试图劝说他安抚市场情绪。参议员卡特·格拉斯很可能被罗斯福提名为财政部长，宣布假如罗斯福不能保证美国维持金本位制，他就不会接受该职位。[163]胡佛给罗斯福写了一封私信，恳请他澄清自己的政策。[164]那些投资美元的欧洲人感到担忧。《纽约时报》发自巴黎的报道说：“欧洲市场对美元未来走势感到困惑，这必须归因于美国新政府没有明确其政治意图。假如罗斯福先生宣布坚决维持美元的稳定性，就会大大安稳人心。”但罗斯福保持沉默。[165]

2月，危机加深。密歇根州最大的金融机构底特律卫士联合集团面临破产，向重建金融公司申请贷款，但该集团几乎没有什么优质抵押品，所以受职权所限，重建金融公司不能向它提供高额贷款。也许更重要的因素是，该集团的主要股东是汽车业富豪亨利·福特。重建金融公司不愿显得偏袒富豪，于是建议在福特也提供一定支持的前提下，他们可以放贷，但福特认为，该集团和中央共和银行信托公司一样具有系统重要性，所以拒绝提供支持。福特与重建金融公司的较量以失败告终。底特律卫士联合集团旗下的两家银行卫士联合信托和卫士国民商业银行都破产，密歇根州被迫宣布全州银行放假。[166]

当决策者不能挽救具有系统重要性的机构时，危机可能迅速蔓延至整个系统。由于密歇根州是美国的一个工业中心，所以此事对其他州的影响尤其大。[\[167\]](#)家庭与企业匆匆从各地银行提取存款。俄亥俄州、阿肯色州和印第安纳州遭遇银行挤兑潮。马里兰州在2月25日宣布银行放假。截至3月4日，30多个州采取了提款限制措施。[\[168\]](#)

黄金流出美国的趋势演变为一股浪潮。2月的最后两周里，美联储纽约银行失去了2.5亿美元的黄金，接近其黄金储备的1/4。[\[169\]](#)



面对黄金储备流失压力，胡佛试图援引《战争权力法案》，开启资本管制，这是应对国际收支压力典型但无效的措施，民主党人不允许他这么做。[\[170\]](#)

经济遭受重创。3月，企业活力下降至惊人低位。这一年，GNP为5560亿美元，为整个大萧条期间的最低点，以不变美元计算，这比1929年的GNP低31.5%。[\[171\]](#)

新闻及美联储公报

1933年2月15日

密歇根州急需现金救助

“威廉·A. 科姆斯托克州长今日一大早宣布，密歇根州550家金融机构停业8天，除上半岛地区的几家银行外，该州所有银行都停业。”

1933年2月24日

股票交易再度下跌，债券市场极不稳定

“在严格的限制下，密歇根州的银行恢复营业，银行业局势昨日

出现一些改善迹象，但证券市场反映了华尔街的悲观情绪，报价大幅走低。”

1933年2月27日

货币政策讨论和新任高管是一周股市动荡的主要原因

“上周股市动荡，债市再度疲软，货币囤积迹象增多，出现这些情况的部分原因是密歇根州事件处理不妥，但也反映了讨论新货币政策的有害言论造成心理影响。”

1933年3月

州银行放假

“在2月和3月初的几天里，由于美国一些地区的银行业面临困境，许多州的州长和立法机构暂时关闭本州银行，或者限制（或授权限制）银行运营。2月14日晨，密歇根州州长宣布银行放假到2月21日，这是‘为了维护公共和平、健康与安全，平等无偏袒地保护所有存款人的权利’。2月21日，密歇根州实际上延长了银行假期。2月25日，马里兰州宣布银行放假，之后几天，许多其他州采取了类似的措施。2月25日，美国国会通过一项联合决议，授权货币监理署，根据州官员可能对本州银行的职权，对全国性银行行使职权。”

——美联储公报

1933年3月

全美企业概况

“1月工业产量增长，涨幅低于本季度的通常水平。工厂就业人数继续减少，工资继续下降。大宗商品批发价格在1月进一步下降，在2月的头三周里变化相对微小。”

——美联储公报

1933—1937年：和谐的去杠杆化

1933—1934年：罗斯福退出金本位制，美国经济走向和谐的去杠杆化

3月5日（周日），罗斯福在就任次日宣布，全美银行放假4天，暂停黄金出口（实际切断了美元与黄金之间的联系），并建立救助银行系统的团队。他们争分夺秒，在最短的时间里完成尽可能多的工作。



3月6日《纽约时报》，© 1933年纽约时报公司。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。未经明确书面许可，禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

3月9日，银行重新开业之前，国会通过了《1933年紧急银行法》。该法延长了银行假期，授予美联储和财政部空前的权力，为银行系统提供流动性和资金。更重要的是，该法给予美联储授权，以银行资产而非黄金作为后盾印发货币，切断了美元与黄金之间的联系，让美联储得以印钞，向银行提供急需的流动性。根据1917年的《对敌贸易法》[\[172\]](#)，罗斯福禁止黄金出口。因此，美联储可以在增印货币的同时避免黄金储备出现挤兑。

审计机构从最大的银行和被视为最安全的银行开始审核所有美国银行的账目。当审计机构发现某家银行资本不足时，他们可以选择：

（1）让重建金融公司发行优先股，对其进行资本重组；（2）将该行与一家更健康的银行合并；（3）关闭该行。具有系统重要性的银行总会得到支持，而较小的银行则常常任其倒闭。一旦审计机构认定某家银行状况稳健，这家银行就可以重新开业，并以任何资产为抵押品，从美联储借款。[\[173\]](#)作为《1933年紧急银行法》的一部分，财政部同意弥补美联储因此遭受的任何损失，这实际上是为所有可以重新营业的银行提供债务担保。[\[174\]](#)

新闻及美联储公报

1933年3月3日

总统今日将会发布紧急通告，请求为银行救助立法

“从昨晚到今日凌晨，胡佛政府与罗斯福新政府的领导人商讨美国受困银行的局势，但没有取得实质性成果。”

1933年3月5日

企业承诺在危机期间“照常营业”；批发商和生产商达成协议，不会在银行放假期间停止交易

“明日，甚至可能在本周的大部分时间里，全国银行将会关门。面对这一局势，地方市场的制造商和批发商昨日表示，他们将设法照常营业，根据客户以往的表现来审核信用。”

1933年3月5日

银行放假，交易所停业；历史上第三次出现所有交易暂停，全美都受影响

“由于纽约州宣布银行放假两天，纽交所及纽约市所有其他证券和大宗商品交易所昨日都停业，直到银行放假结束。在纽交所历史上，这是第三次因股市普遍震荡而暂时关市。”

1933年3月6日

银行立即行动；本市代币券将在今日或明日替代货币

1933年3月7日

罗斯福概述州长职责，表示必须建立银行紧急救助机制，保护存款安全

“今天，罗斯福总统在白宫会见了各州州长及其代表，与他们探讨了银行业救助措施和解决方案。总统没有明确提出任何适用于各州的国家政策，也没有说明他在周四将向国会提出何种建议。”

1933年3月7日

企业支持代币券

1933年3月10日

银行法通过；关于银行紧急救助方案的讨论时长创下纪录，长达71~72小时

“今天，美国旨在解除银行困境的行政与立法的讨论时长创下纪录，但今晚进展迟缓的部分原因是政府的一个行政部门未能跟上进度。”

1933年3月12日

各交易所考量重新开市计划；经纪人预期股票需求旺盛，希望全天收到交易通知

“自1914年以来，纽交所首次强制关市。昨日纽交所已经停业一周，仍无任何开市迹象。所有其他证券和大宗商品市场也未确定重新开市日期，但纽约可可交易所宣布，管理委员会已投票决定将假期延长至下周二（包括下周二）。”

3月12日（周日），第一批银行重新开业前一天晚上，罗斯福发表全国广播讲话，阐释银行救援方案，试图恢复人们对银行系统的信心。

新法允许12家美联储银行以优质资产为后盾增发货币，因此重新开业的银行将能满足各项法律要求.....提供可靠的资金，因为它们实际上以优质资产做后盾.....我可以向你保证，把钱存在重新开业的银行里比藏在床垫底下更安全。[175]

周一，12个城市的银行准备开业时，决策者和投资者焦急地等待公众的反应。结果是不仅没有发生挤兑，银行存款反而增加了逾10亿美元。这个典型的例子说明，决策者可以通过提供流动性而非抑制流动性纠正银行挤兑引发的债务和流动性问题。在接下来的几天里，银行陆续重新开业，在一个月里，拥有美联储系统90%存款的会员银行都重新开业了。[176]周三，股市最终开盘时，道琼斯指数上涨了15.3%，大宗商品价格也大涨。

只有切断美元与黄金之间的联系，才能获得所有这些资金，但由于美联储大规模增印货币，美元相对于其他货币和黄金的价值都大幅下跌。这与1971年8月发生的情况几乎一模一样，当时我在纽交所当交易助理，以为美元大幅贬值将会导致股市和经济下滑。虽然当时的情况与1933年一样，起因也相同，但我尚未研究过1933年的案例，所以判断

大错特错。第一次令我惊奇的是，虽然我未曾经历过这些事件，但它们在历史上已多次发生。这些经历和教训促使我反思，设法理解各个经济体的市场和经济在不同时期的重大变化，找出应对这些变化的永恒普适原则。这些工作使我多次脱离险境（例如在2008年）。我正在讲述的这些事件虽然发生在20世纪30年代，但已经多次出现，起因也完全相同。

新闻及美联储公报

1933年3月12日

企业充满希望；银行重新营业后，企业准备恢复生产

1933年3月15日

今晨股票交易所将重新开市，银行继续恢复营业

“随着金融信心的恢复，各银行昨日继续重新开业。由于大量银行恢复营业，商业几乎恢复正常。除芝加哥交易所和纽约棉花交易所外，证券与大宗商品市场将于今晨重新开市。”

1933年3月16日

798家州银行全部恢复营业；全美银行假期结束时，80%的银行得到营业执照，大多数其他银行只是延期。所有储蓄银行都开门

“昨日，州级和全国性银行的假期结束，随着在全国范围内核查开业资格，生意又可以运转了。”

1933年3月16日

全美银行接近正常营业；随着政府加快恢复工作，所有州的银行陆续恢复营业

1933年4月

全美企业概况

“从2月下半月到3月上半月，商业进程的主要影响因素是银行业危机演变为美国总统在3月6日宣布全美银行放假。在此期间，工业生产与销售大幅下滑，但在3月中旬银行恢复营业后有所上升。”

——美联储公报

1933年4月22日

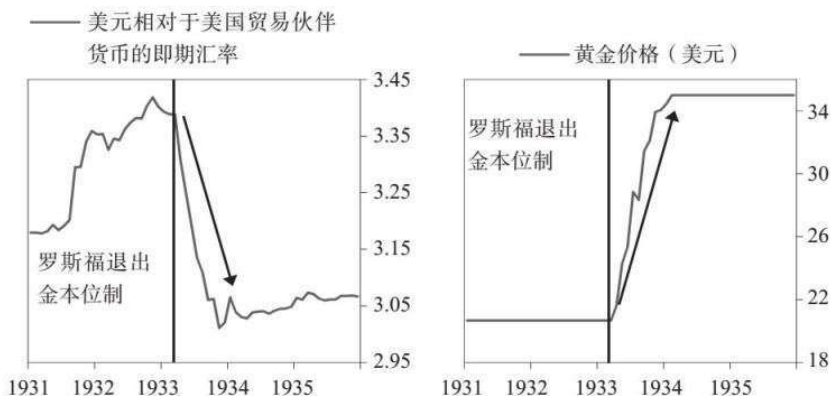
众议院对罗斯福的提案即将审理完毕；众议院领导人表示，将在本周完成有关行政措施的审理

“在下周末之前，众议院民主党人计划审查完罗斯福总统的政策纲领。如果众议院领导人能够落实该计划，那么在众议院下周五或周六休会前，他们将会完成对罗斯福各项新政的审理，而所有迹象都显示这些计划将会落实。”

1933年4月25日

罗斯福结束银行法案僵局；要求设立1万美元的存款担保上限

“今天，罗斯福总统将国际谈判意外暂停一个小时，以便与参议院银行业分委员会讨论《格拉斯法案》，给银行改革法案的通过增添了希望。”



退出金本位制后的两周里，美联储减少了流动性注入；短期利率下降1%，降至2%，银行承兑利率回落至2%，通知放款利率下降至3%。[\[177\]](#)在其后的3个月里，货币供应量增加1.5%；在其后的4个月里，道琼斯指数上涨近100%。这些行动迅速终结了大萧条。（大多数人错误地以为大萧条持续到20世纪30年代末，直到二战，所以我想澄清真实的情况。事实的确是直到1936年，GDP才回升至1929年的峰值，但从下图中的数字可以看出，退出金本位制是转折点，正是在这个时候，所有市场和经济数据都在触底。此外，这些平均值可能具有误导性，因为富

人比穷人更受益于经济复苏，所以在1933年之后的一段时期里，很多人的处境并不像这些平均值所显示的那么好。这可能是人们通常认为大萧条贯穿整个20世纪30年代的原因。）

退出金本位制，增印货币，为银行提供担保，这些是罗斯福截至当时采取的最具影响力的举措，而它们只是第一批举措，罗斯福在上任后的6个月里推出了一系列新政。他接连宣布令人震骇的重大支出计划，提振了投资者和公众的信心，这对经济回到正轨至关重要。下文阐述其中的一些政策，不是为了强调具体政策的重要性，而是为了说明这些举措合在一起构成了大胆、多元和全面的政策组合。

新闻及美联储公报

1933年4月30日

罗斯福寻求削减债务的谈判权力，将以世界经济需求为由，请求国会特殊授权

“罗斯福即将发给国会最后三个信息，其一是在国会休会期间，请求获得特殊授权，准许他单独与债务国谈判，商讨削减战争债务。”

1933年4月30日

白宫会议起草法案，罗斯福加快庞大公共建设计划，每年总额可能为**20亿美元**

“今日，在白宫会议上，罗斯福‘加快’拟订公共建设计划，该计划将融入国家产业复兴计划，……预计将在大约一周内拟好。”

1933年5月1日

美国建筑委员会寻求**12.5亿美元**建设拨款，呼吁罗斯福批准公共与私人项目，由重建金融公司提供资金支持

“美国建筑委员会向罗斯福总统提交了一份公共与私人建设计划，该计划预计耗资约12.5亿美元，大部分预付款将来自重建金融公司。1922—1929年，罗斯福曾任该委员会主席。”

1933年5月5日

罗斯福创下总统上任两个月的纪录；当他开始第三个月

任期时，一些重大问题已经得到解决，其他问题得到缓解。

1.4万家银行恢复营业

“今日罗斯福总统开启第三个月任期，为庆祝这一‘特殊时刻’，他向国会提交一份紧急重组铁路业的计划，然后召集银行与货币专家在白宫开会，旨在完善更永久解决银行业问题的方案。”

1933年5月14日

罗斯福在夜间会议上商讨复兴措施；他将研究包括再就业税在内的提案

1933年5月28日

罗斯福签署证券法案；总统称赞新法是向“传统标准”迈出的一步

1933年6月

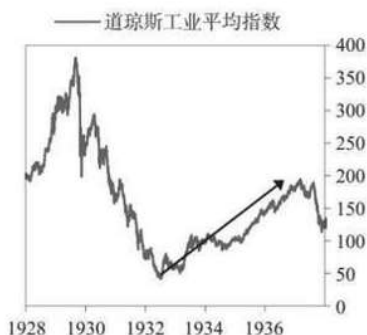
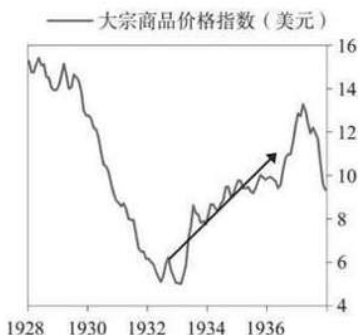
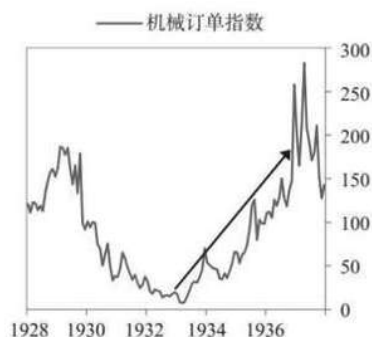
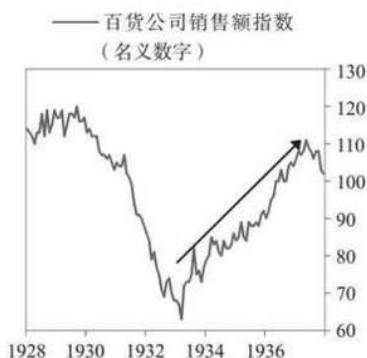
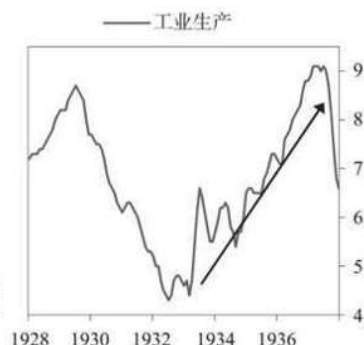
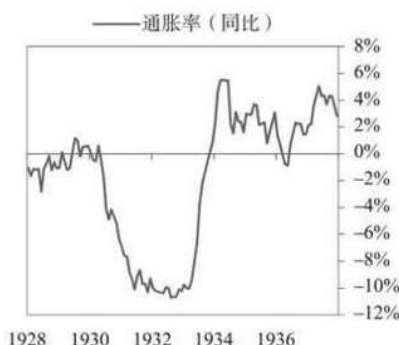
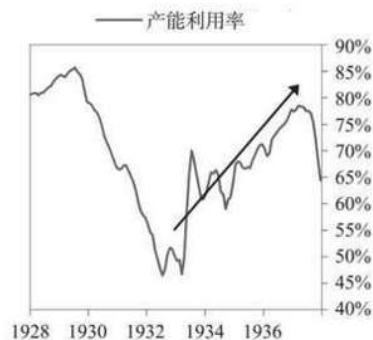
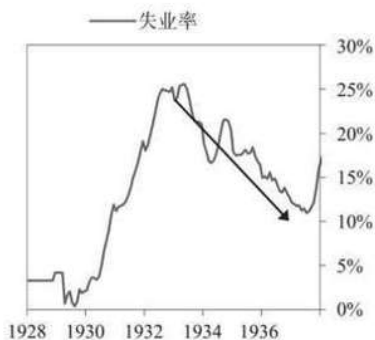
全美企业概况

“4月和5月的头三周里，工业活动显著增加，许多主要大宗商品的批发价格上涨，尤其是在4月下半月和5月上半月。在4月20日实施黄金禁运后，美元兑换价值下跌，在5月20日是其黄金平价的87%。”

——美联储公报

1933年6月5日

复兴委员会负责人呼吁各城市推进公共建设计划，尽快申请联邦援助



决策者在继续支撑银行的同时，将注意力转向大幅增强金融业监管。在重大债务危机的末期，决策者通常修改法律，缓解上次危机造成的冲击。在浏览以下政策时，请注意，这些债务问题的解决方式与“典型重大债务周期”中提出的理论非常契合。

· 4月5日和4月18日：罗斯福进一步切断美元与黄金之间的联系。他首先签署一项行政令，禁止公众拥有货币性黄金。两周后，他宣布禁止私人出口黄金，并表示支持由他设定黄金价格的立法。[\[178\]](#)（让货币贬值并印钞）

· 5月27日：国会颁布《1933年证券法》，对证券出售进行监管。[\[179\]](#)（增强监管）

· 6月5日：国会废除“黄金条款”，这是当时合同中比较常见的条款，允许收款人要求对方以黄金支付。因为在美元与黄金脱钩后，黄金升值，这相当于进行大规模债务重组。[\[180\]](#)（重组债务）

· 6月13日：根据《房产主贷款法》，成立房产主贷款公司，协助住房抵押借款人进行再融资。1933—1935年，100万人通过该机构获得了长期贷款。[\[181\]](#)（重组债务）

· 6月16日：《1933年紧急银行法》（即《格拉斯-斯蒂格尔法II》）通过新成立的联邦存款保险公司提供高达2 500美元的存款保险。该法还授权美联储管理活期及定期存款的利率（Q条例）；制定严格的银行规章制度；要求投资银行与商业银行分离经营。[\[182\]](#)（建立存款保险，增强监管）

新闻及美联储公报

1933年6月23日

公共建设政策概要

“在第三次长时间的午后会议上，伊克斯部长领导内阁委员会，讨论如何在全美推行300万美元建筑基金。”

1933年7月3日

复兴计划逐步成形；在贸易年鉴中很快就第一条守则达成一致意见。两项政策出炉：每周工作40小时，12美元工资（非标准），不会大规模强制雇用工人

1933年7月9日

大湖区各州显现复苏迹象；威斯康星州依赖失业救济现象显著减少

“在密歇根湖西岸及南端地区，出现了重返繁荣的迹象。也就是说，尽管女神满载丰硕果实的形象几乎已被遗忘，人们也未清晰地看到这样的繁荣景象，但似曾相识的景象开始浮现。”

1933年7月27日

投资者谨慎交易，股价部分恢复，农产品价格普遍上涨

“重要企业报告显示工业增长，昨日股市受到鼓舞，信心十足地上涨，但交易量远低于过去几周的日均水平。”

1934年1月21日

产量上升提振钢铁业；钢铁业从去年年底的下跌中迅速恢复，对近期前景更加乐观

“美国钢铁协会报告称，上周钢锭产量达到产能的34.2%，比前一周上升3.5点，升幅为11%。这一数字与截至去年12月23日那一周的产能利用率持平，也是自去年10月底以来的最高水平。”

1934年4月16日

价格上涨刺激钢铁生产；本季度产能利用率预计达到1930年以来的最高水平

“尽管根据官方预测，上周钢锭产量是产能的47.4%，但上周末出台的估测值接近50%。这是自去年10月开始发布该预测以来的最高水平（截至3月10日那一周的47.7%除外）。”

1934年11月27日

金融市场；股市升至本轮复苏周期的新高，国内债券也见改善

“股市和债市昨日继续显示，投资者对企业整体形势恢复信心。股市再创本轮复苏周期的新高，涨幅为1~2个百分点或更高，涨势分布良好。同时，工业债券与铁路债券深受青睐，引领国内企业债券进一步走高。”

罗斯福还宣布成立新的联邦机构，实施新的联邦计划，这些措施使财政刺激达到空前规模。1932年，罗斯福为了平衡预算而收紧财政政策，联邦支出减少逾10亿美元。罗斯福在最初竞选时表示要实现预算平衡，但到1934年，他的各项政策导致年支出增加27亿美元（占GDP的5%）。以下列举一些早期经济刺激法案。

· 4月5日：成立民间资源保护队，该机构在9年的运营中雇用了250万人，从事公共建设工程。[183]

· 5月12日：制定《联邦紧急救济法》，为家庭提供资金支持，初始资金为5亿美元。[184]

· 5月18日：田纳西河流域管理局实行大规模的基础设施投资，向受大萧条冲击最严重的地区之一提供电力、防洪和灌溉服务。[185]

· 6月16日：根据《国家工业复兴法》，成立公共工程管理局，该局拥有33亿美元资金，用于大规模公共工程建设。[186]

新闻及美联储公报

1934年12月24日

商务部向罗斯福提交报告，鲁珀部长表示商业领域快速增长，10个领域的复苏取得进展

“今日，在商务部年度报告里，鲁珀部长向罗斯福汇报，在上个财年里，美国商业与财政状况出现明显改善。”

1935年1月11日

银行资金水平升至新高

“昨日，美联储系统发布的周度报告显示，货币回流带来季节性影响，财政部进一步拨款，以及货币性黄金储备持续增加，在这些因素的共同影响下，截至周三的一周里，美联储系统会员银行的超额准备金升至约19.9亿美元。”

1935年4月7日

银行存款现达500亿美元

“根据联邦存款保险公司今日汇总的数据，截至12月底，美国所

有银行的存款估计接近500亿美元，在6个月里增加了约30亿美元。”

1935年5月23日

流通现金增加1.35亿美元

“今日美联储在5月公报中称，主要由于零售贸易和工资的增幅超过本季度的通常水平，1月23日—4月24日，货币流通量净增1.1亿美元，略高于本季度的通常水平。”

1935年7月2日

美国黄金储备增加20亿美元

“美联储纽约银行在最新月度评估中指出，自1934年1月底重定黄金与美元的兑换比率以来，美国的黄金储备增加逾20亿美元，增幅约为30%。”

1935年8月24日

罗斯福签署新银行法

“今日，在国会领导人、财政部与美联储委员会代表面前，罗斯福总统签署了《综合银行法案》。该法制订了政府控制信贷的新计划，包含美联储委员会所做的修订。”

1935年10月2日

银行反映存款增加

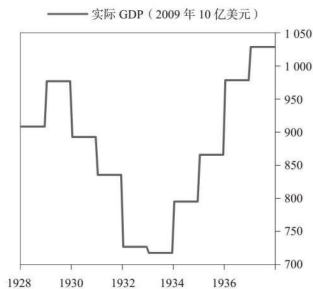
“昨日，银行发布的9月底业绩报告显示，存款和资金增多，有的银行达到了历史最高水平。从报告数据明显可见，总体而言，银行的国债持有量只有微幅变化。”

在所有这些刺激措施的影响下，通缩变成了可接受而不可怕的通胀。

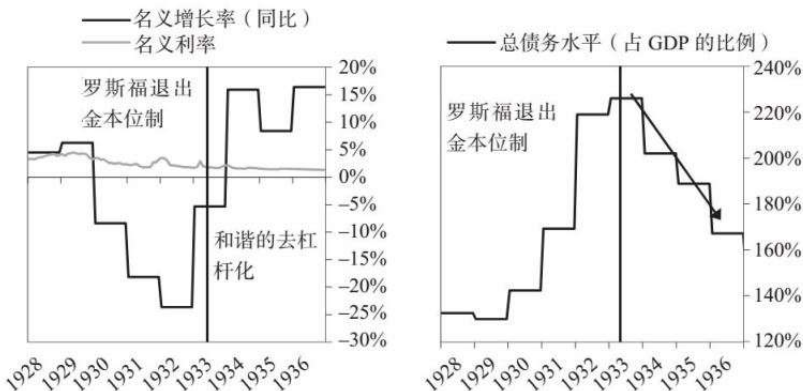
正如我在“典型长期债务周期”部分所述，平衡是实现和谐的去杠杆化的关键因素：要想实现和谐的去杠杆化，就得提供充足的经济刺激，抵消通缩压力，使名义增长率高于名义利率。

在接下来的三个月里，随着经济活力从极低水平快速提升，经济迅速出现复苏。重型机械订单增加100%，工业产量增长近50%。3—7

月，制造业非耐用品产量增长35%，耐用品产量增长83%。失业率下降。在接下来的三个月里，批发价格上涨45%。[\[187\]](#)这些数字都是从极低水平反弹，并自我强化，促成和谐的去杠杆化的。

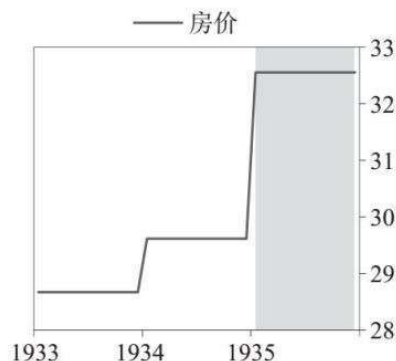
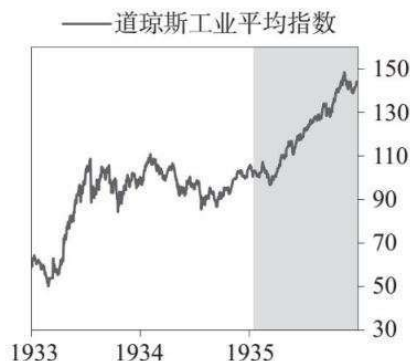


请注意，此时GDP增长率水平明显高于利率水平。



1935年：黄金时期

1934—1935年，经济和市场持续恢复，到1935年，美联储重新开始考虑收紧货币政策。到1935年，美国经济已经复苏，通缩消失，股价因美联储早期政策而大涨。房价不断上涨，年增长率高于10%。股价反弹速度甚至更快，带来了巨大的财富效应，不过此时的财富与经济产出依然低于大萧条之前泡沫时代的水平。



1935年春，美联储越加关注超额准备金增加的问题。[\[188\]](#)他们担心超额准备金大增可能导致信贷扩张和通胀。3月，有关人员准备了一份背景备忘录。对于美联储应当如何解决这一问题，备忘录建议暂不采取行动。备忘录探讨的第一个问题是，超额准备金是否会压低政府债券的收益率，鼓励银行向私营部门增加放贷，但备忘录指出，目前尚无证据表明这一情况已经发生，所以美联储不必采取行动。备忘录研究的第二个问题是，如何出售美联储积累的债务（即缩减量化宽松政策）。[\[189\]](#)备忘录建议暂时不要这样做，理由是这会过早过多地关注通胀，而通胀目前尚无令人忧虑的迹象。相反，备忘录主张推进经济扩张。

新闻及美联储公报

1935年10月2日

信托资产大幅增加

“全国投资信托投资者集团昨日发布的报告显示，在截至9月30日的9个月里，由于所持投资组合的市值上升，所有投资信托公司的净资产都大幅增长。这些声明来自第二全国投资者公司、第三全国投资者公司和第四全国投资者公司。”

1935年11月1日

银行超额准备金创纪录

“美联储系统会员银行的超额准备金本周超过30亿美元，创下历史纪录。美联储系统昨日发布的周度报告显示，截至周三的一周，会员银行的准备金余额达到56.53亿美元的新高，一周内增加了7800万美元，其中30.1亿美元是超额准备金，而前一周的超额准备金

是29.3亿美元。”

1935年11月30日

美联储咨询委员会敦促储备银行减持证券

“据今日此间消息，美联储咨询委员会向联邦公开市场委员会提出建议，让其部分短期政府证券在到期时还本付息，以使银行减少超额准备金，降低信贷膨胀风险。”

1935年12月

全美企业概况

“工业产量与工厂就业人数在本季度的变化通常很小，10月出现增长，主要原因是纺织厂重新开工。大宗商品批发价格在9月和10月下降后，11月上半月上涨。”

——美联储公报

1935年12月19日

银行准备金政策公布

“美联储系统理事会和由美联储银行行长组成的联邦公开市场委员会今晚发布联合声明，反对立即采取行动以减少会员银行的超额准备金，但补充说，将密切关注局势，当信贷扩张发展到危及公共利益时，将会采取适当行动。”

1935年12月22日

市场察觉到美联储对准备金政策持谨慎态度

“周三，美联储系统理事会和联邦公开市场委员会在华盛顿发布联合声明，表示不会立即采取行动以减少银行超额准备金，华尔街认为，这是美联储多年来最重要的政策声明。”

股市继续周期性扩张和上涨，房价继续上涨，因此美联储更倾向于收紧货币政策。10月，另一份备忘录表示应对超额准备金加强关注，探讨减少超额准备金的合适时间和途径，途径包括出售资产或提高准备金率。11月，有关人员研究了这些途径的利弊。主张减少超额准备金的理由是，应在出现通胀之前采取行动；而反对者认为，目前还没有证据表明应当抑制超额准备金。

在11月22日发布的公报中，美联储讨论了股市的繁荣，表达了对通胀的担忧。不可阻挡的是对股市滋生泡沫的强烈恐惧，因为罗斯福等许多决策者都记得20世纪20年代末的情形，当时的泡沫导致了股市崩盘，从而引发了大萧条。所以，他们很担心1935年股市大幅上涨（几乎上涨了三倍）可能重蹈覆辙。财政部11月发布的公报不赞同这一点，指出通胀依然很遥远。[190]

美联储非常关注股票购买的资金来源，因为20世纪20年代末出现了保证金贷款过度，他们倍加关注“投机性信贷”。美联储开始考虑提高保证金率，但11月，美联储在备忘录中指出，股票购买的资金来源是现金而不是信贷，所以美联储未采取行动。[191]决策者仍然认为股市上涨助长泡沫，担心货币政策过于宽松，故而继续辩论是否采取抑制措施。一位委员（美联储纽约银行的乔治·哈里森）建议提高准备金率，以抑制股价上涨。财政部长亨利·摩根索（当时仍是美联储委员会成员）表示反对，但他也表示担心超额准备金增加可能导致通胀。12月，美联储研究主管伊曼纽尔·戈登韦泽警告，提高准备金率可能引发负面心理。他建议美联储发布一份公报，声明针对准备金要求采取的任何行动都将是“预防”性举措。他还认为，“目前，工厂存在大量闲置产能，失业率高，因此不必担心通胀”。1935年年底，美联储召开最后一次会议，会后发布了一份公报，表示超额准备金和黄金流入“仍然过度”，警告“一旦涉及公共利益，决策者可能立刻采取适当行动”。[192]

新闻及美联储公报

1936年1月26日

上调保证金率被视为表态性举措

“银行家和经纪人昨日表示，美联储系统理事会周五上调保证金率（将于2月1日生效），主要目的是遏制通胀心理蔓延。”

1936年2月1日

新美联储委员会今日就职

“肩负着美国历史上最能监控银行业的中央职责，新成立的美联储委员会将在明日正式就职。《1935年银行法》规定，该委员会从2月1日开始工作。”

1936年2月5日

总统认为黄金输出无损于美国

“罗斯福总统今日在新闻发布会上提到，黄金流入美国的趋势出现逆转。他拒绝就这一动向发表更多评论，但表示黄金输出无损于美国。”

1936年2月15日

美元因通胀而下跌

“由于华盛顿和华尔街重新大谈通胀问题，昨日外汇市场报价又出现突然逆转。得克萨斯州众议员派帕特曼再次推动通胀相关措施，向众议院提交一份请愿书，计划以现金的形式向退伍军人发放额外津贴。”

1936年2月22日

美联储委员会强调保证金是刹车闸，暗示不担心股市过度投机

“美联储委员会今日在月度公报中表示，美联储拥有提高保证金率的权力，它是控制股市投机者过度依赖信贷的有效工具，并总体上暗示，只要有这一工具，就不必担心市场投机失控。”

1936年5月4日

巴黎出现资本外逃

“货币市场仅提供利率为4%的日拆性贷款，只有法国央行提供期限更长的贷款。法国央行4月24日的收益状况显示，贴现票据又增加了近4亿法郎，而证券贷款与政府债券的总额仅减少了1亿法郎。”

1936—1938年：紧缩政策导致经济衰退

1936年年初，上述争论仍在持续。罗斯福希望在大选前表达出对通胀的担忧，所以主张在1936年春上调存款准备金率。美联储主席埃克尔斯担心，银行在低利率的情况下积累大量债券和贷款，之后会遭受通胀的严重冲击。[\[193\]](#)

到5月，美联储没有采取行动。根据《1935年银行法》，财政部长摩根索必须退出美联储委员会，但他依然拥有影响力，并强烈反对采取

行动。到7月，美联储主席埃克尔斯与罗斯福总统单独会面，解释了他上调存款准备金率的意图，并向罗斯福保证：如果他认为利率会上升，就不会采取行动；如果市场抛售债券，美联储就会买入债券。7月晚些时候，美联储上调了存款准备金率。埃克尔斯和美联储采取行动时没有通知摩根索，令其勃然大怒。在债券市场出现小幅抛售后，摩根索向美联储纽约银行的哈里森下令，使用财政部账户买入债券。华盛顿的美联储委员会也加入进来，买入债券，卖出票据，兑现了埃克尔斯向罗斯福的承诺。[\[194\]](#) 1936年8月—1937年5月，美联储将存款准备金率从约8%上调至16%，如下图所示。1936年8月，决策者首次出台紧缩政策，没有影响股价和经济。

首次采取紧缩政策通常不会影响股市和经济。

由于首次紧缩政策没有起到效果，美联储又两次上调存款准备金率，第一次是在1937年3月，第二次是在1937年5月。如下表所示，第一次的上调幅度最大（约为总数的一半）。

由于上调存款准备金率，超额准备金从30亿美元减至10亿美元以下。[\[195\]](#)

法国和瑞士的货币贬值加剧了美国货币紧缩政策的影响。为了取得价格和贸易优势，各国政府竞相让本币贬值。1936年9月，美国、英国、法国达成三方协议，从本质上阻止这三国采取竞争性汇率贬值政策。[\[196\]](#)此时变得明朗的是，尽管所有国家都能轻易将本币贬值，应对其他国家的贬值，但这会引发经济大幅动荡，导致各国一同陷入困境。最终，各国货币相对于黄金都大幅贬值，但彼此之间的汇率差异并不大。

新闻及美联储公报

1936年5月19日

资本外逃导致法郎贬值

“在资本持续外逃的压力下，法郎及其他金本位制国家的货币昨日进一步贬值。法郎对美元汇率跌至6.584 375，接近1/16点的实际黄金输送价格，收于6.585，下降11/16点。荷兰盾汇率下跌2点至1荷兰盾兑67.59美分，瑞士法郎汇率下跌2点至1瑞士法郎兑32.35美分。”

1936年8月9日

金融市场；股市收盘时活跃强劲；铁路股平均价格达到新高，债市平稳，法国流失更多黄金

“伴随着7月11日以来规模最大的周六交易，股市延续周五的强劲上涨势头，收于本周最佳水平。”

1936年9月27日

法郎贬值，与美元、英镑保持一致

“法国人最终屈服于经济与预算压力，预计其他国家将跟随华盛顿和伦敦提供援助。”

1936年9月28日

今天有消息称，瑞士将让本币贬值30%左右

“据今日夜间消息，瑞士政府明日将向议会提出请求，让瑞士法郎贬值30%左右。”

1936年11月29日

财政部数据显示“热钱”规模；由于全球市场混乱，资本从一国惊慌逃至另一国，

“美国财政部周五公布的数据显示，美国自1935年年初以来的外资流入创下纪录，首次揭示了近期汇市混乱造成的国际资本流动规模。”

1936年12月26日

伦敦对美国黄金政策变化无动于衷；美国财政部冲销行动被视为合理政策

“美国财政部决定对黄金进口进行冲销，金融界对此并不感到意外，认为这只是政府再次积极表达已经宣布的决心，以期遏制信贷过度膨胀或股市过度繁荣。”

	1936 年 8 月之前	1936 年 8 月— 1937 年 2 月	1937 年 3 月— 1937 年 4 月	1937 年 5 月— 1938 年 4 月
活期存款				
中央储备城市	13.0%	19.5%	22.8%	26.0%
储备城市	10%	15%	18%	20%
全美	7.0%	10.5%	12.3%	14.0%
定期存款				
所有会员银行	3.0%	4.5%	5.3%	6.0%

到1936年，欧洲开始酝酿战争，促使资本外逃到美国，不断助推美国股市上涨和经济增长。这一年，罗斯福及其他决策者越来越担心黄金流入问题（这使货币和信贷加速增长）。[197]他们的担忧有以下三个方面。

1.股市迅速上涨。此时，股市从1933年的底部上涨了近4倍，而且增速很快：1935年的涨幅约为40%，1936年的约为25%。决策者担心黄金从外国投资者流入美国，他们带来资本，买入美国股票。

2.黄金流入造成货币基数上升，引发通胀效应。截至1936年10月，通胀率已经从0%附近上升到2%左右。

3.美国变得越来越容易受到黄金外流（即资本撤出）的影响。决策者的具体担忧是，欧洲各国将会出售美国资产，从美国撤出黄金，为即将爆发的战争筹资，同时阻止持有该国资产的美国人把资金汇回美国。

为了抵消这些资本流入的影响，12月罗斯福下令开始采取“冲销”政策。在通常情况下，当人们把黄金卖给美国政府以换取美元时，美元数量会增多（相当于印钞），而这不适合于经济强劲复苏的当下环境。因此，从12月23日开始，罗斯福政府对流入的黄金和新开采的黄金进行冲销。确切地说，财政部购买流入的黄金，购买方式是动用其在美联储的现金账户，而不是印钞。从1936年年底到1937年7月，财政部冲销的黄金流入约为13亿美元（约占GDP的1.5%）。[198]如下图所示，1936—1937年，由于加大冲销力度，黄金及其他资产的购买步伐放缓，因此货币增速减慢，减至黄金储备增速以下。如前所述，美联储还提高存款准备金率，以减少流通中的货币。

新闻及美联储公报

1937年1月29日

全国工业会议委员会报告显示，工业增长再创新高，12月数据达到经济复苏时期的最高水平

“全国工业会议委员会昨日发布的月度评估报告显示，经季节性因素调整后，12月工业活动达到经济复苏时期的新高水平。”

1937年2月

存款准备金率上调

“1月30日，美联储委员会宣布，会员银行存款准备金率进一步上调。1月31日，美联储委员会就此发布以下声明：‘美联储系统理事會今日将会员银行的存款准备金率上调33.5%，具体如下：对活期存款而言，中央储备城市的银行从19.5%上调至26%，储备城市的银行从15%上调至20%，‘乡村银行’从10.5%上调至14%；对定期存款而言，所有银行从4.5%上调至6%。’”

——美联储公报

1937年3月

全美企业概况

“2月，工业产量、就业人数和贸易额均有上升，升幅超出本季度的通常水平，工业品批发价格继续上涨。”

——美联储公报

1937年4月2日

摩根索寻求“有序”市场环境，表示美联储和财政部有充足资金实现这一目标

“摩根索部长今天表示，美联储委员会和美国财政部协力，有充足资金来维持政府债券市场秩序。他补充说，资金不断流入和流出财政部，有充足的资金来实现这一目标。”

1937年5月30日

罗斯福希望从逃税者那里收取1亿美元，“可能在周二”向

国会提出请求，采取措施弥补法律漏洞

1937年6月2日

罗斯福要求国会约束逃税大户，提出8个技巧

“今天，罗斯福总统召集国会商议，对‘少数极富个体’的逃税行为发起最后一击，这不仅是为了挽救数百万美元的公共收入，而且是为了维护‘美国的道德尊严’。”



1937年

1937年年初，美国经济依然强劲。股市仍在上涨，工业生产保持健康状态，通胀率升到5%左右。1937年3月和5月，美联储两次收紧货币政策。美联储和财政部都没有预料到的是，上调存款准备金率和进行冲销操作会推高利率，但货币政策收紧和流动性减少导致债券市场出现抛售，短期利率上升。[\[199\]](#)财政部长摩根索感到很愤怒，他主张美联储通过公开市场操作，净买入债券，缓解债市的“恐慌情绪”。他下令财政部进入债市，自行购买债券。美联储主席埃克尔斯表示反对，他敦促摩根索平衡预算，提高税率，以开始偿还债务。[\[200\]](#)

此外，政府还实施了财政紧缩政策。1937年和1938年，联邦政府支出相继下降了10%。《1937年税收法案》的通过是为了弥补《1935年税收法案》的漏洞（此举被宣传为征收“财产税”）。[\[201\]](#)该法将最高收入者的联邦所得税税率升至75%。

新闻及美联储公报

1937年11月20日

主要股票下跌1~7点；国债走强，美元走软，小麦价格下跌

“昨日是股市经历最大跌幅后的整一个月。股市开盘小幅走低后，一直稳步下跌。随着价格的下降，交易活动增多。有时，报价速度比市场变化慢几分钟。”

1937年12月17日

联邦赤字降低；目前低于10月19日总统估计的6.952 45亿美元

1937年6月

银行业近况

“4月和5月，会员银行周度报告显示，存款总额继续减少，这意味着银行存款与美国政府存款减少。其他存款在3月也略有减少，在其后的几周里小幅增多。银行卖出证券是近几个月里存款减少最重要的原因。4月和5月，纽约市各会员银行继续减持美国政府债券，但减持速度慢于之前的几个月，提交报告的其他银行几乎没有改变持有量。银行进一步增加商业贷款，商业贷款在3月快速增长，但在4月第一周后有所放缓。”

——美联储公报

1937年10月

美联储系统采取行动，应对季节性需求

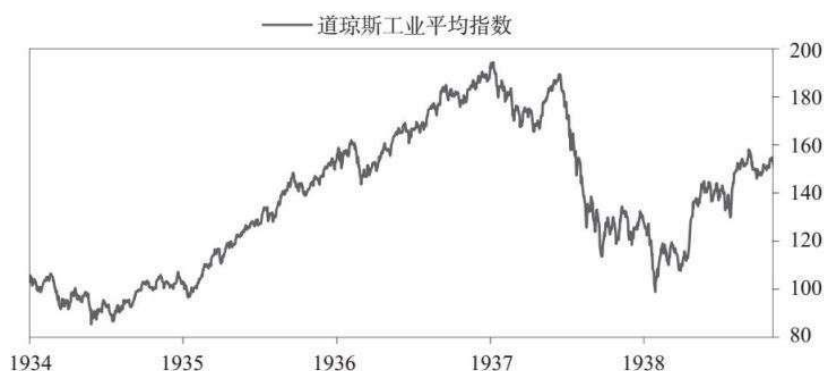
“货币领域本月发生的最主要事件是，联邦公开市场委员会通过了一项计划，向各会员银行提供额外储备资金，以满足季节性的货币与信贷需求。9月13日该委员会发布如下声明：‘9月11日和12日，联邦公开市场委员会在华盛顿开会，评估了商业和信贷状况。未来几周，银行货币与信贷预期面临季节性需求，本委员会授权下属执行委员会，在公开市场上连续购买足够数量的短期美国国债，以提供资金，满足银行面临的季节性提款需求及其他季节性需求。当这些季节性影响出现逆转，或者发生其他情况，表明不必继续购债时，委员会可以考虑减持公开市场投资组合中的额外证券。’”

——美联储公报

1937年，联邦预算从约占GDP 4%的赤字到实现预算平衡。其原因是税收大幅增加，这主要通过政府加征社会保障税，同时大规模削减支出（但支出的减幅小于社保税的增幅）实现。[202]

政府面临的巨大压力是出台财富再分配的政策，因为截至当时，人们认为经济复兴很不均衡（即让精英而不是普通人受益）。工人看到企业利润增加，但自己的薪酬并没有相应上涨。贫富差距引发了怨愤，表现为在1936至1937年间罢工次数和强度剧增（罢工次数增加118%，参与人数增加136%）。[203]

在货币紧缩与财政紧缩的共同作用下，金融市场的风险资产遭受大规模抛售。股价跌幅最大，房价也停止上涨，开始下降。整个经济和各行各业的信贷增长也都放慢了。非金融企业信用创造降至近-2%，家庭信用创造略好一些，为-1%。结果是支出与经济活动减少。随着经济下行，失业率升至15%，不过这更像是短暂升高，明显不同于20世纪30年代初的极高水平。一年后的1938年4月，股市触底，累计下跌近60%！



1937年年底—1938年：决策者改变政策方向

1937年，随着市场和经济下滑，美联储转而加快购买长期资产，并开始进行少量的净资产购买。到1937年年底，财政部开始与美联储携手逆转其冲销计划。[204]从1938年开始，货币增速再次加快，并在反向冲销和重新印钞的推动下继续加速。同时，黄金流入减缓，经济和资产价格恶化。不久，货币增速超过了黄金储备增速。

1938年1月5日

总统今日发布金融操作与前景简报，**1938年赤字预计将达10亿美元**

“向国会提交年度预算的前夕，消息灵通的官员预测，预算赤字将达10亿美元。根据最新官方预测，本年度预算赤字是8.952 45亿美元，但官员表示，明日提交的预算将向上修正这一数字。”

1938年4月16日

美联储委员会今日启动计划，下调银行存款准备金率；
这与1937年5月1日之前的举措几乎相同

“美联储委员会今天宣布，‘作为政府鼓励商业复苏计划的一部分’，从明日银行营业时开始，下调所有会员银行各类存款的准备金率。”

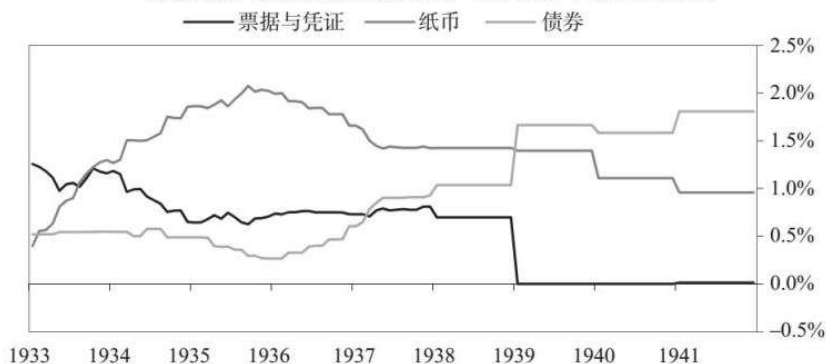
1938年10月16日

股市交易量上升，股价不规律上涨；债券坚挺，美元走高，小麦和棉花价格走势稳定

“昨日，对低价股尤其是公共事业股的需求继续成为股市主要特征。市场整体以高价收盘，涨幅分布不规律。昨日纽交所成交量达199.5万股，为10月19日以来的最高值。”

下图显示美联储改变了政策方向。尽管美联储的净资产购买规模并不大，但它在1937年加快购买长期债券，同时卖出票据和纸币（这个过程实际上开始于1936年）。它还少量增加了净资产（到1938年略高于3%）。

美联储资产负债表的公共债务资产（占1936年GDP的比例）



1938年春，美联储将存款准备金率降至1936年的水平，释放约7.5亿美元，从而加大了经济刺激力度。[\[205\]](#) 1938年联邦政府还增加了赤字开支，并在1939年二战爆发前夕再次这么做。1938年年初，美国政府预算接近平衡，但到1939年年初，赤字增至占GDP的近3%。1939年全年的赤字开支一直高于GDP的2%。

1938年，股市开始回升，但一直没有回到1937年的高点（直到近10年后二战结束时，才又达到1937年的高点）。1939年，在实行刺激措施和参战后，信贷流动和经济增长也都回升了。

走向战争

本节旨在考察20世纪30年代美国的债务与经济形势，但当时的经济与地缘政治紧密交织，因此我们不可忽视经济环境与政治环境之间的联系，不仅要看美国国内的情况，而且要看美国与其他国家（主要是德国和日本）之间的关系。最重要的是，在德国和日本，富人（右派）和穷人（左派）之间发生冲突，导致更多民粹主义、独裁、民族主义和军国主义领导人上台，两国的民主体制赋予了他们特别的独裁权力，整顿管理不善的经济。因为两国已经成为现存世界大国的经济与军事竞争对手，所以它们还面临着外部经济与军事冲突。

这也是修昔底德陷阱的好例子。[\[206\]](#) 国家之间的竞争导致它们通过战争一决高下。在战争过后的和平时期，主导性大国（或大国联盟）没有对手挑战自己，可以制定规则，直到一个竞争性大国最终崛起，重新开始另一轮循环。

为了说明20世纪30年代的整体情况，下文概述1930—1939年欧洲

正式爆发战争，再到1941年日本袭击珍珠港这段时期的重大地缘政治事件。尽管1939年和1941年被公认为欧洲战争和太平洋战争的正式开始时间，但战争实际开始于约10年之前，因为经济冲突最初有限，后来才逐渐酿成二战。随着德国和日本成为更有扩张野心的经济与军事大国，为了争夺资源和势力范围，他们与英国、美国、法国的竞争日益激烈，最终导致二战爆发。战争的结局很明显，美国获得了主导世界新秩序的权力。新的世界秩序带来了和平时期，直到类似的过程再次发生。

具体如下。

· 1930年，《斯穆特-霍利关税法》引发了一场贸易战。

· 1931年，日本资源不足，农村地区陷入严重贫困，于是日本入侵中国东北，以获取自然资源。美国希望中国免受日本控制，并与日本竞争东南亚的自然资源，尤其是石油、橡胶和锡，但同时日美之间也有大规模贸易往来。

· 1931年，日本因陷入严重萧条而退出金本位制，导致日元汇率自由浮动（日元大幅贬值），日本得以实施大规模的财政和货币扩张政策，成为第一个推动经济复苏并强劲增长的国家（一直持续到1937年）。

· 1932年，日本国内冲突激烈，导致了一场失败的政变，以及右翼民族主义、军国主义势力大规模崛起。1931—1937年，日本军方接管政府，并加强对经济自上而下的控制。

· 1933年，民粹主义者希特勒在德国上台，他承诺要治理糟糕的经济，整顿德国民主制下的政治混乱局面，并打击共产主义者。在就任总理仅两个月后，他就建立了彻底的独裁统治。他以国家安全为借口，让国会通过授权法案，从而拥有几乎无限的权力（他不仅囚禁政治对手，而且说服一些温和派，使其相信有必要这么做）。他随即拒绝支付战争赔款，退出国际联盟，并控制了媒体。为了打造强有力的经济，给德国人带来繁荣，他创立了一套自上而下的指令性经济体制。例如，在希特勒的介入下，大众汽车开始制造更便宜的汽车，他还指导了德国国家高速公路系统的建设。他认为，地理边界限制了德国的潜力，德国没有充足的原材料来支持工业军事综合体，而且日耳曼民族应当团结起来。

· 同时，在自上而下的指令性经济体制下，日本变得日益强大，建立了军事工业综合体。日本军方想要保护在东亚和中国北部的军事基地，并向其他地区扩张势力。

· 德国也变得更加强大，打造军事工业综合体，寻求扩张，索取周边领土。

· 1934年，日本部分地区遭受严重饥荒，导致政治动荡加剧，右翼军国主义、民族主义运动声势扩大。因为市场经济不能让民众获益，指令性经济体制得以强化。

· 1936年，德国以武力手段收回莱茵兰，并于1938年吞并奥地利。

· 1936年，日本与德国签署协定。

· 1936—1937年，美联储收紧货币政策，导致脆弱的美国经济出现下滑，其他主要经济体也随之走弱。

· 1937年，日本扩大对中国的占领，抗日战争爆发。日军入侵上海和南京，据估计仅在南京沦陷时，就有约30万中国平民与放下武器的军人被杀。为帮助中国对日作战，美国向蒋介石政府提供战斗机和飞行员，这意味着美国小规模卷入战争。

· 1939年，德国入侵波兰，二战在欧洲正式爆发。

· 1940年，德国攻占丹麦、挪威、荷兰、比利时、卢森堡和法国。

· 这段时期德国和日本的大多数企业仍是上市公司，但政府控制了企业生产以支持战争。

· 1940年，亨利·史汀生就任美国战争部长，对日本实施更多大规模经济制裁，最终于1940年7月2日通过《出口控制法》。1940年10月，史汀生加强禁运措施，限制“所有钢铁输出，除非运往英国和西半球国家”。

· 从1940年9月开始，日本为了获取更多资源，并利用欧洲各国忙于欧战无暇他顾之机，从法属印度中南半岛开始，入侵了东南亚的几个殖民地。1941年，日本扩大占领范围，夺取了荷属东印度群岛的油田，将“南方资源区”纳入其“大东亚共荣圈”。南方资源区由多个东南亚地区的殖民地组成（大多是欧洲国家的殖民地），征服这一地区让日本获得了关键的自然资源（最重要的是石油、橡胶和稻米）。大东亚共荣圈是一系列亚洲国家，过去由西方列强控制，此时改由日本控制。

· 日本接着占领了菲律宾首都马尼拉附近的一个海军基地，对当时受美国保护的菲律宾虎视眈眈。

· 1941年，为了援助盟国，但不全面参战，美国出台了租借政

策。根据该政策，美国免费向盟国提供石油、食品和武器。以今天的美元价值计算，这笔援助的总额超过6 500亿美元。虽然不是直接宣战，但租借政策结束了美国的中立角色。

．1941年夏，美国总统罗斯福下令冻结所有日本在美资产，对日本实行全面的石油和天然气禁运。日本估计其石油两年内就会用光。

．1941年12月，日本袭击珍珠港以及英国和荷兰的亚洲殖民地。日本当时没有一项全面赢得战争的计划，但希望摧毁美国的太平洋舰队，以解除对其威胁。日本还认为，在欧美的两线作战和美国的政治制度下，美国的实力已经削弱；日本更加认同日德两国的极权主义、军事工业综合体和指令性经济体制，认为它们优于美国的个人主义/资本主义体制。

这些事件导致了第一部分末尾解释的“战时经济”局面。

参考文献

Administration of the German Bundestag, “Elections in the Weimar Republic.” Historical Exhibition Presented by the German Bundestag (March 2006). https://www.bundestag.de/blob/189774/7c6dd629f4afff7bf4f962a45c110b5f/elections_weimar_republic-data.pdf.

Ahamed, Liaquat. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. New York: Penguin, 2009.

Allison, Graham. *Destined for War: Can America and China Escape Thucydides’s Trap?* New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2017.

Bernanke, Ben S. *Essays on the Great Depression*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2004.

Blakey, Roy G. and Gladys C. Blakey. “The Revenue Act of 1937.” *The American Economic Review* Vol. 27, No. 4 (December 1937): 698-704. https://www.jstor.org/stable/1801981?seq=1#page_scan_tab_contents.

Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Federal Reserve Bulletin: February 1929. Washington, DC, 1929. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1920s/frb_021929.pdf.

Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Federal Reserve Bulletin: April 1929. Washington, DC, 1929. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1920s/frb_041929.pdf.

Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Federal Reserve Bulletin: June 1929. Washington, DC, 1929. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1920s/frb_061929.pdf

Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Banking and Monetary Statistics: 1914–1941.

Washington, DC, 1943. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/bms/1914–1941/BMS14-41_complete.pdf.

Brooks, John. *Once in Golconda: A True Drama of Wall Street 1920–1938*. New York: Harper & Row, 1969.

Bullock, Hugh. *The Story of Investment Companies*. New York: Columbia University Press, 1959.

Cannadine, David. *Mellon: An American Life*. New York: Vintage Books, 2008.

Dell, Fabien. “Top Incomes in Germany and Switzerland Over the Twentieth Century.” *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, No. 2/3, Papers and Proceedings of the Nineteenth Annual Congress of the European Economic Association (April – May, 2005), 412-421. <http://www.jstor.org/stable/40004984>.

Eichengreen, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. New York: Oxford University Press, 1992.

Eichengreen, Barry. *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses—and Misuses—of History*. New York:

Oxford University Press, 2016.

Eichengreen, Barry. "The Political Economy of the Smoot-Hawley Tariff," NBER Working Paper Series No. 2001 (August, 1986). <http://www.nber.org/papers/w2001.pdf>.

Federal Deposit Insurance Corporation. "Historical Timeline: The 1920's." Accessed August 21, 2018. <https://www.fdic.gov/about/history/timeline/1920s.html>.

Federal Deposit Insurance Corporation. "Historical Timeline: The 1930's." Accessed August 21, 2018. <https://www.fdic.gov/about/history/timeline/1930s.html>.

Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1971.

Friedman, Milton and Anna Jacobson Schwartz. *The Great Contraction, 1929–1933*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash, 1929*. New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2009.

Gammack, Thomas H. "Price-Earnings Ratios." In *The Outlook and Independent: An Illustrated Weekly of Current Life*. Vol. 152, May 1 – August 28, 1929, edited by Francis Rufus Bellamy, 100. New York: The Outlook Company, 1929.

Gou, Michael, Gary Richardson, Alejandro Komai, and Daniel Park. "Banking Acts of 1932: February 1932." Federal Reserve History. Accessed August 22, 2018. https://www.federalreservehistory.org/essays/banking_acts_of_1932.

Gray, Christopher. "Streetscapes: The Bank of the United States in the Bronx; The First Domino in the Depression." *New York Times*, August 18, 1991. <https://nyti.ms/2nOR6rv>.

Hendrickson, Jill M. *Regulation and Instability in U.S. Commercial Banking: A History of Crises*. New York: Palgrave Macmillan, 2011.

Hoover, Herbert. *The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression 1929–1941*. Eastford, CT: Martino Fine Books, 2016.

Irwin, Douglas A. *Clashing over Commerce: A History of US Trade Policy*. Chicago: University of Chicago Press, 2017.

Kindleberger, Charles P. *The World in Depression, 1929–1939*. Berkeley, CA: University of California Press, 2013.

Klein, Maury. *Rainbow's End: The Crash of 1929*. New York: Oxford University Press, 2001.

Kline, Patrick M. and Enrico Moretti. "Local Economic Development, Agglomeration Economics, and the Big Push: 100 Years of Evidence from the Tennessee Valley Authority," NBER Working Paper Series No. 19293 (August 2013). <http://www.nber.org/papers/w19293.pdf>.

McElvaine, Robert S. *The Great Depression: America, 1929–1941*. New York: Times Books, 1993.

Meltzer, Allan. *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951*. Chicago: University of Chicago Press, 2003.

New York Times. "1,028 Economists Ask Hoover To Veto Pending Tariff Bill; Professors in 179 Colleges and Other Leaders Assail Rise in Rates as Harmful to Country and Sure to Bring Reprisals. Economists of All Sections Oppose Tariff Bill." May 5, 1930. <https://nyti.ms/2MLhaBT>.

New York Times. "Business Leaders Find Outlook Good; Authorities on All Branches of Finance and Industry Agree Structure Is Sound." January 1, 1930. <https://nyti.ms/2o2rpE8>.

New York Times. "Fisher Sees Stocks Permanently High; Yale Economist Tells Purchasing Agent Increased Earnings Justify Rise." October 16, 1929. <https://nyti.ms/2JnPoGO>.

New York Times. "Fixed Trust Formed to Gain by Recovery; Stein Brothers & Boyce Project to Run 5 . Years—Shares to be Offered at About 10 3/8." February 25, 1931. <https://timesmachine.nytimes.com/timesma->

New York Times. "Huge Bid for Standard Oil; 1,000,000-Share Order at 50 Is Attributed to J.D. Rockefeller; Exchange to Hunt Bears; Calls on Member Firms for Record of Short Sales at Close on Tuesday; A. T. & T. and 20 Others Up; But Average of Fifty Stocks Declines 9.31 Points—Sales Are 7,761,450 Shares." November 14, 1929. <https://nyti.ms/2N0ZqiT>.

New York Times. "Leaders See Fear Waning; Point to 'Lifting Spells' [sic] in Trading as Sign of Buying Activity." October 30, 1929. <https://nyti.ms/2OZ0PH5>.

New York Times. "Sterling Falls Here to the Gold Point: Cable Transfers Touch \$4.84.—Federal Reserve Rise Adds to British Difficulties." August 9, 1929. <https://nyti.ms/2MxEwuP>.

New York Times, "Stock Prices Will Stay at High Level For Years to Come, Says Ohio Economist." October 13, 1929. <https://nyti.ms/2OUqCAq>.

New York Times. "Stocks Driven Down as Wave of Selling Engulfs the Market." October 20, 1929. <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/10/20/issue.html>.

New York Times. "Thirty-Three Banks Vanish in Mergers," July 21, 1929. <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/07/21/94168795.pdf>.

New York Times. "Topics in Wall Street, January 1, 1930." January 2, 1930. <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1930/01/02/96015717.html?pageNumber=37>.

Newton, Walter and Myers, William Starr. The Hoover Administration: A Documented Narrative. New York: C. Scribner's Sons, 1936.

Oulahan, Richard V. "\$423,000,000 Building Plan Pressed by Mellon on Eve of Hoover's Trade Parleys." New York Times, November 19, 1929. <https://nyti.ms/2OUQVXc>.

Oulahan, Richard V. "President Hails Success; He Personally

Announces Nations Concerned Are in Accord.”New York Times, July 7, 1931. <https://nyti.ms/2OSDjM0>.

Piketty, Thomas. “Le capital au 21e siècle.” Editions du Seuil (September 2013), <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/en/Piketty2014FiguresTables.pdf>.

Roosevelt Sr., Franklin Delano. Fireside Chat 1: On the Banking Crisis (Washington, DC, March 12, 1933), Miller Center, <https://millercenter.org/the-presidency/presidential-speeches/march-12-1933-fireside-chat-1-banking-crisis>.

Sastry, Parinitha. “The Political Origins of Section 13(3) of the Federal Reserve Act.” FRBNY Economic Policy Review(2018),https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2018/epr_2018_political-ori-gins_sastry.pdf.

Silk, Leonard. “Protectionist Mood: Mounting Pressure Smoot and Hawley.” New York Times, September 17, 1985. <https://nyti.ms/2MI3qYE>.

Smiley, Gene. Rethinking the Great Depression. Chicago: Ivan R. Dee, 2003.

Thomas, Gordon and Morgan-Witts, Max. The Day the Bubble Burst: A Social History of the Wall Street Crash of 1929. New York: Doubleday & Company, 1979.

U.S. Department of the Interior. Bureau of Reclamation. The Bureau of Reclamation’s Civilian Conservation Corps Legacy: 1933–1942, by Christine E. Pfaff. Denver, Colorado, February 2010. https://www.usbr.gov/cultural/CCC_Book/CCCReport.pdf.

U.S. Department of Labor. Bureau of Labor Statistics. Analysis of Strikes in 1937, by Division of Industrial Relations. Washington, DC, 1938. https://www.bls.gov/wsp/1937_strikes.pdf.

U.S. Department of the Treasury. Report of the Secretary of the Treasury: Revenue Act of 1932. Washington, DC, 1932. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/treasar/pages/59359_1930-1934.pdf.

U.S.Department of Transportation. Federal Highway Administration. State Motor Vehicle Registrations. Washington, DC, 1995. <https://www.fhwa.dot.gov/ohim/summary95/mv200.pdf>.

Wallis, John J., Fishback, Price V., and Kantor, Shawn E. "Politics, Relief, and Reform: Roosevelt's Efforts to Control Corruption and Political Manipulation during the New Deal." *Corruption and Reform: Lessons from America's Economic History*, (March 2006): 343-372. <http://www.nber.org/chapters/c10006.pdf>.

Wigmore, Barrie A. *The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States, 1929–1933*. Westport, CT: Greenwood Press, 1985.

[1] Klein, *Rainbow's End*, 108.

[2] Klein, 29; Federal Highway Administration, "State Motor Vehicle Registrations."

[3] Klein, 27-8.

[4] Klein, 143.

[5] Brooks, *Once in Golconda*, 90.

[6] Klein, 172.

[7] Gammack, "Price-Earnings Ratios," 100.

[8] "Stock Prices," *New York Times*.

[9] Klein, 147.

[10] Klein, 190.

[11] Galbraith, *The Great Crash*, 20-1, 50.

[12] Klein, 160-1.

[13] Galbraith, 22.

[14] Klein, 146, 227.

[15] Bullock, *Story of Investment Companies*, 8-9.

[16] Galbraith, 86.

[17] Galbraith, 49-50.

[18] Klein, 130.

[19] Wigmore, *Crash and Its Aftermath*, 5.

[20] Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), *Banking and Monetary Statistics*, 262, 264.

[21] "Thirty-Three Banks Vanish," *New York Times*.

[22] Klein, 175-6.

- [23] Meltzer, History of the Federal Reserve, 146, 241-2.
- [24] Klein, 176.
- [25] Galbraith, 35.
- [26] Klein, 178-9.
- [27] Ahamed, Lords of Finance, 323.
- [28] Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), “June 1929,” 374-6.
- [29] “Sterling Falls,” New York Times.
- [30] Galbraith, 32; FDIC, “Historical Timeline: The 1920’s.”
- [31] Klein 197-8.
- [32] Thomas and Morgan-Witts, Day the Bubble Burst, 311.
- [33] “Fisher Sees Stocks Permanently High,” New York Times.
- [34] Galbraith, 94-95.
- [35] “Stocks Driven Down,” New York Times.
- [36] Ahamed, 354.
- [37] Cannadine, Mellon, 391.
- [38] Klein, 204-5.
- [39] Galbraith, 98.
- [40] Galbraith, 98.
- [41] Klein, 209.
- [42] Ahamed, 354.
- [43] Klein, 209.
- [44] Klein, 211.
- [45] Ahamed, 355.
- [46] Wigmore, 7.
- [47] 1磅=0.453 6千克。——编者注
- [48] Wigmore, 11.
- [49] Galbraith, 106.
- [50] Galbraith, 107.
- [51] Wigmore, 13.
- [52] “Premier Issues Hard Hit,” New York Times.
- [53] Wigmore, 13.
- [54] Wigmore, 15.
- [55] Klein, 227.
- [56] Ahamed, 358.
- [57] “Leaders See Fear Warning,” New York Times.
- [58] Galbraith, 116-7.

[59] Galbraith, 112-13.

[60] Klein, 233.

[61] Wigmore, 19.

[62] Oulahan, “\$423,000,000 Building Plan Pressed.”

[63] Klein, 242.

[64] Smiley, Rethinking the Great Depression, 11-12.

[65] Klein, 244-5.

[66] “Huge Bid for Standard Oil,” New York Times.

[67] “Topics in Wall Street,” New York Times; “Business Leaders Find Outlook Good,” New York Times.

[68] Wigmore, 117.

[69] Klein, 263; Ahamed, 362.

[70] Klein, 250.

[71] Wigmore, 119.

[72] Wigmore, 137.

[73] Wigmore, 147.

[74] Hoover, Memoirs of Herbert Hoover, 47-48.

[75] Eichengreen, “Political Economy of Smoot-Hawley,” 5, 23.

[76] “1,028 Economists Ask Hoover,” New York Times.

[77] Irwin, Clashing over Commerce, 400-1.

[78] Gray, “Streetscapes.”

[79] It’s worth noting that some of the rise in tariff rates can be attributed to falling import prices. Some tariffs were charged per unit (e.g., 2 cents per bushel of wheat), so the effective tariff rate rose as import prices fell.

[80] Irwin, 401-2.

[81] Hoover, Memoirs, 47-48.

[82] Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Banking and Monetary Statistics, 262-3.

[83] Wigmore, 160-1.

[84] Friedman and Jacobson Schwartz, A Monetary History, 308.

[85] Gray.

[86] Ahamed, 387.

[87] Friedman and Jacobson Schwartz, A Monetary History, 309-10.

[88] Smiley, 16.

[89] Gray.

[90] Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Banking and Monetary Statistics, 16.

- [91] Hoover, Memoirs, 58.
- [92] Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), "April 1929," 257, 299; Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), "February 1929," 162.
- [93] Hoover, Memoirs, 59.
- [94] "New Fixed Trust Formed," New York Times.
- [95] Hoover, Memoirs, 53.
- [96] Hoover, Memoirs, 42, 53-55.
- [97] McElvaine, 76.
- [98] Hoover, Memoirs, 132.
- [99] Hoover, Memoirs, 53.
- [100] Ahamed, 324, 402.
- [101] Administration of the German Bundestag, Research Section, "Elections in the Weimar Republic," 2.
- [102] Hoover, Memoirs, 64.
- [103] Ahamed, 404-6.
- [104] Ahamed, 406.
- [105] Hoover, Memoirs, 67.
- [106] Eichengreen, Golden Fetters, 270.
- [107] Wigmore, 297.
- [108] Bernanke, Essays on the Great Depression, 91-2.
- [109] Wigmore, 297.
- [110] Hoover, Memoirs, 68-69.
- [111] Ahamed, 410.
- [112] Oulahan, "President Hails Success."
- [113] Eichengreen, Golden Fetters, 275.
- [114] Ahamed, 415.
- [115] Ahamed 415-6.
- [116] Hoover, Memoirs, 75.
- [117] Hoover, Memoirs, 77-79.
- [118] Wigmore, 296.
- [119] Hoover, Memoirs, 81.
- [120] Hoover, Memoirs, 81.
- [121] Ahamed, 428.
- [122] Hoover, Memoirs, 82.
- [123] Wigmore, 301.
- [124] Ahamed, 433.

- [125] Wigmore, 302.
- [126] Wigmore, 303.
- [127] Jones, "Shorting Restrictions," 2.
- [128] Wigmore, 289.
- [129] Ahamed, 435.
- [130] Friedman and Jacobson Schwartz, The Great Contraction, 39.
- [131] Friedman and Jacobson Schwartz, A Monetary History, 397.
- [132] Hoover, Memoirs, 82-3, 87-8.
- [133] Hoover, Memoirs, 84.
- [134] Hoover, Memoirs, 88, 93-95, 114.
- [135] Wigmore, 315.
- [136] Hoover, Memoirs, 98, 111.
- [137] Gou, et al., "Banking Acts of 1932."
- [138] Wigmore, 318.
- [139] Eichengreen, Hall of Mirrors, 158.
- [140] Gou, et al.
- [141] Eichengreen, Hall of Mirrors, 158.
- [142] Hoover, "Statement on Signing."
- [143] Sastry, "Political Origins of Section 13(3)."
- [144] Wigmore, 312.
- [145] Wigmore, 313, 326.
- [146] Friedman and Jacobson Schwartz, The Great Contraction, 47-8.
- [147] Eichengreen, Golden Fetters, 315.
- [148] Wigmore, 331.
- [149] McElvaine, 91.
- [150] Smiley, 24.
- [151] Eichengreen, Hall of Mirrors, 163.
- [152] Friedman and Jacobson Schwartz, The Great Contraction, 52.
- [153] Wigmore, 325.
- [154] Smiley, 68.
- [155] Wigmore, 308-9.
- [156] Wigmore 309.
- [157] United States Department of the Treasury, "Revenue Act of 1932," 13, 20-21.
- [158] Wigmore, 313-314.
- [159] Friedman and Jacobson Schwartz, The Great Contraction, 63.
- [160] Smiley, 27.

[161] Piketty, “Le capital au 21e siècle,” 1, 70.

[162] Dell, “Top Incomes in Germany and Switzerland,” 415-6.

[163] Smiley, 69-70.

[164] Hoover, *Memoirs*, 203.

[165] Hoover, *Memoirs*, 205-6.

[166] Wigmore, 434, 438-9.

[167] Wigmore, 444.

[168] Ahamed, 443; Wigmore, 444-5.

[169] Ahamed, 444.

[170] Hoover, *Memoirs*, 210-2.

[171] Wigmore, 428.

[172] Smiley, 75.

[173] Friedman and Jacobson Schwartz, *A Monetary History*, 420-2.

[174] Ahamed, 454.

[175] Roosevelt, *Fireside Chat* 1.

[176] Smiley, 76.

[177] Wigmore, 450.

[178] Smiley, 76-77.

[179] Smiley, 80.

[180] Smiley, 77.

[181] Smiley, 80.

[182] Hendrickson, *Regulation and Instability*, 143-6.

[183] Pfaff, “The Bureau of Reclamation,” 5, 15.

[184] Wallis, Fishback, and Kantor, “Politics, Relief, and Re-form,” 347; Smiley, 81.

[185] Kline and Moretti, “Local Economic Development,” 5-6.

[186] McElvaine, 152.

[187] Ahamed, 463.

[188] Friedman and Jacobson Schwartz, *A Monetary History*, 518.

[189] Meltzer, 492-3.

[190] Meltzer, 497-8.

[191] Meltzer, 498-9.

[192] Meltzer, 498.

[193] Meltzer, 502-3.

[194] Meltzer, 500-3.

[195] Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), *Banking and Monetary Statistics*, 395-6, 400.

[196] Meltzer, 539-40.

[197] Meltzer, 503-5.

[198] Meltzer, 506.

[199] Meltzer, 509-10.

[200] Meltzer, 510.

[201] Blakey and Blakey, "Revenue Act of 1937," 698-9.

[202] Meltzer, 521.

[203] United States Department of Labor, "Analysis of Strikes," 3.

[204] Meltzer, 523-4.

[205] Eggertsson and Pugsley, "Mistake of 1937," 11; Meltzer, 531.

[206] Allison, *Destined for War*, xvi.

美国债务危机与调整（2007—2011年）

本节详细介绍美国最近一次重大债务危机，重点分析2007—2011年，参考“典型债务大周期”部分提出的理论，也密切关注其间出现的海量细节。请注意，本案例的具体发展与理论归纳的典型特征非常契合。例如，本次危机出现了抵押贷款组合和证券化、投行进行加杠杆操作、场外交易衍生品快速增长，这些都是在政府保护和监管范围之外提供杠杆的新方法。只有把这些具体细节与理论特征联系起来，才能真正理解这场债务危机的经典之处。

新闻和《桥水每日观察》

2004年1月22日

住房建筑继续推动经济发展

“美国商务部昨日表示，12月初住房建筑数量超预期，创下25年以来新建住房的最佳年份，一些行业分析师因此提高了对2004年的房地产市场预测。”

2004年4月22日

格林斯潘平息投资者对经济增长的担忧

“此前，格林斯潘宣布通缩威胁已经消失，引发金融市场剧烈波动。次日，这位美联储主席强烈暗示，由于生产率走高，通胀率较低，央行可以在更长一段时间内维持极低利率，美国股票和国债市场投资者似乎平静下来……格林斯潘先生表示，美国经济已经‘进入更加蓬勃发展的时期’。”

2004年9月26日

下一个真人秀：倒腾房地产，好玩又好赚

“南加州的房地产市场如火如荼，把这些真实故事拍成火爆的真人秀仅是时间问题……在全美大部分地区，买房是为了自住，而在价格月月走高的房地产市场，倒房似乎成为一条致富捷径。”

在描述案例时，我也希望读者能有身临其境的感觉，仿佛每天都在跟随事件的发展。我鼓励读者在每个时间节点上都思考一下，如果自己是投资者或决策者，会采取何种做法。为了让读者能感同身受，我会逐周（有时是逐日）介绍事态进展，并提供当时的新闻摘录。此外，我还摘录了《桥水每日观察》，展示我们当时的分析，但是，我不会介绍桥水调整投资头寸的具体做法，因为这属于公司专有信息。鉴于内容很多，我对重点内容进行加粗，以便读者略读。

2004—2006年：泡沫出现

在典型债务周期的早期，经济健康运行，债务增速适度，并与收入增速相当，因为债务资金用于可以快速提高收入、偿还债务的经济活动。债务占GDP的比例可以反映上述发展的均衡程度，但在债务周期的早期阶段，债务产生的收入量只是一个推测，因此这个指标比较粗略。在20世纪90年代，美国的债务占GDP比例仅略有增加，但收入增速相对强劲，失业率处于低位。2001年，由于货币政策收紧、互联网泡沫破灭以及“9·11”恐怖袭击事件的冲击，美国经济出现衰退，美联储将利率从6.5%一路降至1%。请注意，此时的利率已经非常接近0%。大幅降息刺激了借贷和支出，对家庭部门的刺激尤为显著。因此，2001年的经济衰退持续时间较短，程度较轻，但为随后的泡沫时期埋下了种子。2004—2006年，泡沫膨胀的速度最快。

新闻和《桥水每日观察》

2004年10月20日

格林斯潘表示，抵押贷款债务不是很大的负担

“在格林斯潘担任美联储主席期间，房主债务大幅增加是其最显著的政策效果之一，周二他为此进行了辩护。

“这是他本人对这个话题最详尽的讨论。分析师担心购房者已经陷入投机性房地产泡沫中，认为美联储对泡沫的产生负有部分责任，但格林斯潘先生对此提出反驳。”

2004年11月6日

当好债变坏债

“没有人知道债务累积是否或何时变得不可持续，但决策层多年维持极低利率，鼓励借款，他们至少应该承认存在信贷紧缩而拖累经济的可能性，并采取相应的行动。”

2005年4月28日

抵押贷款申请增加

“一项私人调查昨日显示，上周抵押贷款申请数量增加，因为人们利用借贷成本下降购买住房，并对现有房贷进行再融资。”

2005年5月10日

美国房地产泡沫

“美国房地产市场在几年前看似出现泡沫，现在看来已经存在严重泡沫。房地产市场一直是美国经济的主要引擎，房地产泡沫的破裂将比股市下跌带来更可怕的后果。

“亏本出售住房可能会造成巨大创伤，因为住房是家庭部门最大的资产，也是杠杆率最高的资产。失去房屋净值可能会破坏家庭部门的净资产，而失去更多可能会使经济陷入瘫痪（例如，大多数人无法出售房屋，因此不能搬家）。”

——《桥水每日观察》

2005年5月25日

房价急剧上涨，加剧了对泡沫的担忧

“一个全国性房地产经纪人组织昨日报道称，去年房价上涨速度比1980年以来的任何时候都要快，进而引发了一些新的问题：一些地方楼市是否开始出现注定会破裂的泡沫……总而言之，房价从未出现大幅下跌，美联储主席格林斯潘周五表示，全美房价下跌的可能性仍然不大。”

在此期间，大多数指标都表明美国经济形势良好。经济增长率相对稳定在3%~4%；失业率低于长期平均水平，位于4%~5%；通胀率大多时间在2%~3.5%之间，略高于理想水平，但按传统标准并不令人担忧。与此同时，随着产能限制的出现，经济进入“周期后期”阶段（例如，GDP缺口为2%，需求增长率高于产能增长率）。在债务融资的支撑下，金融市场和房地产市场都非常强劲。

美联储主要关注经济增长率、通胀率和GDP缺口，而不是债务增长。因此，美联储逐步加息，将利率从2004年1%的低点提高到2006年的略高于5%。

加息不足以减缓债务融资支撑的资产增值。在这三年中，标普500指数的回报率为35%，盈利增长了32%。虽然10%的年收益率很好，但远不及20世纪90年代后期互联网泡沫时期的水平。由于经济强劲，通胀温和，资产价格升值良好，大多数人都认为经济似乎处于“黄金”时期——既不是太热，也不是太冷。在此期间，债务占GDP比例的平均增长率为12.6%。通常情况下，此时泡沫就会出现，因为央行关注通胀率 and 经济增长率（两者都不是问题），而没有充分考虑债务融资购买投资性资产这一问题。

债务泡沫一般出现在一个或几个市场，因此通常被平均值掩盖。对重要领域进行模拟金融压力测试，判断它们能否承受压力，如果不能，将产生何种连锁效应，只有这样才能找出存在泡沫的领域。

房地产市场债务泡沫

在本案例中，房地产行业是最重要的泡沫领域。房价得益于日益宽松的贷款操作，2004—2006年上涨了约30%，自2000年以来上涨了80%以上。这是一个世纪以来（紧接着二战后的时期除外）实际房价上涨的最快速度。房价上涨通常会自我强化、产生泡沫。由于大多数房屋是用借款购买的，因此房价上涨对房屋净值的影响加大。例如，如果一个家庭使用5万美元的储蓄作为25万美元房屋的首付，然后房价上涨到35万美元，那么该家庭的投资价值就增加了两倍，进而可以增加借款，并吸引其他买家和贷款人为他们提供贷款，因为这笔贷款非常有利可图。

新闻和《桥水每日观察》

2005年5月31日

美联储就戳破美国住房“泡沫”展开辩论

“长期以来，格林斯潘先生和其他官员一直认为，央行的职责不是影响资产价格（无论是股价还是房价），而是维持低通胀率，在

促进最大化可持续经济增长的同时，避免通胀高企。”

2005年7月9日

房地产推动经济增长，楼市繁荣，就业向好

“近年来，房地产的工业综合体作为经济引擎，已成为少数几个可靠的¹增长来源之一。研究公司Economy.com的分析显示，在过去4年里，这个庞大的行业为美国增加了70万个各类就业岗位，包括土地测量师、总承包商和信贷员等。”

2005年8月17日

7月健康的楼市拉动经济增速提升

2005年8月28日

格林斯潘表示房地产行业繁荣已接近尾声

“在辞去美联储主席职务之后，格林斯潘周六在此预测，美国疯狂的房地产热潮及其带来的消费支出即将结束。”

2005年10月4日

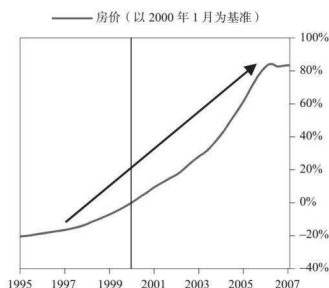
热门市场房价涨速放缓

“今年夏天，房地产业从少数几个城市开始放缓，这一势头已经蔓延至美国几乎所有热门房地产市场，包括纽约。”

2005年12月17日

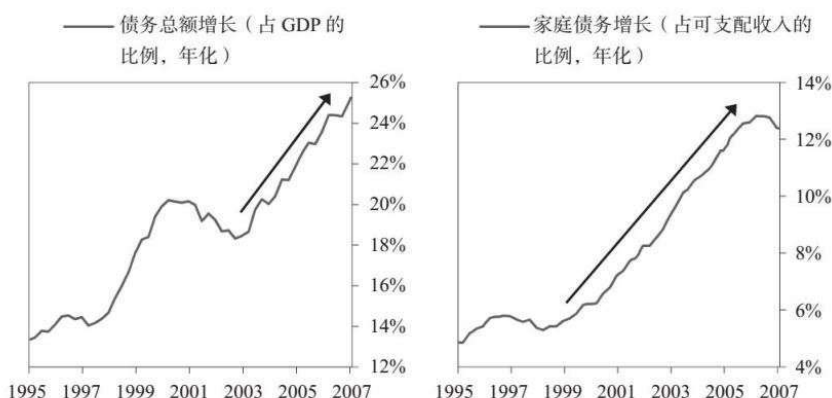
花旗集团的增长新策略

“至少在5年内，花旗集团首次专注于扩大现有业务。它们将扩大国内零售业务，主要在费城和新泽西等存在现有客户的地区，增加约300家支行和中心支行。”



家庭债务占家庭可支配收入的比例从2000年的85%上升到2006年的120%左右。信贷标准降低了，2001—2007年，所有收入群体的债务都大幅增加，但债务增幅最大的是位于最底层1/5的低收入借款人。^[1]随着抵押贷款操作的日益宽松，即使是非购房者也通过房屋净值贷款增加了债务。2005年的房屋净值贷款和套现再融资总额达到5 000亿美元，比1998年增加了5倍。^[2]由此，美国整体债务已经超过GDP的300%。

房价上涨越多，信贷标准就越低（即使反过来才合乎逻辑），但贷款人和借款人发现，发放贷款和借款购房都很有利可图。信贷支撑的购房活动推动了房价上涨，创造了自我强化的预期，吸引了不想错过时机的新借款人/贷款人。这是泡沫时期的典型现象。



美国房地产市场展示出典型泡沫时期的每一个特征。以下重述我对泡沫特征的定义。

- （1）以传统标准来看，资产价格偏高。
- （2）市场预期目前的高价会继续快速上升。
- （3）普遍存在看涨情绪。
- （4）利用高杠杆融资买入资产。
- （5）买家提前很长时间买入（如增加库存、签订供应合同等），旨在投机或应对未来价格上涨的影响。
- （6）新买家（之前没有参与市场）进入市场。

(7) 货币宽松政策进一步助长泡沫，而收紧货币政策会导致泡沫破裂。

所有上述特征都适用于此时美国的房地产市场。房价迅速上涨，人们普遍预计房价会继续上升（例如，“炒房客”会买房，进行一些翻新，旨在利用房价上涨来获得短期利润）。由于预计高房价将持续上涨，开发商开始囤房（这些供给未来几个月或几年内都不会进入市场），新的单户住宅建筑量在1995至2005年间翻了一番。^[3]人们看到朋友和邻居因拥有房产而更加富裕，于是更多人想要买房。在泡沫高峰时期，每年购房家庭比例仅略低于8%（比今天多出约50%）。2005年夏天（高峰期左右）的一期《时代周刊》封面展现了这种投机狂热，并且提问：“你的房子会让你变得富有吗？”

新闻和《桥水每日观察》

2006年1月8日

警告：警惕房地产风险

“基金投资者从过去几年的房地产中大获收益，他们此前收到警告，不要期望2005年会重演房地产繁荣。一些分析师预测，长期涨势或失去动力，因此该考虑抛售了。事实证明，那些反对者是错的。许多投资者无视有关房地产泡沫的警告，坚持以往操作，实现持续获利：房地产基金的年度收益率再一次名列前茅。”

2006年2月1日

格林斯潘离职，诸多经济问题悬而未决

“担任国家经济管家长达18年的格林斯潘周二离职。其继任者有较大空间制定自己的政策，但未来也存在一些重大的不确定性。

“这一交接也意味着伯南克先生会面临更为复杂的选择，此时的巨大风险会增加政策严重失误的可能性。”

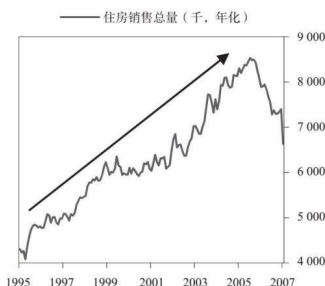
2006年2月10日

2005年美国贸易逆差创历史新高

“美国政府周五报告称，2005年美国贸易逆差增长近18%。由于消费者对进口需求增加，能源价格飙升，美元兑其他货币走强，美

国贸易逆差连续4年创下纪录.....

“美国商务部在华盛顿报道称，7 258亿美元的逆差几乎是2001年赤字的两倍，这主要由于进口大涨12%，而出口仅增长10%。1975年是美国最后一次出现贸易顺差的年份，当时的顺差总额为124亿美元。”



6月12日《时代周刊》，© 时代集团。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。未经明确书面许可，禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

换句话说，市场继续加杠杆，更积极地下注房价会继续上涨。与此同时，随着房价上涨鼓励生产，供应量也在增加。从逻辑上来看，市场恰恰应该采取相反的行动：那些押注价格变化的人应该更倾向于去杠杆或抛售，而那些贷款方则应该更加谨慎。然而，这种荒谬的思维模式在泡沫时期非常典型。

一边是狂热买房，另一边是狂热地为买房者提供资金。左下图显示了抵押贷款利率。由于美联储放宽货币政策，利率在2003年跌至20世纪

50年代以来的低点，并在房地产泡沫时期一直徘徊于低点附近。即使利率在2005至2007年间上升约1.5%，但杠杆率在2003至2007年间依然上升。右下图显示了新增住房抵押贷款占贷款价值的比例，更高的比例意味着抵押贷款的首付比例更低、贷款规模更大。贷款占价值的比例快速增长至80%，表明银行更愿意贷款，也更愿意进行风险较高的投资。其他住房抵押贷款泡沫也随处可见。在提供抵押贷款之前，银行通常不要求借款人出示收入证明，它们推销浮动利率抵押贷款，以目前较低的“诱饵”利率吸引借款人（这一利率后期会上升）。“次级”抵押贷款（例如风险较高的抵押贷款）占据了20%的市场份额。如下文详述，银行能够对此类债务进行打包（即“证券化”），掩盖其潜在风险，帮助借款人轻松获得低息贷款。

新闻和《桥水每日观察》

2006年4月19日

美联储释放利率政策调整信号

“美联储周二暗示，可能最早下个月停止提高利率。这一可能性引发股市飙升，虽然原油价格已上涨至每桶71美元……美联储官员表示，近两年内已15次上调短期利率，5月的加息可能会是未来一段时间内的最后一次。”

2006年7月10日

保尔森宣誓就任财政部长

“前高盛首席执行官保尔森周一宣誓就任美国第74任财政部长，并承诺确保美国不会退出世界经济。

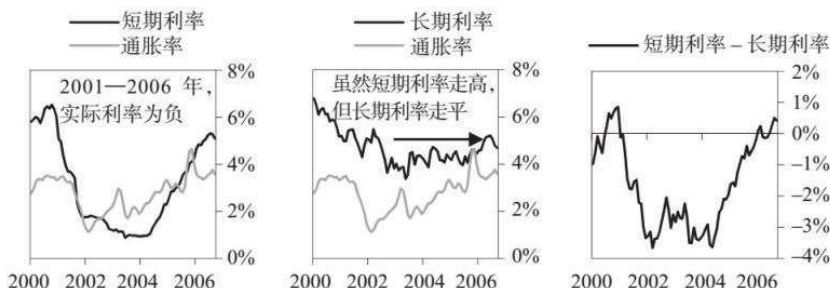
“我们必须永远记住，美国经济的实力与全球经济的实力息息相关。”保尔森在一次简短的仪式上发表讲话说。”

——美联社



在债务不断积累和房地产市场狂热的形势下，美国经济没有过热，通胀率保持温和，所以只关注平均数字的美联储仍不为所动。通常情况下，最严重的债务泡沫（例如1929年的美国、1989年的日本）并没有伴随着商品和服务通胀率的高企与攀升，而是伴随着债务增长所支撑的资产价格通胀率走高。央行往往犯下容忍债务增长的错误，因为它们关注的是商品和服务通胀率（以居民消费价格指数衡量），以及经济增长率，而忽视了债务增长（受货币政策的推动）和债务能否产生可以偿债的收入，但这些都是央行预防坏账危机时应该考虑的问题。

正如下图所示，由于通胀率大多在2%~3.5%（略高于预期但并不令人担忧），美联储在扩张期的很长时间内都将利率维持在低位。事实上，从2001年年底到2006年年初，美国的短期利率低于通胀率（即实际短期借款成本为负值）。即使美联储在2004年中期确实开始提高短期利率，长期名义利率也基本持平，而实际长期利率下降。



如下图所示，发达国家的情况基本都是如此。



新闻和《桥水每日观察》

2006年8月23日

房地产市场放缓会构成多大问题？

“除了房地产市场外，整体经济仍在继续发展。房地产市场是危机的预警吗，还是纵使房地产市场放缓，经济仍会继续发展？我们正在设法解答这个问题……”

——《桥水每日观察》

2006年8月24日

住房降温的新迹象

“本月房地产市场正在恶化。全国房地产经纪人协会昨日报告称，7月二手房的销售跌至两年多以来的最低水平，房价趋于平稳，卖家等待买主的时间也越来越长。这是房屋交易狂潮终结的 latest 和最强迹象。”

2006年9月14日

部分抵押贷款止赎率上升

“报告显示，第二季度优质浮动利率抵押贷款的止赎率升至4年高位，表明更多拥有良好信用评级的房主无力还贷……次级抵押贷款（向信用记录不良人士提供的贷款）的止赎率上升至2.01%，这是自2003年第四季度以来的最高水平。”

——彭博社

由于所有这些原因，全球金融正在出现泡沫。

在2006年中期，保尔森被确认担任小布什的财政部长。此前他担任高盛公司董事长兼首席执行官，了解金融市场，也比较关注市场的过度行为，因此他召集总统金融市场工作组定期开会，工作组成员包括小布什经济团队的主要成员和主要监管机构。^[4]这些会议的主要好处是成员之间建立了密切的工作关系，最重要的是保尔森、美联储主席伯南克和美联储纽约银行主席蒂姆·盖特纳及各自任职机构之间的合作关系。

在所有金融危机中，个性品质、个人能力和团队协同能力是决定危机结果的重要因素。在本案例中，最重要的关系是保尔森（一个外向的前首席执行官，习惯大胆决策）、伯南克（一个在大萧条时期受过良好教育的内向经济学家）和盖特纳（一个熟知政府经济政策制定程序的务实者）之间的关系。他们品质互补，经常展开协调，三个人都愿意采取大胆行动，根据学到的新东西快速完善政策，这些因素对于他们应对这场危机至关重要。

风暴聚集，一触即发。虽然三个人都非常担忧，试图抑制他们察觉到的过度行为，但问题不够明朗，他们无法迅速或有力地采取行动，以避免危机爆发。他们注意到次级抵押贷款市场的过度行为，但没有人看到这些行为正在蔓延至整个房地产市场（该市场自二战以来没有出现全国性的下滑）。然而，保尔森非常担心房地美和房地美（所谓政府支持实体）所构成的风险，拉里·萨默斯在担任克林顿政府财政部长时也强调了这一点。因此，2006年秋，保尔森争取到小布什总统的支持，开始与巴尼·弗兰克（当时是众议院金融服务委员会的少数党最资深成员）从事立法，对政府支持实体进行改革，但这些努力未能在2008年夏天危机到来之前产生实效。^[5]

新闻和《桥水每日观察》

2006年10月24日

这一次，不是经济

“小布什总统希望将管理经济的功劳记在共和党身上，他本周将花两天时间开展助选活动，主题是‘美国经济正在健康发展’。小布什总统昨天在接受CNBC（消费者新闻与商业频道）采访时表示，‘毫无疑问，强劲的经济形势将帮助我们的候选人，主要是他们有了竞选资本。他们可以说，他们投票赞成减税，所以经济才强劲增长。’”

2006年10月27日

新房价格急剧下跌

“最新的政府和行业统计数据显示，开发商正在努力应对市场疲软。9月，开发商通过降价和提供各类折扣的方式推销新建房屋。美国商务部昨日报告称，与2005年9月相比，上个月新房中位价格暴跌9.7%，跌至217 100美元，为1970年12月以来最大跌幅。”

2006年11月7日

在亚利桑那州，“待售”招牌成为时代标志

“就在不久前，这个快速发展的地区还是开发商的天堂。例如，去年，富尔顿家园的开发项目极受欢迎，几乎每周都能把新房价格上调1 000~10 000美元……如今，该地区未售出房屋的数量已飙升至近46 000套，而2005年年初这一数字仅为数千。开发商正在尽快撤出。”

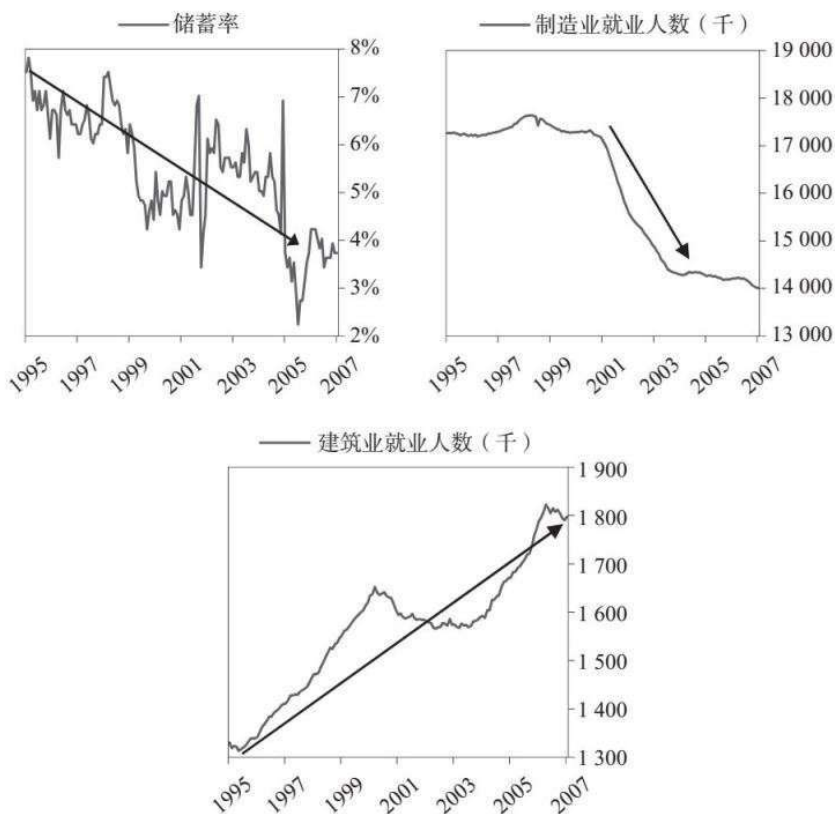
2006年12月6日

住房销售统计数据没有反映的情况

“沿海房地产市场的官方房价数据是唯一令人宽慰的消息，但这些数据具有很大的误导性。所有这些统计数据都显示，过去一年，房价要么继续上涨（虽然幅度不大），要么仅略有下降，但统计数据存在一些缺陷，最大的缺陷也许是这些数据只基于实际出售的房屋。”

泡沫开始蔓延

经济也普遍出现泡沫迹象。储蓄率从低点进一步下滑，美国大举吸收外国资金。美国制造业就业人数下滑，并迅速失去全球出口市场份额，被新兴国家（尤其是中国）取而代之。然而，这些迹象被住房相关活力增加掩盖，例如，与1995年相比，建筑业就业人数增加了约50%。与此同时，越来越多的房屋建造资金源于债务融资。



此外，人们把抵押贷款和其他债务工具的借款大量用于消费。将高速增长债务用于消费而非投资，这种现象是一个危险信号，因为消费不能产生收入，而投资可能会增加收入。

泡沫时期的一个典型现象是，外国资金大量涌入，参与泡沫，表现为资本流入和经常账户赤字膨胀（占GDP的6%）。这些资金大部分来自中国等新兴经济体，这些经济体当时拥有巨额经常账户盈余，它们选择了储蓄和投资美国资产。强劲资本流入使美国公民能够得到借款，进而维持超出自身收入的消费水平。



尽管美联储从2004年年底开始提高短期利率，但由于海外对美国资产的需求强劲，长期借款成本继续保持低位。



其中大量资金流向了不会产生偿债收入的贷款，支撑了难以维系的走势：储蓄率不会无限下降，贷款浪潮也不会一直高涨。债务到期后将面临现金流问题。从我们的模拟财务数据可以看出，如果所有资金流都逐渐减少，就会出现现金流问题。

新闻和《桥水每日观察》

2007年1月5日

2006年就业市场强劲增长

2007年1月13日

上月零售销售意外大涨

——路透社

2007年1月20日

消费者信心指数达到三年高位

——路透社

2007年1月26日

2006年现有住房销售量创下17年来最大跌幅

——美联社

2007年2月2日

就业增长放缓，但依然强劲

2007年2月5日

金融风险不断加大

“市场回报率取决于实际情况与预期的差异。目前市场预期风险位于几十年来的最低点，但我们认为金融系统中存在很大风险。原因如下。

“现在金融市场充斥着流动性……在我们看来，投资者一掷千金买入金融工具，一如买入艺术品、珠宝和高价房地产。这一行为推高了高风险资产的价格（特别是提供正利差的资产），压低了收益率和利差，使得预期的未来回报率很低。

“与此同时，波动率降低。因此，波动率预期将继续保持低位。为了追求收益，投资者已经加大杠杆，试图从利差极低的套利交易中榨取更多回报。”

——《桥水每日观察》

2007年2月8日

汇丰银行报告称不良贷款增加

“汇丰控股是一家总部位于英国的银行。该公司周三表示，由于其抵押贷款组合存在问题，2006年的坏账费用将超过105亿美元，比分析师的平均预测高20%左右。”

——路透社

2007年2月27日

中国的“黑色星期二”

“他们称之为中国的‘黑色星期二’：中国股市意外大跌，近9%的市值蒸发，并对全球股价构成压力。

“分析师表示，上交所和深交所出现抛售的原因在于，市场普遍传言中国政府计划提高利率或征收资本利得税。在周二大跌之前，中国股市今年上涨了约10%。因此，这些措施一旦成真，将会抑制股市的暴涨势头。”

——《福布斯》

在此期间，贷款总量增加，风险也进一步加大。越来越多的贷款来自受监管和受保护的银行系统之外的渠道。泡沫时期的一个共同特征是，在正常的银行系统之外开发新的贷款渠道（通常被称为“影子银行”系统）。通常情况下，金融机构绕过发展成熟、监管完善的渠道，建立新的渠道。因为这种操作初期可以使各方受益。监管缺位降低了贷款成本，降低了借款利率和还款难度，投资者的回报也能小幅增加。通常情况下，影子银行会提供担保或资产组合和打包，投资者以为这些新的债务资产是安全的。如果没有危机对其进行压力测试，就很难说它们真如宣称的那样安全。通常，这些“创新”会导致危机。美国的这次债务危机正源于此。

21世纪第一个10年早期到中期出现了许多加杠杆的新渠道，也拓宽了一些监管较为宽松的已有渠道。其中许多是不受监管的短期渠道，因此特别容易受到负面冲击。在泡沫期间，以下5个关键因素推动了传统银行系统之外的杠杆化操作。

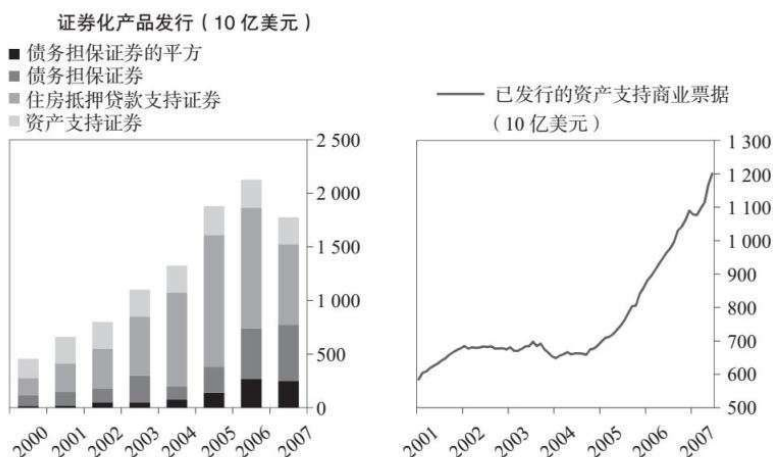
（1）回购协议和商业票据的使用。这些工具发展成为银行和企业短期融资的重要渠道。伯南克指出：“在危机的前4年，美国经纪商的回购负债增加了2.5倍。”^[6]

（2）在受保护的银行系统之外的大型机构存款人。投资者（特别是外国投资者）对美国国债的需求超过供给，他们缺乏安全资产，因此愿意投资资产支持商业票据和回购等替代品。

（3）货币市场基金的发展。这是一种短期储蓄工具，承诺比银行账户更高的回报，而且没有太大的额外风险。

（4）美元贷款的全球化。这一趋势导致美国以外其他国家的美元借贷出现爆炸式增长。

（5）贷款证券化。银行提供传统贷款（汽车贷款、住房贷款等），并将其出售给其他投资者。这就产生了一种“道德风险”问题，即银行有动机提供高风险贷款，因为它们只管出售，而不用承担后果（只要投资者一直愿意购买）。



美国金融监管体系没有跟上市场的发展步伐。政府既没有充分监管影子银行和市场，也没有给予有关部门遏制过度行为的必要权力。与典型案例一样，监管缺位问题一开始并不明显。当时的银行和影子银行资本不足，杠杆率过高。这意味着它们没有太多的缓冲资金，会在经济衰退时出现偿付能力问题。20世纪90年代和21世纪初是金融监管自由化与金融工程成风的时代，美国监管机构更关注金融业的竞争力，希望能与伦敦并驾齐驱，因此没有充分遏制上述过度行为。

如果债务繁荣主要依靠银行系统提供资金，管理起来就会容易得多，挤兑现象也更容易控制。虽然仍然可能导致严重危机，造成经济明显衰退，但后果不会像这场危机那么恶劣，没有那么多强制抛售，保证金旋涡也不会如此危险，因为联邦存款保险公司拥有避免系统性风险的职责，对负债提供担保，加上存款保险和美联储的贴现窗口，政府的权力和影响力将会更大。

因此，推动泡沫增长的原因不只是低利率，还有宽松资金、宽松监管和高风险金融创新的综合影响。由于美联储在设定利率时关注的是通

胀率，而不是债务增长，决策层也没有加强对影子借贷渠道的监管，因此泡沫不断膨胀。

借款人和贷款人存在严重的资产/负债错配，他们在经济低迷时期尤其容易受到冲击。这是严重债务危机的典型特征。最常见的错配形式如下。

(1) 短借长贷，如果短期信贷提供方不愿意继续提供信贷，或者提高贷款利率，使其大幅高于借款人在其已发贷款上赚取的利息，借款人就会受到挤压。

(2) 给高风险借款人提供贷款，收取高额利息，赚取信用利差，直到违约率上升至高于信用利差的水平。

(3) 以一种货币进行借款，以另一种货币进行贷款或投资。如果借款货币升值，则借款人必须以更高的汇率或利率偿还借款。

新闻和《桥水每日观察》

2007年3月6日

亚洲、欧洲和美国股市上涨

“投资者利用低价再次开始买入，亚洲股市结束连续5天下滑，行情出现缓解。”

2007年3月10日

投资者暂得喘息，但一些贷款人承受打击

“不良贷款或次级抵押贷款危机加剧。大型贷款机构新世纪金融公司已停止接受贷款申请，因为其多个金融信贷提供方切断了信贷供应……数十家抵押贷款公司已经停业，由于贷款标准明显放松，去年发放的贷款的违约率非常高。”

本次泡沫期间，上述情况一一出现，因此金融中介及其服务对象都很容易受到挤兑和信贷问题的困扰。

资产/负债错配的一个典型案例是，欧洲的银行积极借入短期美元债务，然后将其借给全球其他国家。2007年夏，美元信贷收紧，这些银行无法再从美国货币市场获得资金，把问题蔓延至全球。

不过，美国经济增速继续高于潜力水平。GDP缺口上升至3%，通胀率上升至3.7%。2007年，美联储继续收紧货币政策，将名义短期利率调至5.25%，将实际短期利率调至1.5%。

到2007年，由于上文所述的所有典型迹象均已出现，我断定美国处于泡沫状态。此外，我们预测公司和金融机构的现金流后，认为它们不能获得充足的新增贷款，无法展期到期债务和维持当前业务。没有新的贷款，就会出现债务危机。我们定期向决策者报告我们的想法和估算结果，他们可以选择相信我们的数据，完善自己的准备工作，也可以纠正我们的数据，让我们知道错误所在。对于研究结果，他们通常不予置评，但会提出问题。

2007年：顶部阶段

2007年上半年

请记住，直到这个时候，几乎没有人担心任何事情，因为市场和经济均表现良好。股市创出新高，就业市场依然强劲，零售销售强劲，消费者信心也随之增强。

然而，房地产市场及其最积极的融资方开始出现一些问题。美国证券交易委员会在1月4日的一份备忘录中写道：“目前的普遍共识是，随着再融资和房地产业蓬勃发展的结束，许多较小的次级贷款机构的商业模式已不再可行。”[\[7\]](#)

新闻和《桥水每日观察》

2007年3月22日

美联储发表评论后市场飙升

“美股昨日大涨，因美联储表示倾向于降低短期利率，增强了投资者的信心。

“道琼斯工业平均指数昨天实现三位数涨幅，本周飙升337点，创下2004年11月以来的三天最佳表现。

“一如所料，美联储在为期两天的会议结束时，将短期利率维持在5.25%不变。此前紧张等待美联储发表相关经济声明的投资者受

到鼓舞，因为央行没有像1月那样提出可能‘进一步收紧’利率政策。”

——美联社

2007年3月22日

中国股市大跌后重回高点

2007年3月23日

现房销售增长为三年最高

——美联社

2007年4月2日

新世纪申请破产

2007年4月17日

强劲盈利报告推动股市上涨

“昨日股市上涨，因花旗集团利润好于预期，消费者支出健康增长，再次引发投资者对经济的乐观情绪。”

——美联社

2007年4月22日

道琼斯指数5个交易日创三个新高

2007年4月26日

耐用品数据意外强劲

2007年5月17日

房地产市场数据喜忧参半，市场涨势仅短暂放缓

“昨日美股走高，投资者对房地产市场喜忧参半的数据不以为意，更为关注工业产出的大幅增长、原油价格的回落，以及涌入股市的新增现金。”

——美联社

2007年5月25日

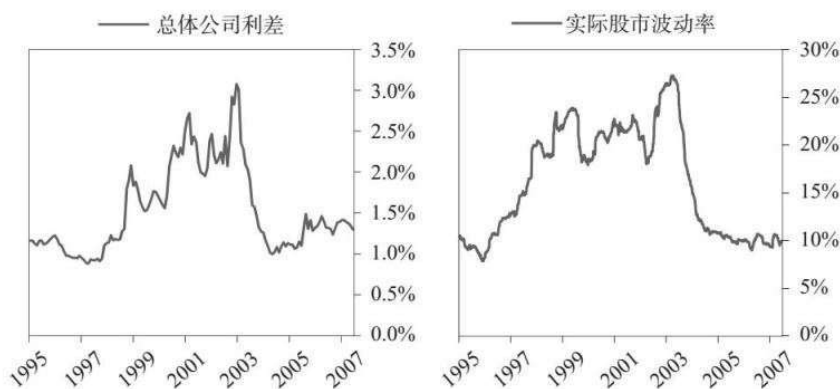
住房销售激增，股市下跌

“房屋数据显示4月销售增长为14年来的最大升幅，降低了降息

刺激经济的希望，美股应声下挫。”

——美联社

2—3月，市场较为平静，整体市场波动率相当低，股价保持不变。与历史平均值相比，信用利差（一种衡量为私营公司提供贷款的预期风险的尺度）相对较低。换句话说，市场平静，并预期将保持平静。



次贷机构主要为信用度较低的借款人提供抵押贷款，这些机构不断出现问题，其中一些已经面临巨大亏损，但并未影响整个经济和市场。即便如此，一些大银行开始反映不良抵押贷款增加。我们对当时的情况总结如下（3月13日的《桥水每日观察》）。

（桥水每日观察）3月13日：次级抵押贷款余波

次贷一直占据新闻头条，一些较大的次贷机构濒临破产。在经济相对强劲的背景下，次贷部门全线崩溃，这一事件与流动性不断充斥全球市场密切相关。过去几年，投行一直在绞尽脑汁设计新产品，巧妙地将多项资产打包，再以高出各部分总和的价格出售（这些产品包括债务担保证券、抵押担保债券、合成债务担保证券等）。具体做法是把产品分成不同系列，让评级机构把最优质的系列评级为AAA，下一个系列评级为AA，等等。这一金融“创新”令各方皆大欢喜：保险公司拿到了AAA级债券，获得的收益率比其他AAA级资产高出几个基点，其他机构以此类推。通常情况下，对冲基金最终拿到评级最差的系列，这些产品带来了大量杠杆和波动性，因此受其青睐。这一金融创新为许多以前无法获取信贷的高风险借款人（不限于家庭）提供了信贷来源。次贷的爆

炸式发展与这种新增信贷来源密切相关。抵押贷款发放机构越来越不关注贷款标准，因为它们只需要把抵押贷款交给投行就可以了，而投行则急于把抵押贷款打包出售给投资者。与信用评级相同的其他资产相比，这些产品可以把投资者的收益率提高5个基点。贷款标准下滑到超低水平，由于拖欠率小幅上扬，银行拒绝购买贷款，次贷发放机构陷入亏损。

.....真正击垮次贷机构的是“早期月供违约”。在次贷机构与购买次贷的投行之间的协议中，包含这样一项条款：如果借款人拖欠支付任何一笔早期月供，贷款人就需回购这笔贷款。除非出现欺诈行为，否则借款人很少拿不出首笔月供。12月，位居2006年美国第二大次贷机构的新世纪金融公司披露，在所有贷款中，有2.5%未能按时支付首笔月供。当银行/投资者要求新世纪回购这些贷款时，新世纪无法拿出现金。在过去几个月里，已有数十家规模较小的次贷机构因此破产，而新世纪是其中最大的一家。

新闻和《桥水每日观察》

2007年6月2日

美股因经济数据而大涨

“就业创造、制造业和通胀率数据再次提振了市场对经济的信心，美股昨日稳固上扬，主要指数创下收盘纪录。”

——美联社

2007年6月5日

中国股市下滑，但美股依然小幅上涨

——美联社

大多数人认为，这些问题仅出现于金融市场的一个领域，不会大规模蔓延至其他领域。3月28日，伯南克主席在国会听证会上表示：“次贷市场问题对整个经济和金融市场的影响似乎可以得到控制。”^[8]当时我也有类似的评估，但我更担心的是这次泡沫的杠杆化程度和货币紧缩力度。

美国股市在4月和5月继续反弹，创下新纪录。下图的阴影部分显示了上半年的涨势。

新闻和《桥水每日观察》

2007年6月8日

美债收益率攀升；美股再次暴跌

“不久前，美国经济放缓看似变得更糟，引发美股震荡，但现在，在强劲的全球经济推动下，投资者日益担忧通胀率可能上升。

“昨日，这种担忧再次对股票和债券造成影响，股价创下自2月全球市场下跌以来最大的三天跌幅，10年期国债的基准利率自去年夏天以来首次上涨至5%以上。”

2007年6月13日

债券收益率飙升，推动股价下跌

2007年6月15日

通胀数据平平，美股上涨

——美联社

2007年6月15日

次贷问题恶化

“周四发布的行业报告显示，信用欠住房主的违约率和止赎率在第一季度走高，特别是在加利福尼亚州、佛罗里达州和其他此前热门的房地产市场。在美国抵押贷款银行家协会发布该报告的同时，美联储举行听证会，讨论监管机构如何解决大量滥用贷款的操作。”

2007年6月21日

贝尔斯登延缓两只对冲基金破产

2007年6月23日

贝尔斯登将拯救陷入困境的基金

2007年7月3日

隐含波动率分析

“近期市场走势显示，所有市场的隐含波动率均开始略有回升，但回升的起点是十几年以来的最低水平。

“从整个市场来看，汇率、债券和大宗商品的未来预期波动率依

然较低，股票的未来预期波动率也很低，但相对于历史水平而言更接近正常。”

——《桥水每日观察》

2007年7月13日

惠誉5月下调次贷相关债券评级

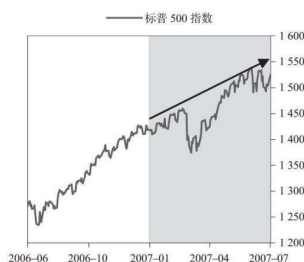
——彭博社

2007年7月14日

道琼斯指数和标普500指数均创纪录新高

“道琼斯指数一周内波动超过450点，仅周四一天就上涨283点。由于有迹象表明消费者可能再次渡过难关，投资者消除了此前对不良次贷和整体经济增速的担忧，转而下注赌股价将会上涨，美股因此走高。”

——美联社



6月中旬，10年期美债收益率达到5.3%（自2002年以来的最高点），而在7月中旬，90天期美债收益率达到5%，意味着收益率曲线相当平缓。这是经济周期的高峰，接下来的形势急转直下。

随着利率的上升，债务偿还金额也会增加（无论是新增信贷还是原有浮动利率贷款）。这不利于新增借款（因为信贷成本上升了），也减少了可支配收入（因为偿债金额增加）。借款和可支配收入减少导致支出增速放缓。由于一个人的支出是另一个人的收入，收入也随之下降，如此循环。当人们削减消费时，物价走低，经济活动减少。

同时，随着短期利率的上升，收益率曲线趋于平缓甚至倒

挂，导致流动性下降，短期资产（如现金）的回报也随其收益率走高而提升。相比周期较长的金融资产（如债券、股票和房地产）和信用评级较低的资产（这些资产与现金的利差逐渐收窄），持有短期资产变得更具吸引力，因此资金流出金融资产，导致资产价值下跌。资产价格下降反过来产生负面财富效应，导致支出和收入不断下降，进而影响实体经济。

货币政策收紧导致泡沫破裂。随着利率的上升，房价开始下跌，因为新房的偿债金额上涨，而且许多次贷借款人采用浮动利率抵押贷款，因此大量现有抵押贷款的利息支付也迅速增加。随着利率的上升，借款人还本付息的负担加重。6月，在这些紧缩压力下，最初普遍出现的财务困境是：随着止赎率和违约率的上升，大型银行开始出现严重亏损。投行贝尔斯登旗下的两只对冲基金投资抵押贷款支持证券，6月中旬，二者（其中一只基金的杠杆率为20：19[9]）的亏损不断加大，投资者纷纷要求赎回，迫使它们甩卖价值36亿美元的证券（对该市场来说，这是个很大的数字）。[10]此时，杠杆化的购买已经变成了去杠杆化的甩卖。随着所持证券价格的下跌，两只基金面临巨额亏损，被迫清算。最终，贝尔斯登承诺提供32亿美元贷款（后来降至16亿美元）救助其中一只基金。为了确保市场维持稳定，从这些基金获得抵押品的其他银行也展开合作（例如，停止抛售抵押贷款支持证券）。这些基金最终破产。它们的规模相对较小，对市场的最初冲击有限。

新闻和《桥水每日观察》

2007年7月16日

次贷支持证券崩溃

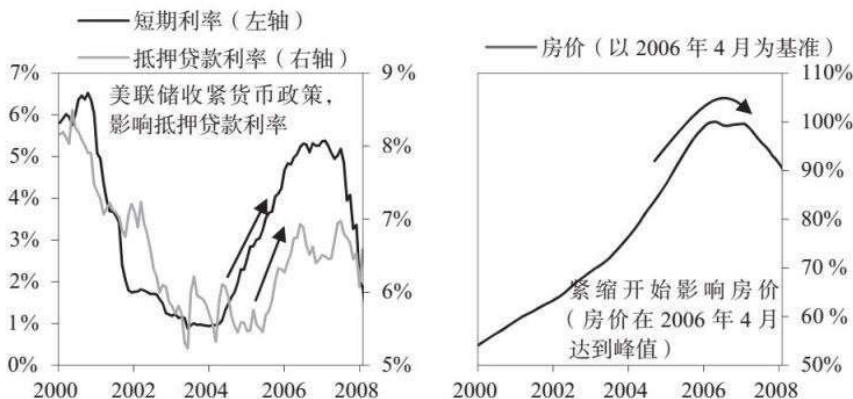
“次贷市场周一明显恶化，引领了国债市场走势。这些价格走势表明，另一个市场参与者也开始破产，而它的规模比6月倒闭的贝尔斯登基金更大。6月贝尔斯登倒闭冲击了低评级系列；上周五和本周一，高评级系列开始出现问题；周三，次贷池中AAA评级系列价格一落千丈。例如，2007年抵押贷款的AAA评级系列（次贷支持证券所涵盖的证券）最初预定的价差仅为9个基点，而现在的价差为440个基点。”

——《桥水每日观察》

2007年7月26日

住房和石油担忧导致股市急剧下滑

“房地产市场健康状况出现了更令人担忧的迹象，油价仍接近创纪录水平，美股今日大幅下挫。”



2007年夏

经济增长保持健康，美股在7月中旬触及新高。此时最突出的问题是美联储下一步将会采取何种行动：将收紧货币政策以应对通胀率走高，还是放宽政策以解决房地产市场问题？

房地产市场的压力逐步增大。次贷支持证券指数（称为ABX指数）价格持续大幅下跌（即使购买时被视为“无风险”的AAA级债券也下跌约5%），一些抵押贷款机构报告称，不能按时还款的借款人开始增加。一家大型抵押贷款机构即将破产，而另一家受抵押贷款影响的德国小型银行面临巨额亏损，最终需要被德国国有银行收购。新房销售迅速下降。此消息一出，市场略有走低（截至7月底，从峰值下跌6%）。

新闻和《桥水每日观察》

2007年8月1日

通胀温和，消费者信心上升

“昨日数据显示，6月个人支出增速为9个月来的最低水平，通胀率升势有所缓和，但7月初消费者信心明显增强。”

2007年8月3日

信贷恐慌情绪导致股市大幅下挫

2007年8月7日

美国住房抵押贷款按照美国《破产法》第11章申请破产保护

——美联社

2007年8月7日

美联储维持利率不变，没有未来降息迹象

“市场越发担心信贷标准收紧对经济的影响，而美联储今天在很大程度上回避了这一担心，决定维持5.25%的基准利率不变。比维持利率不变（符合普遍预期）更重要的决定是，美联储在解释决定的声明中没有明显改变措辞。”

2007年8月9日

政府可能提高房贷购买限额

“住房和城市发展部长阿方索·R.杰克逊昨日表示，政府可能会提高房利美和房地美的房贷限额，以增加抵押贷款市场的流动性。杰克逊先生表示，他和房利美首席执行官丹尼尔·H.马德讨论了房利美对提高抵押贷款购买限额的要求（目前的联邦上限为7225亿美元）。”

——彭博社

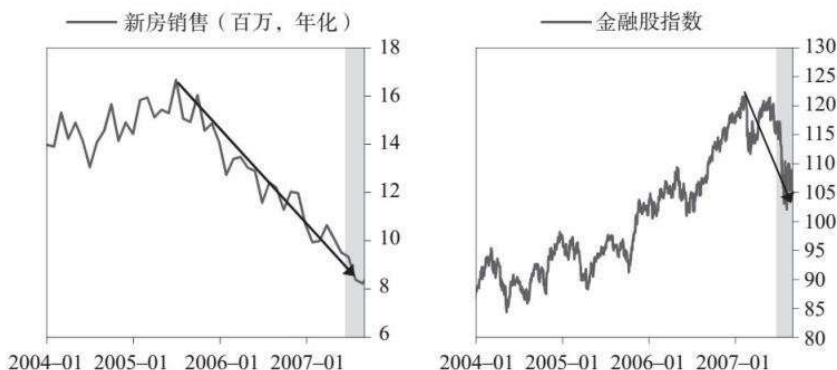
2007年8月9日

随着次贷危机的持续蔓延，巴黎银行冻结资金

“法国最大的上市银行法国巴黎银行周四冻结了价值16亿欧元（22亿美元）的资金，理由是美国次贷市场存在问题。一周前，次贷相关损失造成两只贝尔斯登基金申请破产保护，这些消息向金融市场发出警告信号，使其恐慌不安。法国巴黎银行表示，‘美国证券化市场某些部门的流动性完全蒸发，因此无法公平评估某些资产的价值（资产质量和信用评级）’。法国巴黎银行股价下跌3%以上，美国股指期货大幅走低。”

2007年8月10日

法国银行采取行动，应对房贷担忧，股市暴跌



考虑到按市值计价的会计准则和高杠杆操作对贷款机构的影响，我当时预计这场债务危机将会自我强化。债务危机和经济衰退均具有自我强化的特征。随着亏损的出现，贷款人的贷款能力和借款人的借款能力都会下降，导致局势恶化。例如，出现损失后，投资者的资本减少。由于相对于资本而言，投资者所能持有的资产是有限的，因此他们必须抛售资产或减少资产购买，进而导致资产价格走低，贷款活动减少，造成更多亏损，从而进一步加剧了这一循环。我们可以获得非常详细的银行财务信息，从中了解它们的风险敞口，通过分析同类流动性资产的定价，评估银行持仓的价值和损失。因此，我们不断进行按市值计价的压力测试。在金融部门及其服务对象公布其亏损之前，这些压力测试已经显示出它们的亏损情况。我们还可以获得上市公司的详细财务信息。我们的模拟财务预测显示，许多机构正面临债务压力。

以下是当时我写给客户和决策者的报告。

（桥水每日观察）7月26日：这是一场重大危机吗？

读者都知道我们对当前疯狂贷款和杠杆操作的看法。我们认为，这些操作会导致金融系统普遍脆弱，利率将会上升，直到金融体系崩溃，届时一切将会逆转（即主导市场的情绪会从贪婪变为恐惧，波动率增加，价差和利差飙升）。无论是过去还是现在，我们

都无法确定这种情况出现的具体时间，也不知道目前是否正在酝酿一场重大危机。我们只能确定：（1）应该避免或遏制这种疯狂局面，（2）没有人知道本次金融危机将会产生何种蔓延效应。

危机的演变取决于两个因素：（1）持仓者及其持仓情况，（2）不同持仓者和仓位如何互相影响。几个月前，我们开展了一项深入研究，考察各类市场（特别是衍生品市场）参与者的持仓情况。为此，我们查阅了政府监管机构和金融中介机构的所有研究报告，搜集和分析一切可得数据，并深入研究金融中介机构的年度财务状况报表。我们得出的结论是，没有人能掌握上述整体情况，因为我们只能从一个层面粗略考察这些风险敞口。换言之，我们很容易看到某些市场参与者的风险敞口（尤其是受监管的金融中介机构的风险敞口），但无法确定谁持有这些风险敞口，也无法确认其他持仓情况，所以我们无法计算重要市场参与者的净持仓量。例如，位于危机焦点的交易商知道谁是自己的交易对手，却不知道交易对手的总持仓量。但我们确实发现这些风险敞口迅速增长（大约是5年前的4倍），而且规模巨大（约400万亿美元）。

当时，由于债务问题和紧缩形势尚未影响到实体经济，经济增速看起来仍然不错。7月31日，我们写道“周二的大量统计数据继续表明，在最近市场出现波动前，实体经济表现良好”，但我们极其担心美联储会过于乐观。美联储在8月7日的货币政策声明中表示：“最近几周，金融市场持续波动，部分家庭和企业的信贷环境收紧，楼市处于调整状态，但未来几个季度，在就业和收入稳健增长以及全球经济强劲的支撑下，美国经济可能继续以温和速度扩张。”

2007年8月初，抵押贷款市场开始严重失控。法国巴黎银行是法国最大的银行，也是全球资产净值最大的银行之一。由于持有美国次贷，其遭受重大亏损，8月9日冻结了旗下三只基金的22亿美元资金。此外，欧洲的银行拆借变得更加紧张，为了让利率回到欧洲央行的目标水平，欧洲央行不得不向银行体系注入950亿欧元，第二天追加610亿欧元。安全性较高的美国国债也受到挤压，高风险商业票据收益率和同业拆借利率都有所提高。货币市场基金是资产支持商业票据的主要持有者，其资产价值大幅缩水，需要金融中介机构、银行和基金集团提供资助以避免“跌破面值”。（我所说的“跌破面值”是指价值跌至存款金额以下，这是存款人认为绝不会发生但确实发生了的情况。）

危机的发展在银行间市场清晰可见。下图是衡量银行间拆借压力的典型指标，即TED利差（泰德利差），该数字越大，银行要求补偿拆借风险的利率就越高。很明显，债务周期开始触顶。

新闻和《桥水每日观察》

2007年8月10日

美联储将储备注入金融系统

“美联储试图平息金融市场的剧烈动荡，今日宣布将向金融系统注入尽可能多的资金，缓解信贷紧缩蔓延的不利影响。美联储在一份简短声明中称，央行将提供‘必要的储备’，帮助市场安全前行。美联储没有提供详细信息，但表示将尽其所能‘促进金融市场的有序运作’。”

——美联社

2007年8月11日

央行介入，平息市场波动

“各国央行加大了减缓损失的行动。自市场开始出现问题以来，日本央行首次增加了流动性。欧洲央行连续两天向欧洲银行系统注入资金，第一天提供了950亿欧元（约1 308亿美元），第二天又增加了610亿欧元（约840亿美元）。为了增加资金支持，美联储昨日向抵押贷款支持证券提供了190亿美元贷款，又通过逆回购操作提供了190亿美元。”

2007年8月11日

欧洲考量次贷风险

2007年8月16日

全国金融公司大规模动用信贷额度，引发市场恐慌

“美林证券分析师指出，如果流动性恶化，美国最大的抵押贷款机构全国金融公司可能面临破产。美股周三因此大幅下挫。全国金融公司周四早上表示，已经动用115亿美元的信贷总额度来增加现金持有量，这导致市场情绪更为低迷。”

2007年8月18日

美联储意外降低贷款利率

“美联储今天批准把银行贷款贴现率降低0.5个百分点，表示目前‘信贷紧缩和不确定性增加有可能抑制未来经济增长’。美股开盘大幅高开，但早盘交易中回吐了大部分涨幅。”

2007年8月22日

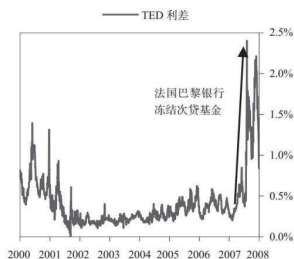
美国银行收购全国金融公司

——美联社

2007年8月22日

美国最大几家银行借助美联储贴现窗口

“面对上周信贷市场剧烈动荡，越来越多的银行采取行动，利用了美联储下调贷款贴现率的机会。美国四大银行（花旗集团、摩根大通银行、美国银行和美联银行）表示，通过所谓的贴现窗口从美联储直接借款，每家银行的借款总额为5亿美元。”



第二天，我给客户和决策者写了以下内容。

（桥水每日观察）8月10日：这是一场重大危机

这就是我们预料到的金融市场危机。巨量流动性充斥着金融体系，金融中介急于寻求高回报，不负责任地建立了风险仓位，这些仓位被广泛持有，目前遭受大幅减持，引起金融市场混乱。这次危机类似1998年或1994年的危机（起因相同），但更为严重。我想再次强调，因为危机的演变取决于持仓者、持仓情况及其互相影响，危机的未知因素超过已知因素。

过去两年，我们做了海量调研，试图掌握全部情况，但分析结果的价值不大，因为我们对仓位的了解远不够精确，可能出现的结果

果范围也非常大，就像无法提前两周预测飓风的移动路线一样，我们也难以预测危机在几周之后的态势发展。我们坚信，其他人（包括最具预测优势的重要监管机构）也无法提供更可靠的预测，只能随机应变。但是，我们已经看到目前的情况（即恐慌情绪自我强化，导致投资者从高风险资产转向低风险资产，对高杠杆操作者造成挤压）曾多次出现（最近的一次发生在1998年），所以我们相信我们对危机将会如何演变已有一些认识。未来4~6个月内，这场危机将如飓风一样横扫金融系统，金融信用较弱的机构将会破产或亏损，金融信用较强的机构将会获得更大的优势……

……经过多年的研究，我们为此类危机制订了应对计划，并对计划很有信心。出于安全考虑，我们不断进行检验，做好一切应急准备，确保我们高成本研发出来的这套监测系统运作良好。该计划不仅适用于我们的投资策略，而且适用于我们在避险情绪高涨和流动性极差的环境中处理交易对手风险与交易成本的策略。

新闻和《桥水每日观察》

2007年8月31日

小布什为部分住房贷款提供救济

“小布什总统今日宣布了几项措施，针对有信用问题的美国人，帮助他们应对不断上涨的房贷成本。这是这些家庭受到次贷危机的冲击以来小布什总统首次做出回应。

“今日上午，小布什总统在白宫的讲话中表示，他将努力降低首付要求，提高贷款限额，加强定价灵活性，从而推动联邦住房管理局的‘现代化和完善化’。

“政府官员表示……他们的目标是改变其联邦抵押贷款保险计划，在今明两年16万名房主的基础上，为另外8万名信贷记录不良的房主提供保险。”

2007年9月1日

政府表态安稳人心，股市应声大涨

“小布什总统和美联储主席伯南克的表态安抚人心，投资者认为政府不会让华尔街独自应对抵押贷款和信贷问题，美股昨日大涨，波动的一周落下帷幕。”

2007年9月6日

美联储称信贷危机得到遏制，股市下挫

2007年9月7日

房屋止赎率创历史新高

2007年9月7日

更大的问题

“在我们看来，目前的问题要比通常所说的‘信贷危机’更为严重。通常情况下，如果利率上升或经济下滑，债台高筑的借款人就会面临现金流紧张的压力，从而出现信贷问题。但想象一下，如果信贷不断增长，债务继续增加，将会出现怎样的局面。这就是目前的形势，其根源在于信贷/流动性过多，而不是太少。

“.....美国整个家庭部门都处于相当糟糕的状态（资产负债表状况不佳，现金流前景黯淡），为家庭提供更多资金将会导致财务问题迅速恶化，因此我们预计，即使下调利率、增加信贷供给，信贷问题仍会蔓延。我们相信，这种情况将会持续，直到外国投资者越来越意识到美国不适于投资。”

——《桥水每日观察》

上述应对计划就是我们所谓的“萧条指标”。历史上曾多次出现重大债务危机和经济萧条，本书介绍了相关原理。我们设计的萧条指标基于多项研究数据，包括利率接近0%的程度、若干债务脆弱性指标和债务去杠杆化的早期迹象等。这一简单算法可以指导我们调整整体投资组合和风险控制（包括我们交易对手的风险）。

之后不到一周，有消息称，美国最大的抵押贷款发行机构全国金融公司已经用尽信贷额度，有可能宣布破产。这一消息引人注目（发出了警告信号），但全国金融公司并不是具有系统重要性的金融机构。

在接下来的几天里，股市急剧下跌，商业票据收益率飙升。为了应对市场压力，日本央行、欧洲央行和美联储纷纷向银行提供流动性，美联储在两次定期会议之间意外降息0.5%，这些不同寻常的举动终结了股市暴跌。伯南克主席表示，如有需要，他会采取更多措施。[\[11\]](#)美国银行以20亿美元的投资换取全国金融公司的大部分股权，以此提供资金支持。这些举措缓解了市场的大部分融资压力，股市小幅回升。以下是截

至当时的股价走势。请注意，此时的股价仍然接近高点。

新闻和《桥水每日观察》

2007年9月8日

就业报告发布，投资者转向债券，股市暴跌

“劳工部报告显示8月就业人数突然下降，引发市场对经济衰退的担忧，股市昨日大幅下跌，投资者转向购买美债等安全资产。

“标普500指数收盘下跌1.7%.....10年期美债收益率与票据价格走势相反，跌至4.37%，这是近18个月以来的最低水平。周四晚上，收益率为4.51%。”

2007年9月14日

信贷恐慌缓解，市场攀升

2007年9月14日

英国贷款机构获得紧急贷款

“英国政府表示，授权英国央行为北岩银行提供一项规模不详的‘流动性支持机制’。近年来，这家总部位于英国纽卡斯尔的抵押贷款公司大幅扩张。分析师表示，北岩银行对紧急融资的需求说明，全球金融市场危机的影响明显扩大。此前，欧洲银行的问题主要源于对美国次贷的直接敞口。”

2007年9月19日

美联储降息后，全球市场大幅上涨

2007年9月20日

美联储主席呼吁制定新的抵押贷款规则

“美联储主席伯南克今日表示，次贷标准日益宽松，信贷风暴愈演愈烈，因此有必要对借款人和贷款人的行为加强监管。”

2007年9月21日

信贷危机冲击大部分金融机构，部分机构损失惨重

“自今年夏季的信贷风暴以来，金融机构首次发布报告，各类机构普遍损失惨重，但本周4家经纪公司的盈利超出预期，给市场带来

些许安慰。投行的表现存在明显差异，高盛在信贷市场动荡中表现强劲，昨日报告显示其利润增长79%，季度增速创下公司有史以来第三高的水平。贝尔斯登的盈利下跌61%，其对冲基金和次贷投资出现大幅亏损。”

2007年9月21日

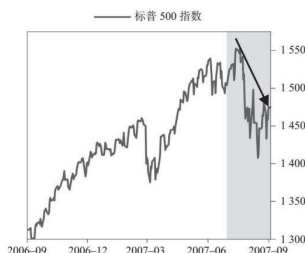
信心消退，经济指标创6个月内最大跌幅

——彭博社

2007年9月22日

美联储理事发出警告，希望投资者自行承担损失

——彭博社



经过这番波澜后，大多数决策者和投资者都认为，抵押贷款市场高风险领域的问题可以得到控制，不会对实体经济造成太大影响。根据我们的计算结果，情况并非如此。我们当时写道：“最后的判决日将会延期，也许要等到美联储大幅收紧政策或者经济大幅下滑的时候。”

为什么银行和投资者持有如此巨大的高风险抵押贷款证券风险敞口

为什么投资者、银行、评级机构和决策者都被误导了？他们以为抵押贷款证券的风险比实际低，其中一个关键因素就是他们分析风险的方式。此时的常规方式是风险价值法，风险价值是衡量近期市场波动率和投资组合的指标。当时，投资公司和商业银行普遍用其估算亏损程度与发生率。在计算投资者可以轻松地承担多大风险（即仓位大小）时，风险价值法通常以近期波动率为主要依据。简单举例来说，如果一个投资者所能承受的亏损上限是本金的20%，而次贷每月最多亏损5%，那么投资者可能会把5%这个数字套进公式计算，得出的结论是只要次贷杠杆

不超过三倍，这种借款就是“安全”的。

这种风险分析方式导致许多投资者加大风险敞口，以致超出了通常的谨慎水平。他们在风险价值法中使用近期的波动率数据，并大体预期未来波动率将保持不变。这是人们的普遍心理，也是一种愚蠢的思维方式，因为使用前期波动性和前期相关性并不能准确预测未来的风险，但这种方式有利可图。事实上，在我们减仓时，客户还敦促我们加仓，因为我们的风险价值很低，我们便向客户解释了不加仓的原因。我们认为，根据当前形势推断未来，认为未来与现在仅略有不同，这种做法是不可取的。明智的做法是考虑未来可能实际发生的一系列情况，甚至应该推断未来与现在将有天壤之别，因为平淡岁月往往给未来动荡播下种子，让下一轮经济衰退更加严重。这是因为低波动率和低风险价值会鼓励投资者增加杠杆率。当时，某些杠杆率已经接近100：1。我认为，杠杆率比风险价值更能有效说明未来波动率。

2007年，许多银行和投资者都持有巨大的次贷风险敞口，因为这些工具尚未出现过亏损周期，也没表现出太大的波动性。风险价值的下行也是自我强化的。在2008年危机高峰期，市场波动率增加，使得次贷的统计风险看起来更高，导致抛售加剧。

2007年秋

2007年夏，美股市场波动较大，秋季出现反弹。这时，决策者开始考虑如何从长期角度应对抵押贷款市场的相关问题。

从2006年秋开始，保尔森和财政部开始与巴尼·弗兰克和众议院金融服务委员会合作，对房利美和房地美进行改革。他们专注于遏制过度行为，增加了监管机构的职权。2007年春，众议院通过了一项法案，但被参议院驳回。由于政治反对势力较大，政府无法获得联邦资金，不能为还款困难的房主提供救助。因此，财政部与贷款方、抵押贷款服务机构和顾问合作，鼓励私营机构修改和重组抵押贷款，这些努力取得了一些成功，进展虽小，但意义重大。此外，财政部开始与美联储合作，共同开发它们所谓的“击破玻璃”方案，希望获得国会授权，购买非流动抵押贷款证券（在具有政治可行性的情况下）。这个方案后来成为不良资产救助计划。

美联储表示愿意放宽货币政策，减轻抵押贷款相关压力对整体经济

的任何可能溢出效应。虽然经济数据和新闻报道显示，经济基本面不断恶化，但大多数市场参与者相信，决策层将能够顺利渡过难关。

伯南克与保尔森和财政部工作人员密切合作，他们预感到传统宽松政策可能不够，就开始在美联储内部力推所谓的“蓝天思考”，也就是开展天马行空的头脑风暴，寻求解决方案。^[12]随着金融危机蔓延至银行业之外，越来越多的实体经济参与者不再能够通过常规渠道获得信贷。伯南克考虑扩大美联储的贷款范围，不仅向存款机构提供贷款，而且直接放贷给各种交易对手，这一想法后来成为美联储应对危机的关键支柱。这项大胆举措的影响巨大，也从未实施过，伯南克不得不查阅规则手册，以确认其合法性。事实上，《联邦储备法》第13条第3节授权此类贷款，虽然自大萧条以来，这项条款从未被调用过，但其仍然有效。在法规严格、制衡系统强大的民主国家，应对危机的典型挑战之一是，了解必要行动的合法性，并推动行动获得批准。

新闻和《桥水每日观察》

2007年9月24日

当心激进的道德风险主义者

“‘道德风险’一词最初来自保险领域，指的是保险可能会扭曲投保人的行为，例如火灾投保人可能不太注意火灾预防措施，医疗保险投保人花费的医疗费用可能高于没有医疗保险时的水平。在金融领域，一些人以‘道德风险’作为反对政策的理由，反对政府为做出错误决策的金融机构减少亏损。特别是一些人称，道德风险会让人们预期未来会有更多‘救市’操作。”

——《金融时报》

2007年9月27日

美国证券交易委员会调查信用评级出入

“美国证券交易委员会主席周三告诉国会：‘委员会开始调查信用评级机构是否出于利益冲突的动机，不正当地调高了抵押贷款支持证券的评级。’”

2007年9月28日

住房销售量和房价急剧下降

2007年10月2日

信贷危机有望结束，股市飙升

“投资者似乎放下今年夏季的次贷问题，蓝筹股涨势创纪录……因为花旗银行和瑞士联合银行两家银行预计，第三季度与抵押贷款支持证券和贷款问题相关的盈利和损失将会减少……但分析师表示，利润警告缓解了对抵押贷款问题造成长期影响的担忧。投资者认为，今年夏季信贷危机最糟糕的影响已经过去。”

2007年10月6日

美林证券巨大损失引发不安

势态恶化使得市场预期美联储将会降息。尽管如此，美联储有理由放宽货币政策，也有理由不放宽。不放宽有两大因素。一是通胀因素。美元持续走软，油价稳步上涨。放宽货币政策将导致美元汇率走低、油价上涨和通胀率上升。二是刚愎自用的投机行为。这是一切问题之源。如果美联储着手缓解投机者的问题，只会鼓励他们继续过度冒险。

“道德风险”是美联储（和财政部）在整个危机期间多次遇到的难题。在重大债务危机期间，如何处理道德风险问题是决定危机演变的最主要因素之一。无序借贷导致了危机，相关借贷者自然应该对自己的行为承担后果，政府也应该收紧借贷标准，大力加强市场纪律，但这样做就像要求一个肥胖者在心脏病发作后立即节食和运动。此时最重要的是为系统重要性机构输血（即提供兴奋剂），使其能够生存下来。一方面，让那些不负责任的借贷者对自己的行为承担责任；另一方面，向他们提供适度流动性和借款，缓解信贷紧缩程度。过于追求这两点之间的精确平衡是一种危险的做法。此时，援助过多要比援助过少好得多。在大萧条时期，美联储允许大批银行集体倒闭，但这次美联储认为，尽管应该尽可能地降低道德风险，但它们的首要任务必须是拯救经济。

时任纽约联储主席盖特纳与我的观点一致。他认为，金融危机期间，在道德风险框架内思考政策是错误的。只有政策非常激进，才能消除灾难性风险，所以容不得缓慢而精确的行动。[\[13\]](#)历史一次又一次地证实了这一点。在流动性危机期间，如果政府提供充足的流动性，就会

降低自身风险，提高系统健康程度。相反，道德风险框架使人们相信，如果任由事件自行发展，政府就会承担较小的风险。实际上，放任自流将会最终导致政府承担所有风险，因为政府必须把整个系统国有化，这将使危机成本和破坏性都大大增加。

最后，为了应对危机，决策者为几乎所有金融产品都提供了明确或隐形担保，并毫不含糊地为金融系统注入海量现金。盖特纳告诉我，值得反思的是，这种金融救助方式的成本并不是5%~10%的GDP损失，反而是2%左右的GDP增长（取决于具体衡量标准）。这是金融危机史上的一大例外，盖特纳将其归功于美联储和财政部的积极回应，它们也愿意暂时放下道德风险问题。对此我表示同意。

新闻和《桥水每日观察》

2007年10月9日

盈利报告前的短暂平静

“美股昨日收盘时大多走低，因为上周的涨势带来获利了结，投资者在等待企业季度盈利报告……盈利报告预计将反映一些公司面临的困难，特别是金融和房地产领域的公司。此前，由于过度杠杆化债务和次贷违约，信贷市场出现混乱，对这些公司造成冲击。”

2007年10月10日

政府提出缓解抵押贷款危机的新举措

“民主党控制的众议院通过一项法案，要求通过美国两家政府资助的抵押贷款公司和联邦住房管理局的保险计划，每年出资高达9亿美元，成立新基金，支持廉租房建设。”

2007年9月18日，美联储降息0.5%，而市场预期为0.25%。正如伯南克所说的那样，“鹰派和鸽派达成一致”。[\[14\]](#)美联储超出预期的举动引发股市反弹，《纽约时报》称美股“欣喜若狂”，标普500指数回升至历史最高点的2%以内。

比美联储降息更为重要的是，此举向市场传递了一个信息，即美联储愿意采取必要的决定性行动，遏制导致8月市场无序震荡的相关问题。与此同时，决策层清楚地看到，宽松政策无法解决更根本的问题，即金融中介、债务人和债权人持有的债务资产与负债已经

超过他们所能承受的水平。

银行（和投行）的资产负债表和流动性问题表现在资产与负债两个方面。在资产方面，银行通过证券化持有次贷产品。在负债方面，银行日益依赖高风险资金来源。此前，银行一直依赖短期融资，而短期融资历来以存款为主，是可以通过担保控制的。存款人随时可以提取存款。在大萧条中，人们普遍担心银行的偿付能力，所以挤兑现象严重。为了解决这一问题，美国在1933年成立联邦存款保险公司，向银行存款提供保险（设有上限）。这样一来，存款人基本没有了取款的动机，因为即使银行倒闭，他们的储蓄也会受到保护。

但是，现代银行依赖所谓的“短期批发融资”，因此很有可能面临1930—1933年的那种窘境。短期批发融资有多种形式，但本质上很像没有保险的存款，这意味着一旦银行出现问题，存款人就会第一时间撤出资金。

新闻和《桥水每日观察》

2007年10月11日

针对抵押贷款救济计划，民主党和白宫出现分歧

“部分房主难以偿还次贷，无法应对房价下跌。关于如何帮助此类房主，众议院民主党人今天与小布什政府出现分歧。”

2007年10月15日

银行将联手成立基金，保护信贷市场

“花旗集团、美国银行和摩根大通将创建一个新基金（称为‘超级流动性增级管道’），从结构性投资工具购买价值750亿~1 000亿美元的高评级债券和其他债券。这些工具持有抵押贷款支持债券和其他证券，自8月初信贷市场冻结以来，一直难以获得融资。”

2007年10月17日

保尔森表示房地产行业问题将恶化

2007年10月17日

外国投资者拒绝购买美国证券

2007年10月18日

核心通胀依然稳健，给美联储带来难题

2007年10月19日

盈利报告引发股票大幅抛售

2007年10月22日

一家中国银行将收购贝尔斯登10亿美元股权

银行和投行在我们所称的“证券化机器”中发挥了核心作用，并因此陷入困境。从本质上来说，证券化机器的起点是发行高风险抵押贷款，终点是把非常安全的债务出售给机构投资者。这一过程涉及很多参与者，而这些金融中介发挥了重要作用。简单地说，抵押贷款机构将贷款出售给银行，银行再把不同贷款进行打包，比如打包成1 000笔贷款。从理论上来说，这1 000笔贷款的整体现金流会比任何单笔贷款都安全得多，因为风险被分散了。也就是说，如果一个借款人无法偿还抵押贷款，可能会造成一笔贷款损失，但不会影响其他999个借款人偿还贷款的能力。平均而言，大多数借款人历来都能够偿还其抵押贷款，因此打包的目的（本应）是降低贷款的整体风险。

然后，银行把1 000笔贷款的总现金流分为几类债券系列，分别出售：其中的70%~80%为超级安全的AAA级债券，10%~15%可能是风险稍高但仍然非常安全的AA级债券，5%~10%为BBB级债券，而剩余一小部分是无评级债券，即“首先承担损失”的系列，它们将承担前几个可能违约的借款人造成的损失。这是利用数据挖掘（而不是合理的逻辑）来评估风险的经典案例。投资者增加杠杆，因为他们相信自己是安全的，而他们下注的情形从来没有出现过。一旦下注出现问题，自我强化的上行动力就会变成自我强化的下行动力。

银行尽力向投资者出售债券。为了达成交易，它们往往保留首先承担损失的债券系列。银行将这类债券作为库存（有时是为了最终出售，有时是为了获取风险回报）。这种做法行得通，于是它们继续这样做，直到行不通为止。在2007年第三季度出现需求枯竭时，各个银行都持有大量此类债券（只是具体数量不同）。

此时正逢银行根据盯市会计准则开始减记。贝尔斯登的第三季度盈利下降了61%，这源于对冲基金破产的相关损失以及其他次贷风险敞

口。摩根士丹利和雷曼兄弟的盈利分别下降7%和3%（亏损相对较小），花旗集团、瑞士联合银行集团和美林证券紧随其后，报告称其损失规模较大，但在可控范围内。花旗集团最初的减记金额最大，为59亿美元（请记住这个数字，以便与以后出现的数字做对比。）

大约在这个时间（2007年秋），我们开始进行自己的亏损估算和金融系统“压力测试”。我们搜集了银行的资产负债表数据，考察其资产和负债状况，以流动市场价格替代非流动资产价格，在银行必须公布其亏损之前早已估算出来，这些工作为预测未来局势提供了非常宝贵的参考。2007年10月9日，标普500指数收盘创历史新高。直到2013年，美股才再次到达这一高点。

业内大多数人都清楚地看到银行存在次贷问题，但他们并不清楚整个经济是否存在重大债务问题。为了缓解局势和增强信心，一些主要银行提议联手设立一项基金，筹集750亿~1 000亿美元，用于购买不良次贷证券。与其他观察机构一样，我们认为这是对信贷危机的自然反应，有助于降低危机蔓延的风险。然而，到2007年年底，合作银行认为“此时并不需要”，终止了基金组建工作。[\[15\]](#)

与此同时，虽然美国市场情绪乐观，但是信贷紧缩已经通过两个主要机制蔓延至欧洲。首先，一些欧洲银行（尤其是英国的北岩银行）开始依赖货币市场获得短期批发融资。当这种资金来源在2007年夏季开始枯竭时，北岩银行经历了一场经典的“挤兑”风波——9月中旬，储户连续三天排队取款。[\[16\]](#)英国有类似美国的存款保险计划，但保险上限较低（35 000英镑）。为了阻止挤兑，英国政府为北岩银行的全部存款提供了担保。

其次，许多欧洲银行都投资了次贷证券。瑞士联合银行和德意志银行等大型机构本身开展证券化业务，自然持有次贷证券。许多小银行只是想分一杯羹。毕竟，评级机构将许多次贷证券评定为AAA级，确认这些是风险极低的投资。根据三大评级机构之一标普的统计，在以往压力期间（如20世纪80年代的储贷危机、21世纪初的互联网泡沫），AAA级公司债券的违约率为0%。[\[17\]](#)此外，相对于同等评级的公司债券，评级为AAA级的次贷证券提供了溢价（尽管事后看来这一溢价水平相对风险而言太低了）。

由于与我们存在交易关系的银行、投行和经纪商的风险指标发生了变化，我们将高风险敞口调整为低风险敞口，同时转向持有更安全的资产。

2007年10月下旬，次贷证券的预期整体亏损开始增加，市场情绪开始恶化。10月19日，美股急剧下跌2.6%，因摩根大通减记20亿美元，美国银行也宣布盈利不及预期。

新闻和《桥水每日观察》

2007年10月24日

美林证券亏损，大幅减记

“经纪公司美林证券今日公布第一季度出现亏损，这是美林证券近6年来首次出现季度亏损。此前该公司增加减记29亿美元，总共减记79亿美元……亏损和减记的主要原因是次贷市场问题与债务担保证券价值减记。”

2007年10月25日

住房销售萎缩至8年低点

2007年10月25日

美国抵押贷款影响欧洲的新迹象

“周四，欧洲几个金融之都噩耗频传：德国调低经济增长预期；英国央行报告称，其金融市场依然容易受到美国住房抵押贷款危机的冲击。”

2007年10月27日

购房连续4个季度下滑

——彭博社

2007年10月30日

瑞银实际损失大于预期

2007年11月2日

纽约称评估师夸大房屋价值

很明显，次贷损失对银行的影响将会大于此前预期，但尚不清楚房地产市场的压力将如何冲击美国家庭，而家庭消费占美国GDP的很大一部分（约70%）。以下是我们当时的分析。

（桥水每日观察）10月30日：房价下跌，财富缩水

房地产市场疲软给美国经济带来了诸多影响，造成建筑总量下跌、住房相关消费降低、抵押贷款中用于非住房消费的现金减少、财富缩水等。如前所述，在高峰阶段，仅融资（以房屋为抵押进行借款，用于其他消费）的削减规模就占GDP的3%以上，而且可能很快出现负值（如果保持目前的消费增速，就需要以其他方式填补融资缺口）。住房建设年均下滑20%，造成实际经济增长率下降约1%.....房地产资产占GDP的比例最高达到167%，因此财富缩水将相当于GDP的50%。

危机对家庭的影响也体现在各类统计数据中：抵押贷款违约率上升、新房和现房销售减缓、零售销售增长放慢等。决策者意识到形势将会恶化：如我们此前讨论的，采用浮动利率抵押贷款的借款人中，约有200万人的初始优惠利率会在2008年到期，届时其利息成本将会上涨。财政部长保尔森宣布了各种措施，帮助修改抵押贷款条款，延长受困借款人享受初始利率的时间，但没有使用纳税人的钱来支持这一计划，因此限制了计划的潜在影响。

同时，通过审查银行的资产负债表数据，我们完成了桥水的初步损失估算和压力测试，结果令人瞠目。于是我们在11月21日发布了一份“特别报道”，摘录于此。

桥水特别报道：

可以遏制的问题与无法遏制的问题

- 一些信贷问题已经显现，另一些则尚未显现。

- 我们认为已经显现的信贷问题（次贷/结构性投资工具问题）将会蔓延（具有扩散性），但这些问题将是可遏制的（在可管理范围之内，不会导致经济崩溃，但会造成经济增速放缓）。因为这部分信贷的规模是可控的，所有权是分散的。由于当前全球流动性充足，投资者从不良证券买家那里获得这些仓位的需求较大。与解决以往金融危机一样，应对本轮危机当然也需要央行、财政部、立法者和金融机构的明智决策与相互协调。我们预期，各方特别是央行和财政部将会进行有效管理与协调决策，因为我们非常相信决策者具备卓越的能力，也比较明确应该采取何种行动。

。我们也“相信”，潜在的信贷问题要比显现的问题更大，也更危险。造成这些潜在信贷问题的原因如下：（1）大量流动性寻求投资标的；（2）为了追求高回报，越来越多的投资者忽视风险，进行结构化、杠杆化、非流动性或其他高风险投资；（3）与次贷和其他信贷紧缩问题一样，我们和其他人（包括政府监管机构）都没有充分认识到这些风险，因此很难确定问题所在，既不知道问题单独出现时会如何发展，也无法判断在形势紧张时不同问题会如何互相影响。但我们可以确定，这些风险敞口呈指数级增长，规模巨大，其基础策略不够谨慎，有些甚至看似荒谬。我们也相信，这些问题一旦显现，将会很难解决……

。虽然我们认为“潜在问题”不会很快显现，但我们也希望尽量消除或减小相关风险敞口，做好充分的保护措施，避免信贷和流动性利差扩大、股价下跌、套利交易撤销、波动性增加和交易对手状况恶化等造成的不利影响。

。估算所有实体的信贷紧缩相关风险之后，我们认为，截至目前，全球按市值计算的亏损达到**4200亿美元**，约占全球**GDP的1%……**根据我们的估算，各实体的潜在亏损将远远大于现有亏损，因此我们预计减记规模将会增大。

新闻和《桥水每日观察》

2007年11月3日

花旗首席执行官将因亏损离职

2007年11月3日

汽车行业贡献减少，消费受损

2007年11月3日

新问题出现苗头，美林证券股价大跌

“美林证券在没有常任首席执行官的情况下继续运营，其股价昨日大幅下跌，因为高风险信贷可能迫使该公司扩大减记规模。”

2007年11月6日

债券买家失去信心

“投资者表示，他们最担心的是住房抵押贷款领域加快减记和信

贷加速降级，但他们也开始质疑商业抵押贷款和消费者债务等相关领域的债券价值。”

2007年11月7日

通用汽车出现最大季度亏损

2007年11月8日

摩根士丹利受抵押贷款冲击

2007年11月10日

股市今日再度暴跌，本周股市形势严峻

2007年11月10日

三大银行出现问题，巴克莱股价因谣言走低

“昨日，美联银行、美国银行和摩根大通这三大银行同时发出警告，信贷市场将会继续面临亏损，而伦敦巴克莱银行否认有关其资产大幅减记的猜测。”

2007年11月20日

信贷新担忧推动股市下跌

2007年11月24日

房地产市场历史经验发出经济衰退警告

“美联储本周预测，在可预见的未来，美国不会出现经济衰退……如果美联储是正确的，经济确实不出现衰退，失业率几乎没有上升，那么美国将首次出现房地产市场大幅放缓并未伴随着经济衰退的情况。”

分析这些数据后，我们对已知问题和未知问题都极其担忧。虽然我们估算出银行潜在亏损（数额巨大），但最大的未知因素是亏损将会如何影响市场，特别是通过衍生品市场造成的影响。衍生品是一种金融合约，其价值是由资产标的、利率、指数甚至事件决定的。与股票或债券不同（二者主要为支出或投资筹集资金），衍生品主要用于风险对冲和利用价格变化投机。衍生品的买卖基于私人合同，不经过交易所，也不受监管。衍生品市场的规模巨大，也极不透明，因此无法了解风险所在，也不能确定银行和非银行贷款人的损失将会如何蔓延。

具体而言，在危机前的30年中，场外衍生品合约（即在受监管的交易所之外的交易合约）市场发展壮大。2000年12月，国会明确指出，只要这些场外合约的当事人是“成熟的机构”，就无须按照期货或证券的标准对其进行监管。这样一来，场外衍生品基本上不受任何监管。[\[18\]](#)在此后的7年里，场外衍生品市场迅速发展。截至2008年6月，这些合同的名义价值为672.6万亿美元。

新闻和《桥水每日观察》

2007年12月3日

住房抵押贷款救助计划的效果可能有限

“行业分析师今日称，小布什政府的救助计划或只能帮助小部分借款人。该计划针对一些面临次贷违约风险的借款人，但可能只能帮助在房地产泡沫最后两年内获得次贷的那部分人。”

2007年12月5日

金融机构遭次贷调查传唤

2007年12月11日

抵押贷款危机终结基金

“美国银行被迫关闭一只数十亿美元的高收益基金（为此类基金中规模最大的一只），因房地产危机愈演愈烈，投资亏损进一步扩大，大型投资者撤回数十亿美元资产。”

2007年12月11日

美联储降息25个基点，股价跳水

2007年12月12日

以美联储为首的各国央行加强银行体系

“周二，美联储仅小幅降息，令投资者感到失望。北美和欧洲各国央行周三均宣布为银行系统注资，注资总量是2001年‘9·11’恐怖袭击事件以来最大的一次。”

2007年12月13日

减记有增无减，三大银行解困无望

2007年12月14日

全球现金注资并未提振投资者信心

2007年12月19日

欧洲央行注资5 000亿美元

2007年12月19日

美联储转而批准计划，遏制风险贷款

“美联储周二提出一系列措施，限制向信用度较低的借款人提供奇异抵押贷款和高成本贷款。美联储承认，住房抵押贷款机构曾向几乎没有偿付能力的借款人大力推销欺骗性贷款。”

2007年12月21日

大型债券保险公司发现分层不能缓冲风险

“周四，美国城市债券保险公司（全美最大的金融风险保险公司）的股价下跌26%，因该公司披露承保了数十亿美元的复杂债务。今夏，这些债务曾造成信贷市场震荡。此前一天，标普下调了另一家债券保险公司的评级，并对包括美国城市债券保险公司在内的4家公司给予负面展望。”

信用违约互换是在金融危机中起到主要作用的关键衍生品，它的作用类似保险。当发行人出售信用违约互换时，他们承诺买方免受特定产品违约的影响（例如，抵押贷款支持证券违约造成的亏损），以此换取定期付款。信用违约互换允许抵押贷款支持证券（和其他资产）的购买方将违约风险转移给信用违约互换出售方。例如，美国国际集团出售了大量此类“保险”，但持有极少准备金。因此，一旦出现巨大亏损，它就没有能力完成支付。

如前所述，我向财政部和白宫讲述了这些担忧，但他们认为我描述的情况令人难以置信，因为他们从未遇到过类似的情况。一般而言，我不会对决策者妄加评论，因为他们的个性特征与其所在部门（如财政部、白宫、国会、证券交易委员会等）是两回事，但我必须得说，决策者做得更多的是亡羊补牢，而不是未雨绸缪。这是可以理解的，因为决策者与投资者不同，投资者必须与共识对赌，而且要赌赢，而决策者则

在政治体系内运作，他们必须达成普遍共识，直到各方都认为问题无法容忍时才会采取行动。因此，除非危机当头，否则决策者通常不会当机立断。

新闻和《桥水每日观察》

2007年12月22日

支持证券的大型基金计划取消

2007年12月24日

美林证券将获得**62亿美元**现金注资

——路透社

2007年12月28日

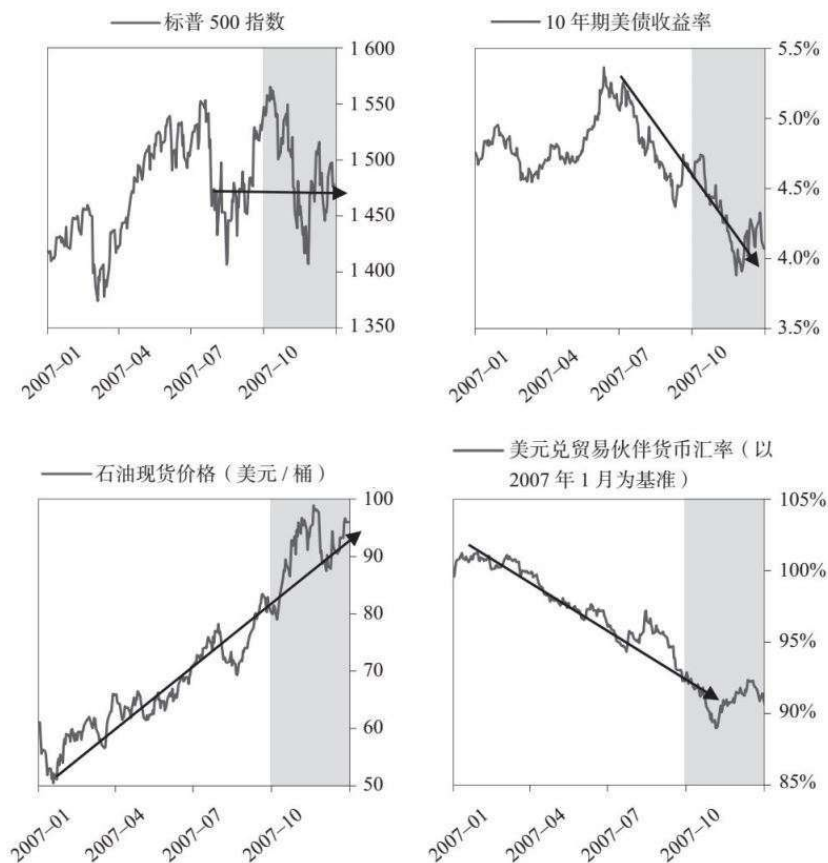
数据疲弱，股市暴跌

2007年12月31日

年底市场收低

“自2002年以来（上一次熊市结束），美债回报率首次超过标普500指数。标普500指数的回报率为5.5%（包括股息和利息支付在内），而一个跟踪政府支持债券的美林证券指数的回报率则为8.5%。”

在2007年结束之际，标普500指数从10月的峰值下跌了6%，但整个年度均处于正值区间。12月最大跌幅发生在美联储降息0.25%那天。尽管降息通常有助于股市，但此次降息低于0.5%的市场预期。债券收益率下跌幅度更大，从6月信贷危机前的5%左右跌至年底的4%左右。美元指数全年下跌8.6%。与此同时，油价大涨了55%，达到每桶96美元，仅略低于历史最高水平。



2008年：萧条阶段

2008年1—2月

2008年伊始，经济和市场开始出现裂缝。美国制造业、零售业和就业报告数据都相对较差。接着，花旗集团和美林证券不可避免地发布亏损公告，分别大幅减记222亿美元和141亿美元。安巴克金融集团和美国城市债券保险公司评级被降，这两家债券保险公司共同承保了价值约1万亿美元的债券，对次贷证券的风险敞口很大。亏损接二连三地出现，因为此前相关公司所持资产的市价下跌，而会计规则要求公司按市价计算，并将亏损列在损益表和资产负债表中。截至1月20日，标普500指数下跌约10%。如下方左图所示，全球股市形势更加糟糕，跌幅更大。

2008年1月2日

制造业报告发布，股市下跌

“制造业经济活动在12月意外萎缩，重新引发市场对即将到来的经济衰退的担忧。”

2008年1月4日

就业增长数据疲弱，股市走低

“12月，失业率升至5%，全美仅增加了1.8万个就业岗位，这是4年来最小的月度增幅。”

2008年1月15日

经济数据和银行危机引发股市暴跌

“花旗集团宣布季度亏损98亿美元……12月零售销售下滑，周二股市大幅下挫。”

2008年1月17日

经济前景严峻，道琼斯指数跌幅超过300点

“美国城市债券保险公司和安巴克金融集团的股价周四大跌，因信用评级公司表示，将会重新审查这两家公司的财务状况。”

2008年1月18日

小布什呼吁提供1 450亿美元的经济援助计划

“该计划旨在注入‘一剂兴奋剂，保持经济基本面的健康’，避免陷入经济衰退。”

2008年1月21日

担心美国经济衰退，全球股市暴跌

2008年1月22日

美联储降息0.75%，股市波动

“这是短期利率自1984年10月以来的最大降幅。”

2008年1月23日

美联储行动暂缓全球股市抛售

“全球金融市场恐慌情绪加剧，因美国经济可能出现衰退……美联储采取行动，暂缓了股市暴跌。”

2008年1月31日

刺激计划实施，美联储下调关键利率

“周三，美联储在8日内第二次下调短期利率……参议院推进一项1 610亿美元的退税计划，支持普通民众。”

目睹这一切后，美联储意识到必须采取行动。伯南克告诉联邦公开市场委员会，尽管美联储的工作并不是防止股市大幅下跌，但事态似乎“反映出人们越来越相信美国陷入了深度和持久的经济衰退”。^[19]他强调必须立即行动，指出“我们正面临一场广泛的危机。我们不能再拖延了，必须应对这一局面……努力控制事态发展。如果做不到，我们就会失去对整个局势的控制”。^[20]

1月22日，美联储召开紧急会议，将利率下调75个基点（即0.75%）至3.5%，理由是“经济前景减弱，增长下行风险增加”。一周后，美联储再次降息50个基点，理由是金融部门面临“相当大的压力”，“萎缩走势加剧”，“企业和家庭”出现信贷紧缩。两次降息构成了1987年以来短期利率的最大月度降幅。参议院还通过了一揽子经济刺激计划（约1 600亿美元），针对中低收入家庭实施退税政策，以刺激需求。



股市反弹，但美联储大幅降息未能挽回此前的跌幅，到2月底，股

市又回到了美联储干预之前的水平。信贷和经济状况继续恶化。宣布大规模减记的银行包括美国国际集团（110亿美元）、瑞士联合银行集团（140亿美元）和瑞士信贷（28亿美元）。服务业增长指标和消费者信心指数分别触及7年和16年低点。瑞士联合银行集团的一份公开报告估计，美国金融体系中抵押贷款支持证券的亏损总额可达6 000亿美元。

新闻和《桥水每日观察》

2008年2月5日

商业调查数据疲弱，道琼斯指数下跌**370**点

“商业调查结果发出了另一个强烈信号，显示美国可能处于经济衰退的早期阶段，美股周二暴跌。道琼斯工业平均指数收盘下跌370点……供应管理协会报告称，1月非制造业活力水平自2003年3月以来首次萎缩。”

2008年2月11日

白宫仍对经济持乐观态度

“白宫周一预测，经济将摆脱经济衰退，今年失业率将保持低位，但也承认经济增长已经大幅放缓……政府的官方预测称，今年经济增长率为2.7%，失业率维持在4.9%的低位。这一预测比华尔街的许多分析师要乐观得多。”

2008年2月16日

消费者信心下跌，股市走低

“消费者信心指数跌至16年低位，引发市场对零售支出的担忧，道琼斯工业平均指数和纳斯达克指数周五下跌……路透社/密歇根大学消费者信心指数2月降至与以往经济衰退时期类似的水平，造成市场恐慌。”

——路透社

2008年2月28日

美国国际集团减记损失达**50**亿美元

2008年2月29日

经济恐惧终结股市**4**天连涨

“周四股市下挫，因首次申请失业救济金人数上升，更多银行可能出现倒闭，引发投资者担心……美联储主席伯南克周四在国会听证会上表示，美国的大型银行可能会走出近期的信贷危机，但其他银行面临倒闭风险。自今夏以来，已有三家小型银行倒闭。”

——美联社

2008年3月6日

信贷和抵押贷款危机重压股市

“周四美股大幅下挫，因投资者再度担心银行贷款的可得性，也担心美联储可能无法控制信贷危机……2007年发布的一份报告称，房屋止赎率创下历史新高，信贷市场在报告发布当日开始陷入困境。”

2008年3月6日

抵押贷款违约率创新高

“贷款拖欠率或房屋止赎率跃升至7.9%，该数据在9月底为7.3%，在2006年12月为6.1%。自1979年开始这项调查以来，在第三季度之前，该数据从未超过7%。”

分析当时的事件后，我们认为有必要提醒我们的客户，这不是一般的经济衰退，而是去杠杆化/萧条式衰退，二者具有很不同的潜在力度和导致经济萎缩的关联因素。在1月31日的《桥水每日观察》中，我们写道：

（桥水每日观察）1月31日：这是真正的经济萧条，不只是一般的经济衰退

“衰退”一词常常被用来描述经济活动可能出现的萎缩，现在，所有的经济萎缩都被称为经济衰退。然而，用衰退来描述美国当前的经济形势具有误导性，人们会以为美国的现状仅是经济萎缩（历史上多次出现），而不是日本在20世纪90年代和美国在20世纪30年代出现的经济萧条（即去杠杆化）。

与大多数人的看法相反，“萧条”并不是严重“衰退”，两者的过程完全不同。“衰退”是实际GDP出现萎缩，随央行收紧货币政策（以应对通胀）而产生，随央行放宽货币政策而终结，可以通过调整利率

进行妥善管控。“萧条”是金融去杠杆化导致的经济萎缩。金融去杠杆化导致投资者抛售资产（如股票和房地产），资产价格和股价双双下跌，迫使投资人抛售更多资产，导致信贷紧缩，经济活动萎缩，现金流恶化，投资者抛售更多资产，从而形成恶性循环。换句话说，金融去杠杆化引发金融危机，进而导致经济危机。

新闻和《桥水每日观察》

2008年3月7日

衰退恐慌再次出现，股市下跌

“就业报告不佳，市场担心美国或已陷入经济衰退，美股周五下挫。

“美国劳工部报告称，美国工作岗位2月减少了6.3万个，这一意外下降释放不祥信号，道琼斯工业指数开盘下跌。”

2008年3月10日

事态失控

“如您所知，我们一直隐隐担忧，交易对手的杠杆仓位日积月累，造成金融陷阱。随着金融市场创出新低，新问题不断涌现。

“越来越多的金融机构不能及时追加保证金，这一情况开始影响与其有业务关系的交易商。由于贝尔斯登面临流动性问题的传言飞扬，周一金融股受挫。虽然我们对谣言没有任何看法，但大量主要金融机构（桑恩伯格房贷公司、凯雷资本）不能追加保证金，可能会给许多交易商带来麻烦。各类交易商的交易对手风险呈指数级增长，必将导致一损俱损的结局。

“贝尔斯登已经进入失衡状态，因为公司无法在当前市场价格下维持业务。贝尔斯登的事态或将大幅改善，或将严重恶化。根据我们的经验，如果融资成本接近贝尔斯登目前的水平，那么经纪商和交易商将无法承受。”

——《桥水每日观察》

2008年3月11日

美联储计划向银行提供2 000亿美元贷款

“为了缓解信贷市场的压力，美联储周二宣布了一项2 000亿美

元的计划，允许包括美国主要投行在内的金融机构将其风险最大的投资作为抵押品，借入超安全的美国国债。”

2008年3月11日

道琼斯指数攀升416.66点，创5年多来最大涨幅

“美联储向陷入困境的银行系统注入了一剂强心针，美股周二创下5年多来的最大涨幅，道琼斯工业平均指数上涨了400点。”

2008年3月11日

流动性增加（好事），但会计规则未变（坏事）

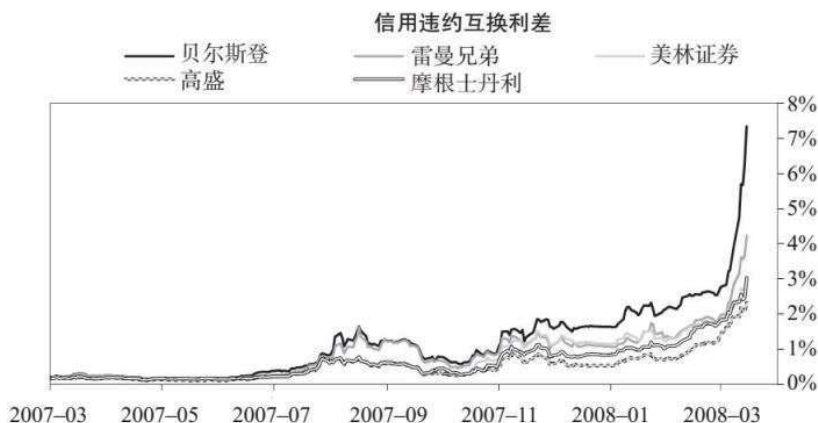
“为了防止金融雪崩/去杠杆化失控，我们认为决策者必须采取三项措施：（1）为财务紧张的金融中介提供流动性；（2）改变会计规则，延长亏损减记期限，防止企业破产，避免资产负债表严重收缩；（3）明确表示这些措施将会维持金融体系的有效运作，以此提振市场信心。美联储正在尽自己的努力，财政部、国会和会计监管机构尚未采取适当行动。”

——《桥水每日观察》

2008年3月：救助贝尔斯登

3月的头10天，股市下挫约4.5%（金融股亏损幅度大得多），因数起违约事件引发广泛关注，包括凯雷资本（资产管理规模220亿美元）和总部位于伦敦的基金公司Peloton Partners经营的两只基金（资产管理规模30亿美元）。此外，有消息称桑恩柏格房贷公司（资产管理规模360亿美元）未能及时追加保证金。这些机构的抵押贷款支持证券敞口巨大，贷款人越来越不愿意为其提供借款。

这些担忧很快蔓延至主要经纪公司，特别是那些持有大量抵押贷款支持证券的经纪公司，如贝尔斯登、雷曼兄弟和美林证券，导致其借款成本飙升。这些问题也蔓延至系统重要性金融机构，威胁到整个系统。即便如此，市场并没有广泛意识到这种危险。在3月10日的《桥水每日观察》中，我们指出，形势正在迅速“失控”，“根据我们的经验判断，如果融资成本接近贝尔斯登目前的水平，那么经纪人/交易商是无法承受的”。



在主要投行中，贝尔斯登面临的压力最大。尽管其规模最小，但公司一旦破产，市场就会抛售其价值4 000亿美元的证券。此外，贝尔斯登有近400家子公司，与几乎所有主要金融公司都有业务关系，拥有5 000个交易对手和75万个开放性衍生品合约。正如伯南克在其回忆录中所述，“规模大小不是问题所在，贝尔斯登很大，但与最大的商业银行相比，就相形见绌了”。^[21]贝尔斯登不是“大而不倒”，而是“联而不倒”。伯南克最担心的是，贝尔斯登破产可能引发三方回购市场崩溃，该市场是金融机构的一个重要信贷渠道，其市场规模为2.8万亿美元。因此，一旦发生这样的事件，将给金融市场带来“灾难性后果，随着信贷冻结和资产价格暴跌，整个经济都会万劫不复”。

传统上，一旦金融机构开始出现承压迹象，就可能面临“挤兑”。挤兑造成流动性流失，几天时间的加速挤兑就会导致金融机构倒闭。这是因为这些机构依靠短期借款（通常是隔夜借款）来持有较长期的非流动性资产。问题刚一出现，短期贷款人自然就会停止放贷以避免损失。没有人愿意受到承压金融机构的拖累。随着越来越多的市场参与者撤回资金，就会产生流动性危机，导致机构破产。这就是上图以利差显示的金融机构受压程度。财政部和美联储仅有几天的时间做出回应。

大型金融机构破产事件曾多次出现。正如我在本书前文所述，如果债务以本币计价，并且决策者拥有危机管理经验和权限，则可以妥善应对问题，把溢出效应和经济创伤最小化（虽然难免遭受一些痛苦）。我们会反复回归这一主题。

由于如此大规模的债务危机人一生只会遇到一次，2008年，美国的决策团队尽可能地了解有效的应对措施。我想再次强调，经济领导团队的素质极为重要。财政部长汉克·保尔森在高盛拥有超过30年的金融市场经验，担任了8年的首席执行官，因此他对金融机构和市场的运作方式非常精通，也练就了强有力的领导风格，可以在压力下做出艰难决策。美联储主席伯南克是当时最杰出的经济学家之一，也属于世界上研究大萧条的顶尖专家，这些杰出才能无疑为他提供了极其重要的分析视角。美联储纽约银行主席蒂姆·盖特纳在经济政策方面拥有近20年的经验，在美国财政部和IMF等机构担任重要职务，参与过金融危机的处理工作。他在监管银行巨头和落实货币政策方面起到主导作用。

盖特纳、保尔森和伯南克告诉我，他们非常幸运能有一支相互信任、技能互补的团队，大家一致认为各方应该尽其所能，防止系统重要性机构倒闭。换句话说，他们在必须完成的重要工作上看法一致，而且善于协调合作，竭尽全力地完成任务。我目睹了这一切，明白我们有多幸运。如果没有这样的精诚合作和聪明才智，我们将会遭受需要几十年时间才能走出的深重灾难。

盖特纳、保尔森和伯南克所面临的最大问题是，在采取必要措施时，他们缺少部分法律授权。例如，根据法律，财政部只能将资金用于国会指定的项目。传统银行（如吸纳零售存款的银行）的破产处理规则较为明确，主要由联邦存款保险公司处理，但财政部、美联储或任何其他监管机构均无权注资给濒临破产的投行。此时，要想挽救一家投行，就得找到一个愿意承担风险的私营部门买家。事实证明，这种限制造成了严重后果。

新闻和《桥水每日观察》

2008年3月14日

摩根大通和美联储将向贝尔斯登提供救助

“在美联储纽约银行的支持下，摩根大通表示……已经同意在必要时向贝尔斯登提供担保融资，最初期限为28天。”

2008年3月14日

银行陷入困境，股价暴跌

“陷入困境的投行贝尔斯登获得紧急救助，市场对脆弱信贷市场

的信心受挫，周五股市大幅下挫。

“.....当天早些时候，美联储发表声明称将‘继续提供必要的流动性’，以保持金融体系的运转，但这一承诺似乎没有给投资者带来什么安慰。

“.....在救助消息传出前几日，贝尔斯登一直坚称财务状况良好，但该公司首席执行官表示，自周四以来，该银行的流动性已‘大幅恶化’。”

2008年3月14日

以贝尔斯登目前的发展为参考.....

“贝尔斯登和其他美国投资公司的事态发展可以被视为当日新闻，也可以被视为去杠杆化过程的最新表现。如果我们把它仅当作新闻，就无法为未来做好准备。因此，在讨论今天贝尔斯登和其他投资公司的局势之前，我们想提醒一下投资公司的整体处境。”

——《桥水每日观察》

2008年3月17日

美联储采取行动，拯救金融市场

“美联储周日批准了300亿美元的信贷额度，用于收购贝尔斯登，并宣布为华尔街一些主要投资公司提供开放式贷款计划。”

2008年3月18日

美联储降息，盈利较好，道琼斯指数大涨**420点**

“周二，美股创下5年来的最大涨幅，因为投资者认为美联储有望最终控制信贷危机，金融股大幅飙升。道琼斯工业平均指数上涨420点。”

在应对危机的过程中，决策者需要获得紧急授权，而缺乏这一灵活性是决策者通常面临的一个挑战。现有的体制旨在确保金融系统在正常时期的稳定运行，往往难以应对必须当机立断采取行动的危机。

财政部和美联储在贝尔斯登问题上就遇到了这一挑战。美联储找出了2007年年底草拟的计划，行使其第13条第3节权力（这一权力自大萧

条以来从未被使用过），以此应对伯南克后来称之为“自我强化的流动性（下行）走势”。[22]美联储宣布了一项2 000亿美元的新计划，名为定期证券借贷工具，允许包括大型经纪公司在内的金融机构借入现金或国债，而抵押品是高风险资产，包括非政府抵押贷款支持证券。市场对流动性注入反应热烈，美股创下5年内最大单日涨幅（约4%）。

定期证券借贷工具推出之后，贝尔斯登仍然面临挤兑。由于客户迅速撤资，在短短4天时间内（3月10—14日），贝尔斯登的现金缓冲就下降了180亿美元。听到流动性撤出的消息后，财政部长保尔森担心贝尔斯登可能会在24小时内破产。[23]这是因为贝尔斯登一直在发放长达60天的贷款，同时继续几乎完全依赖隔夜资金。3月14日（周四），保尔森的担忧变成了现实。在向贝尔斯登提供隔夜贷款时，回购市场中的贷款人甚至拒绝接受美债作为抵押品。

伯南克、盖特纳和其他美联储官员一致同意，即使美联储再提供一笔贷款，也救不了贝尔斯登。他们需要找到一个投资者，筹集更多资本，填补所有亏损造成的资金缺口。此时，财政部无权充当这个投资者，最好的选择是从私营部门找到一个更健康的机构收购贝尔斯登。为了争取时间，美联储和摩根大通于3月13日承诺，“在必要时，延长给贝尔斯登担保资金的期限，最初期限为28天”。

摩根大通最适合收购贝尔斯登。作为当时美国的第三大银行控股公司，摩根大通是贝尔斯登的清算银行，也是贝尔斯登及其回购贷款人之间的中间商。因此，与其他潜在买家相比，摩根大通对贝尔斯登的持仓情况熟悉得多。在周日亚洲市场开盘之前，只有这家公司才能可靠地审查贝尔斯登的资产，并且提出报价，其中的重要一环是保证贝尔斯登的交易账户，但如果这意味着必须接管贝尔斯登350亿美元的抵押贷款组合，摩根大通就不愿意接手。为推动这一交易，美联储承诺向摩根大通提供300亿美元的无追索权贷款，用于收购贝尔斯登（收购价为每股2美元，而峰值为每股173美元）。这笔贷款由贝尔斯登的抵押贷款池担保，所以，抵押贷款投资组合的未来亏损将由美联储承担，也就是最终由纳税人买单。他们还创建了一个新的贷款工具，20家投行/经纪公司可以使用抵押贷款支持证券作为抵押品，借入无限量的资金。

新闻和《桥水每日观察》

2008年3月17日

我们认为美联储做得非常出色……

“我们认为美联储做得很好。换作我们，也会这样做，因为任何其他方案都会带来无法容忍的结果。当然，我们担心道德风险问题，而且相信美联储也担心，但决策者必须在一定的时间窗口内采取行动。我们认为，他们的时间窗口是在金融中介机构几乎耗尽资本之时和信贷问题蔓延至其他机构之前，现在的事态已经非常接近后者（政策行动也许有点儿太晚了）。

“我们认为美联储采取了恰当的行动，但这并不意味着我们相信事态必将好转。因为美联储独木难支（如您所知，我们认为会计规则需要变更，而这是其他机构的职权范围）。

“此外，美联储必须采取可能令人震惊的政策行动。目前，好事是各监管机构已经意识到问题的严重性。问题是它们能否迅速行动。如上所述，金融雪崩可以预防，但无法逆转。”

——《桥水每日观察》

2008年3月23日

美联储伸出援手，股市飙升

“本周，美联储大幅干预金融市场，美股剧烈波动。”

2008年3月27日

经济数据使市场情绪再度悲观，美股回落

“美股周三回落，因2月耐用品订单减少，增加了股市对经济的悲观情绪。道琼斯工业平均指数下跌近110点……投资者对上个月耐用品订单1.7%的跌幅感到失望（耐用品包括冰箱、汽车和电脑等昂贵产品）。1月的耐用品订单下降了5.3%。”

——美联社

2008年4月1日

金融危机有望缓解，股市飙升

“仅在第一季度，瑞士联合银行减记190亿美元，德意志银行减记将近40亿美元。尽管数据不甚乐观，但投资者似乎希望这一坏消息标志着华尔街次贷危机的终结。”

2008年4月2日

未来将爆出更多贷款损失

“金融机构因投资新的金融工具而出现亏损（许多工具在以往金融危机中尚不存在）。一方面，新工具造成的银行亏损成为市场焦点，很多亏损已经反映在市场定价中；另一方面，传统工具（即不良贷款）造成的亏损也濒临危机边缘。”

——《桥水每日观察》

周二，美联储再次降息75个基点（政策利率降至2.25%）。救市行动和积极注资达到了预期效果。股市上涨，当月收平。后来的事实证明，使用纳税人的钱来救助贝尔斯登是一个有争议的决定，但正如我们当时在《桥水每日观察》中指出的那样，如果不这样做，“金融体系就会走上不归路（风险溢价和流动性溢价将会飙升，并自我强化）”。

市场虽然反弹，但是保尔森、伯南克和盖特纳依然忧心忡忡。如果找不到买家，就不能避免投行在恐慌情绪下倒闭。他们立即开始担心雷曼兄弟。[\[24\]](#)

保尔森和伯南克找到众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克，表示非常担心雷曼兄弟，需要获得紧急授权，缓解投行濒临倒闭的恐慌情绪。弗兰克表示，除非他们拿出令人信服的理由，证明雷曼兄弟即将倒闭，进而损害美国经济，否则国会无法给予授权。保尔森、盖特纳与雷曼兄弟首席执行官保持着频繁的沟通，试图说服他出售银行，或者由战略基石投资者筹集股本，但这些努力未能奏效。[\[25\]](#)

4月下旬，保尔森以贝尔斯登倒闭为名召开会议，参会人员包括参议员克里斯·多德和理查德·谢尔比（参议院银行委员会的现任和上任主席）、丹尼尔·马德（房利美首席执行官）和理查德·赛伦（房地美首席执行官）。[\[26\]](#)这次会议促使参议院开始讨论政府支持企业改革法案。法案于2007年5月获众议院通过，但在参议院搁浅。

新闻和《桥水每日观察》

2008年4月3日

实体经济仍然疲弱

“最近几周，虽然金融市场已经从低点反弹，但实体经济依然疲软（接近零增长），下行压力仍在累积。就业、生产、需求和投资

数据均较为疲弱，并不断走低。”

——《桥水每日观察》

2008年4月4日

就业岗位减少8万个，失业率上升

“制造业和建筑业的急剧下滑导致就业岗位减少，创5年来最大跌幅。”

2008年4月15日

石油和食品价格上涨引发通胀担忧

“美国劳工部周二表示，一项美国生产商支付价格指数在3月上漲了1.1%，从2月的0.3%大幅上漲。”

2008年4月17日

追踪经济对刺激政策的反应

“到目前为止，美联储的经济刺激举措阻止了金融体系全面崩溃，但并未改善实体经济形势。”

——《桥水每日观察》

2008年4月25日

投资者摆脱经济忧虑，股市大多上漲

“市场克服了对消费者信心和通胀率的担忧，美股周五温和上漲，结束了两周连漲。”

——美联社

2008年4月30日

美联储降息25个基点，并表示会暂停

“周三，美联储7个月来第七次下调短期利率，暗示可能会暂停任何新的降息行动。”

2008年4月30日

美联储周三降息，市场预期这是本宽松周期中的最后一次降息操作

2008年5月1日

政府救助贝尔斯登，市场反弹

“救助贝尔斯登相当于进行汇率干预，可以暂时逆转市场走势，但无法改变造成问题的根本状况。”

——《桥水每日观察》

2008年4—5月：救市后的一波涨势

受救助贝尔斯登和大规模宽松政策提振，股市上涨，债券收益率在4月和5月的大部分时间内都见回升。市场越来越相信，美联储会在事态恶化的情况下采取一切必要措施。一些重要决策者表现出谨慎乐观的态度，财政部长保尔森指出，美国经济开始反弹，“预计年底前经济增长速度将加快”。[27]下图显示了当时主要市场的走势。读者可以思考一下自己此时会做出怎样的投资决策。

美国资产



通过借款实现的“资产负债表扩张”（即增加贷款和资产购买）开始放缓，因此经济形势继续走弱，表现为经济数据低于预期。失业率不断攀升，消费者信心持续下降，借款增速继续减缓，住房违约率和止赎率不断上升，制造业和服务业活动继续萎缩。同时，金融机构宣布了新一轮减记数额：瑞士联合银行为190亿美元，德意志银行为40亿美元，美国城市债券保险公司为24亿美元，美国国际集团为78亿美元。反思美联储救市之后几个月的市场走势，我们认为，这些行动相当于“汇率干预，可以暂时逆转市场走势，但无法改变造成问题的根本状况”。

同时，油价继续攀升（5月底达到每桶130美元），美元继续下跌。这些走势加剧了美联储的两难困境：一方面，美联储需要保持货币宽松政策，避免经济萎缩和金融环境进一步恶化；另一方面，他们需要应对价格稳定性的担忧。美联储4月会议纪要反映了这一点，委员会承认“在

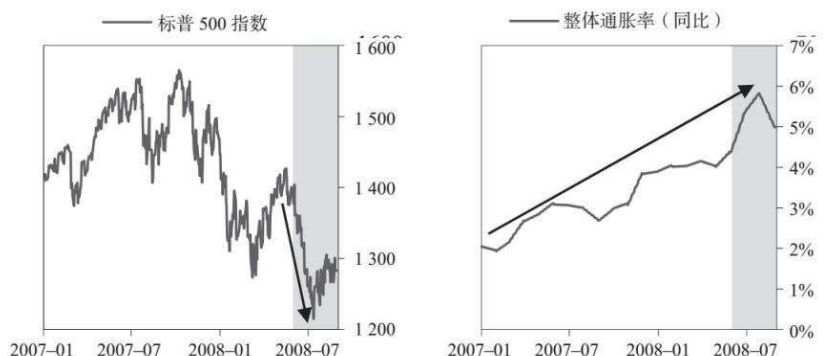
当前情况下，难以把握适当的政策立场”。两名成员甚至表达了“对通胀前景的实质性担忧”，并警告说“再次调低基金利率……长远来看可能是代价高昂的”。

应该指出的是，利率调整和流动性管理会影响整体经济，利用这些政策来处理某些部门的债务问题效率很低。宏观审慎政策更为合适（事实上，宏观审慎政策在很早以前就已适用，例如，可以用来控制2007年开始出现的泡沫）。直到很久以后，政府才在紧急时刻采用了宏观审慎政策。

总体而言，市场对金融体系重现乐观，但对价格稳定性日益担忧，这些因素使市场预期美联储4月底的降息是宽松政策周期的结束。

2008年夏：滞胀

6月，标普500指数下跌9%，原因是油价飙升导致通胀率大幅上扬，同时金融业再次出现信贷问题，经济数据不佳。



就信贷问题而言，月初，标普下调了雷曼兄弟、美林证券和摩根士丹利的信用评级，表示已对这些银行偿还金融债务的能力失去信心。接着，有传言称雷曼兄弟向美联储寻求紧急资金。穆迪发布消息，美国城市债券保险公司和安巴克金融集团（两家全美最大的债券保险公司）可能会失去AAA评级（这将严重损害它们提供新保险的能力）。月底，穆迪下调了这两家保险公司的评级，并对雷曼兄弟进行信贷审查，而房屋止赎率和抵押贷款拖欠率（造成压力的根本性因素）继续加速上升。

2008年5月2日

美联储采取措施，缓解信贷市场压力

“美联储表示正在加大其定期拍卖工具所提供的金额……从500亿美元增至750亿美元。”

——路透社

2008年5月9日

美国国际集团因不良投资亏损78亿美元

“该公司的首席执行官马丁·J.沙利文承认，公司大大低估了问题的严重程度。”

2008年5月21日

美联储面临艰难选择

“央行的一个职责是维持一定水平的经济增长率和通胀率，而当两者发出不同的信号时，就会给央行和大多数投资者带来麻烦……最近的市场走势和美联储的言论表明，人们越发担心经济增长率与通胀率逆向而行。”

——《桥水每日观察》

2008年6月2日

现实事件开始影响金融事件

“最近几周，市场行情因投资者信心增加而有所好转，然而，这种乐观缺乏充足的现实基础。周一，标普宣布下调摩根士丹利、美林证券和雷曼兄弟的长期债务评级，带来新一轮现实冲击。”

——《桥水每日观察》

2008年6月3日

三家银行降级，信贷担忧再现

“雷曼兄弟、美林证券和摩根士丹利股价下挫，因主要评级机构标普下调这三家银行的评级，表示已对银行偿还金融债务的能力失去信心。”

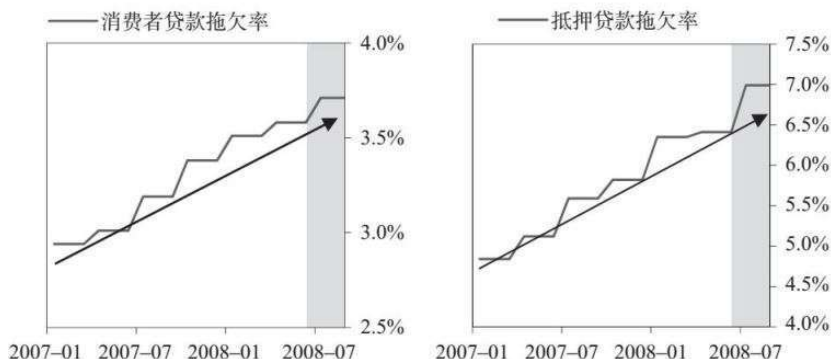
2008年6月4日

信贷冲突，道琼斯指数下跌100点

“有报道称雷曼兄弟计划筹资40亿美元，而此后传言变为该投行已向美联储寻求借款，造成美股在下午早些时候下挫。”

——美联社

我们考察了这些机构的资产负债表，评估它们必须公布的亏损，并推算亏损造成的资本减少对其贷款和资产出售的影响，最后得出的明确结论是：这些机构的问题极为严重，会带来巨大的连锁反应。简单来说，这些机构需要追加保证金，因此必须筹集资金，或者出售资产并签订贷款合同，这对市场和经济都是不利的。



由于信贷紧缩，失业率飙升至5.6%（20年来最大单月涨幅），制造业活动连续4个月下降，消费者信心指数创16年新低。与此同时，居民消费价格指数显示，5月总体通胀率上升至4.4%，为6个月以来的最大涨幅。经济增长不佳，通胀预期上升，这些因素加剧了市场对滞胀的担忧。

此时的问题是該不该降息。事态复杂，答案并不明朗。整整一个月，决策者反复暗示对经济增长与物价稳定的担忧。伯南克称油价上涨不受欢迎，保尔森强调油价将成为经济发展的“真正阻力”。伯南克重申，美联储将“仔细监控”美元汇率对通胀率和通胀预期的影响，而保尔森甚至暗示他“绝不会排除干预措施”。[\[28\]](#)

由于通胀压力增大，美联储的工作重点不再是防止债务和经济风险影响经济增长，而转为确保物价稳定。早在6月4日，伯南克就指出，由

于对通胀率的担忧，美联储不太可能进一步降息，并表示目前的政策利率足以促进经济适度增长。[\[29\]](#)几天后，伯南克发表讲话称，大宗商品价格上涨和美元贬值对稳定长期通胀率构成了挑战。最后，6月25日，美联储宣布维持利率不变，并指出“虽然经济增长的下行风险仍然存在，但似乎有所减弱，通胀率和通胀预期的上行风险也有所增加”。令人无奈。请参见下图。

新闻和《桥水每日观察》

2008年6月3日

美国制造业下滑，通胀指数飙升

“5月，美国制造业连续4个月下滑，而通胀率飙升至4年来的最高水平，加剧了对滞胀的担忧。”

——路透社

2008年6月4日

美联储主席表示，因担忧通胀而终结降息

“美联储主席伯南克周二表示，由于担心通胀风险，不太可能进一步降息。”

——美联社

2008年6月5日

穆迪或将下调美国城市债券保险公司和安巴克金融集团评级

“穆迪投资者服务公司周三表示，有可能剥夺美国城市债券保险公司和安巴克金融集团债券保险业务的最高评级，此举可能削弱它们提供新保险的能力。”

——路透社

2008年6月7日

油价和失业率重挫股价

“周五，原油价格飙升至每桶138美元以上，上涨近每桶11美元，失业率上升超过预期，美股出现两个多月以来的最大跌幅。”

2008年6月9日

全球通胀预期转变

“最近几周，市场逐渐意识到各国央行的关注点从经济增长变为通胀率，短期利率受到重创。”

——《桥水每日观察》

2008年6月10日

保尔森不排除美元干预

“保尔森先生称……创纪录的油价对美国经济来说是个‘问题’。他补充道：‘这一因素极不受欢迎，会带来真正的负面影响。’”

——路透社



7月头两周，市场继续下滑，油价上涨，一系列金融机构的信用评级遭到下调，减记规模不断扩大，房屋数据不佳。金融股价进入自由落体状态。很明显，美联储并未阻止这一事态发展，即使采取大幅货币宽

松政策也无法解决信贷问题。抵押贷款危机及其下一个冲击对象也变得更加清晰。7月7日，雷曼兄弟发布的一份报告称，房利美和房地美需要高达750亿美元的资本注入才能保持偿付能力，两家抵押贷款巨头的股价随即遭受抛售强压。保尔森认为这一报告“引发了投资者的强烈恐慌”，报告发布后的一周内，房利美和房地美的股价均下跌约45%。[30]

7月中旬，市场反弹，因为油价大幅下跌（增加了美联储的宽松空间），决策者采取了一系列干预措施，增强市场对金融业的信心，最重要的是救助房利美和房地美。此外，美国证券交易委员会限制卖空19只金融股（包括房利美和房地美这两家抵押贷款机构），美联储延长了对投行和券商的紧急贷款计划。财政部和美联储宣布了一项新计划，根据该计划，如果房利美和房地美濒临破产，则可以使用公共资金（即获得救助）。

新闻和《桥水每日观察》

2008年6月11日

经济担忧变成通胀担忧

“投资者越发感觉，美联储已将注意力转移到对抗通胀上，暂时放下了对经济增长前景的担忧。”

2008年6月14日

穆迪正在审查雷曼兄弟的信贷状况

“穆迪投资者服务公司周五表示，已经对雷曼兄弟控股公司进行审查，可能下调雷曼评级，理由是该投行的总裁和首席财务官已经降职。”

——路透社

2008年6月15日

数据喜忧参半，通胀率为主要担忧

“周五，劳工部报告称，5月消费者价格指数年化上涨4.2%，是6个月以来的最快速度。”

2008年6月20日

穆迪下调保险公司评级

“穆迪投资者服务公司剥夺了安巴克金融集团和美国城市债券保险公司保险业务的AAA评级，理由是它们融资和开展新业务的能力受损。”

——路透社

2008年6月25日

消费者信心跌至16年低点

“周二公布的两份经济报告显示，6月消费者信心指数降至16年来的最低点，全美20个大都市地区的房屋价值下跌。”

2008年6月26日

美联储保持利率不变，股价小幅上涨

“美联储维持利率不变，并发布了一份喜忧参半的经济评估报告。美股全天波动，小幅收涨。”

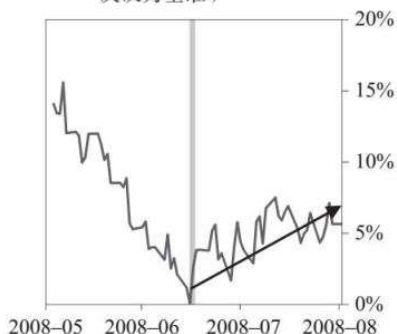
——美联社

2008年6月28日

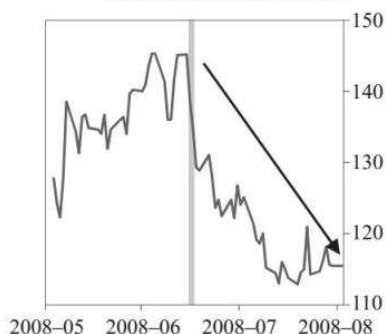
道琼斯指数几近熊市，油价创下新高

“道琼斯工业平均指数周五下跌145点，比2007年10月9日的高点下跌20%，几近熊市区间……油价再次大幅上涨，在前一天上涨每桶5美元后，周五下午涨至每桶142美元以上，投资者信心受挫，道琼斯指数下午2点下跌1.1% 至11 327点。”

——标普 500 指数（以美联储宣布
决议为基准）



——现货原油价格（美元 / 桶）



接管房利美和房地美

在所有干预措施中，承诺使用公共资金支持房利美和房地美是最前所未有的操作。房利美和房地美是两家政府支持企业，分别于1938年和1970年由国会成立，其中房利美属于大萧条后的罗斯福新政的成果之一。房利美和房地产的成立是为了稳定美国抵押贷款市场，促进经济适用房的发展。为实现这一目标，房利美和房地美的主要业务是从经批准的私营贷款方购买抵押贷款，再将大量贷款打包，保证按期还款，然后卖给投资者。

乍一看，这一安排可以惠及各方。私营贷款人有现成的买家，可以尽量多地发放抵押贷款。房利美和房地美购买了高风险抵押贷款，将其变为安全资产，从中大量获利（低买高卖）。银行和其他投资者很乐意有更多的安全资产投资，获取略高于同期国债的收益。家庭则享受较低的借款利率。

当然，所有这一切都基于政府提供隐形担保，从而支持房利美和房地美。只有得到这一保证，市场才会认为政府支持企业发行的证券与国债一样安全，借款利率极低。有时，这些企业债券与美债的利差基本上为0%。

新闻和《桥水每日观察》

2008年6月30日

市场正在收紧，而经济正在恶化，金融业处于自由落体状态

“在救助贝尔斯登的三个月里，经济和市场形势出现了一系列不可持续而自我挫败的变化。虽然退税及一些不可持续的其他资金来源已经稳定了支出和经济，但直接影响经济的市场价格统统起到制约作用。金融股的反弹最初给金融市场带来了乐观情绪，但这一势头已经基本消失。相反，实体经济的信贷状况不断恶化，进而反馈到金融体系，造成大量金融机构的股价出现自由落体式下跌，其杠杆化的市值急剧缩水。由于这些市值的杠杆率（资产除以市值）过高，即使资产价值小幅下降，也会造成股权价值大量蒸发，这是经典的过度杠杆化死亡螺旋。未来将会出现更大的亏损，却没有足够健康的金融机构来收购濒临倒闭的银行。而且，主权财富基金对大

量银行股权失去了兴趣。银行面临资本不足，需要清算日益庞大的资产组合，这将进一步限制实体经济的信贷增长。此外，在金融业濒临崩溃的同时，市场价格对经济增长构成制约。”

——《桥水每日观察》

2008年7月6日

股市下跌，油价攀升。似曾相识？

“油价上涨，股市下跌，这一模式已经重复数周。”

2008年7月10日

贷款问题棘手，股价大跌

“房地美成为标普500指数中表现最差的股票，其股价下跌23.8%。”

2008年7月15日

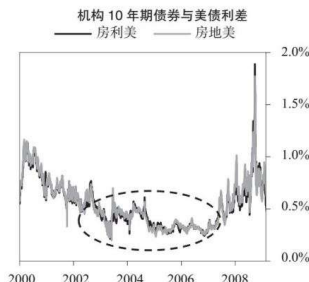
救助计划带来早盘走高，但随即回落

“美国财政部长保尔森和美联储主席伯南克采取行动。上周，房利美和房地美的股票遭受了巨大的抛售压力。”

2008年7月16日

证监会推出限制卖空的措施

“为应对金融业动荡的压力，美国证券交易委员会周二宣布采取紧急措施，限制一些针对房利美、房地美和华尔街银行的卖空行为。”



虽然政府支持企业没有正式得到法律担保，政府官员多年来也一直

否认会提供任何保证，但私营市场认为，政府绝不会让这些企业破产，因为这会给房主等各方造成太大损失，可市场不能100%地肯定，因为财政部不会做出这样的保证。我还记得在与一家中国机构负责人共同出席的晚宴上，这位负责人说，他们的机构持有大量政府支持企业发行的债券，并因此表示担忧。我特别佩服中国债权人思考这一问题的逻辑性和周密性。具有讽刺意味的是，政府支持企业越大，就越“具有系统重要性”，因此在必要时，它们几乎肯定能得到政府救助，变得更安全，实现进一步增长。

虽然房利美和房地美的主要收入来源本应是为抵押贷款提供保险，但到2007年，它们大约2/3的利润来自持有高风险抵押贷款支持证券。这些风险敞口因监管不严出现了问题，而且情况越发糟糕。按照国会的要求，房利美和房地美的准备金率仅为其表外债务的0.45%和投资组合资产的2.5%，这意味着这两家公司的资本严重不足，即使与同等规模的商业银行相比也是如此（这些银行的资本金也严重不足，小规模亏损就足以造成破产）。保尔森看到了这一点，并公开称之为“等待爆发的灾难……是问题泛滥的极端例子……杠杆率太高、监管太松的结果”。[31]

到2007年，这两家抵押贷款保险公司的规模比贝尔斯登大20倍，持有或担保了5万亿美元的住房抵押贷款和抵押贷款支持证券，约占美国发行总量的一半。为此类业务提供资金也使房利美和房地美成为全球最大的债务发行机构，未偿债务总额达1.7万亿美元，其中约20%由国际投资者持有。它们也是短期贷款市场的大型参与者，每周借款经常高达200亿美元。不难看出，这是一场等待爆发的灾难，唯一的问题是政府届时将会采取什么应对措施。

采取控制房利美和房地美局势的措施具有政治挑战性。萨默斯最近向我描述了他在20世纪90年代与它们打交道时遇到的挑战。

新闻和《桥水每日观察》

2008年7月19日

房地美进一步筹集资金

“周五，陷入困境的两家抵押贷款金融巨头继续挽回投资者的信心，因为两家公司中规模较小的房地美在筹集资金方面迈出了关键一步。

“经过一周多的大幅波动后，房地美的股价再次大幅上涨，因公

司在美国证券交易委员会注册，并再次承诺将会筹集更多资金。”

2008年7月20日

油价下跌，道琼斯指数和标普500指数上涨

“周日，美国财政部长保尔森提出了一项针对房利美和房地美（抵押贷款金融巨头）的大规模救助计划。美联储还宣布，房利美和房地美可以从美联储的折现窗口获得廉价贷款。”

2008年7月21日

房利美和房地美问题引发海外关注

“房地产巨头房利美和房地美是美国抵押贷款市场的发力点。10多年来，房利美和房地美吸引了海外投资者，它们的营销理由很简单：房利美和房地美发行的证券与美债一样安全，但回报率更高……现在这两家公司面临风险，政府对它们的救助方式将最终考验世界对美国市场的信心。”

2008年7月22日

所有市场走势一致……

“所有市场走势一致，最近的转折点是7月15日。转折点的标志是油价下跌每桶17美元，短期利息创纪录时，限制卖空行为，若干银行盈利意外提升。当然，这种走势不能持久，因为这些市场影响因素种类繁多且经常相互冲突，但当情绪达到极端时，一致走势较为常见……

“与此同时，截至7月的经济数据反映，经济形势基本面并未出现逆转，仍继续走弱。”

——《桥水每日观察》

房利美和房地美拥有巨大的政治权力。只要一说它们有任何问题，它们就会安排财政部接收4万封邮件，解释它们获得全部授权以完成重要工作有多关键。我们针对它们提供证词时，一位国会议员拿出一封房利美的信，上面是拟好的陈述声明和它们要提出的问题。如果想找它们的麻烦，它们会安排一批市长给你打电话。我对金融界最失望的一次经历是，在财政顾问借款委员会的季度晚宴上，我询问这些委员对政府支持企业的看法，他们表示这些企业就像大规模过度杠杆化的对冲基金，是很危险的。他们说得非常坚

决。我问：“你会把这个观点放在你的报告中吗？”他们表示愿意，而发出的报告基本上说的是房利美和房地美是我们金融体系的重要贡献者。我问是怎么回事。他们说，他们咨询了老板的意见，老板说不能这么说，因为客户关系非常重要。

保尔森将这种情况描述如下。

我们已经看到3月贝尔斯登的交易对手突然弃之而去时的情况，这一事件没有击垮我们，但房利美和房地美的倒闭将是灾难性的。似乎全球的所有机构（小型银行、大型银行、外国央行、货币市场基金）都持有它们的债券或是它们的交易对手。投资者将损失数百亿美元，外国人会对美国失去信心。这可能会导致美元贬值。[32]

新闻和《桥水每日观察》

2008年7月23日

保尔森敦促美国人对经济保持耐心

“保尔森在曼哈顿中城纽约公共图书馆的讲话中称：‘市场不会沿直线发展，我们应该预期未来的道路将更崎岖。最近，金融市场经历了很多颠簸，预计将会继续面临一定压力，直到房地产市场进一步稳定。’”

2008年7月25日

银行倒闭预期

“大型金融机构尚未出现无序破产，部分原因是美联储提供的流动性避免了挤兑的出现（印地麦克银行除外）。到目前为止，每个几近破产的金融机构都获得了救助或买断，避免了被迫清算。鉴于金融机构持续面临压力，其他金融机构可能会破产。市场预期目前约有4%的金融机构在未来6个月内破产，这意味着资产清算总额将达到6 000亿美元……整个银行业目前只有大约一半的自由股权资本，其中大部分需要保持自由流通，以便吸收现有贷款的信贷损失。”

——《桥水每日观察》

2008年7月29日

银行股下跌，回吐涨幅

“由于投资者抛售投行和商业银行的股票（其中许多股票回吐了上周的全部涨幅），周一尾盘股票的抛售加速……财政部长保尔森在下午早些时候宣布，4家主要银行计划发行一种新型债券，以援助抵押贷款市场，但这未能阻止银行股的下跌。在保尔森发表讲话之后，三大股指都加速下跌。”

2008年7月29日

政府推出支持住房贷款的新工具

“财政部和美国四大银行周一表示，准备启动一个新工具，旨在支持住房贷款，刺激萎靡不振的房地产市场……财政部发布了一套‘最佳工具’，鼓励金融机构发行所谓的担保债券。美国银行、花旗集团、摩根大通和富国银行都表示，计划开始发行这些债券。”

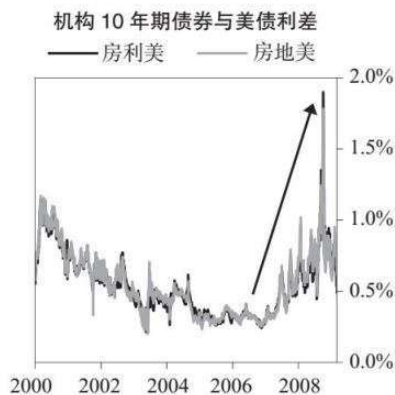
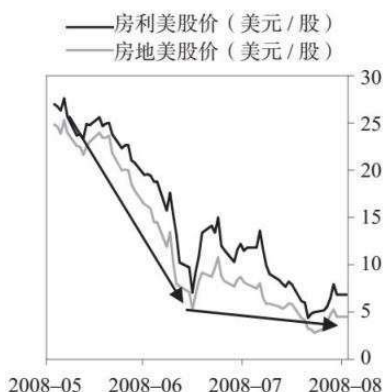
——路透社

2008年7月31日

美联储延长紧急借款计划

“美联储表示，将紧急借款计划延长至明年1月30日。该计划允许投资公司利用央行快速获得现金，于3月17日开始实施，原定于9月中旬终止。”

——美联社



这个案例说明了一个非常普遍的问题：政府担保（隐形或明

确)的政治力量使得高风险资产看起来比实际更安全。这鼓励投资者加大杠杆,从而推动坏账增长。

由于抵押贷款支持证券的损失增加,房利美和房地美的股价暴跌,因为每个人都知道房利美和房地美存在大量坏账。股权持有人知道,即使债权人受到保护,他们也会受到打击。截至7月15日,房利美和房地美的股价在不到一年的时间内下跌了近75%。

危机临头,无可否认,亟须解决。经过紧张的幕后谈判,财政部说服了国会,7月23日国会通过一项法案,获准使用几乎无限量(保尔森选择了“未指明”一词)的资金来援助房利美和房地美(上限为总体联邦债务上限),并扩大对房利美和房地美的监管。财政部基本上获得了一张由纳税人支持的空白支票,采取一切措施保证房利美和房地美的偿付能力。

将濒临破产、大而不倒的金融机构国有化是去杠杆化的典型举措。这一举措通常很受欢迎,因为这表明政府愿意为整个系统提供安全保障。请记住,当债务以一个国家的货币计价时,政府拥有消除违约风险的权力。

一个存在制衡机制和法律法规的政治体制具有无可否认的优势[33],但在危机时期,这种环境的风险在于,决策者可能无法迅速实施必要措施。因为法律是不完美的,无法预见并明确规定如何处理每一种可能的情况。在整个2008年金融危机期间,多次出现千钧一发的时刻,有关各方都采取了必要之举,即使这意味着避开规则。

新闻和《桥水每日观察》

2008年8月4日

发达国家进入经济衰退

“.....大多数发达国家的经济增长率正在加速萎缩.....我们预计发达国家央行将转向宽松政策,而市场仍在预期紧缩政策。”

——《桥水每日观察》

2008年8月5日

担心经济增长,美联储保持关键利率不变

2008年8月7日

零售销售显示更多经济放缓迹象

“销售报告显示，美国人消费降级，中档商场及折扣店销售减少，美股大跌。”

2008年8月7日

住房问题持续存在，美国国际集团亏损巨大

“美国国际集团第二季度亏损超过50亿美元，因为房地产价值下跌，信贷市场继续混乱。”

2008年8月12日

瑞士联合银行集团减记430亿美元，将拆分主要业务

7月30日，在国会授权财政部监管房利美和房地美后，财政部的监管部门立刻着手评估房利美和房地美形势的严峻程度。在美联储和外部会计专家的帮助下，财政部官员深入分析了房利美和房地美的财务报表。他们很快发现，房利美和房地美一直在掩盖大规模的资本亏损，一些无形资产的估值可疑，还有一些抵押贷款担保的估值错误。经准确计算后，这两家公司至少有数百亿美元的负资产。正如保尔森后来所说的那样，“我们已经为坏消息做好了准备，但问题的严重性依然令人吃惊”。[\[34\]](#)

从8月中旬到救市，财政部分析了当时的形势，并于9月7日敲定最终条款。随后，财政部很快制订了一项可以在法律允许范围内实现经济目标的计划。最后，财政部决定接管房利美和房地美，同时保证购买优先股以提供注资。接管以后，房利美和房地美可以继续保持相对正常的运营，而保证购买股票使财政部实际上承担了房利美和房地美的债务，即使在18个月的权限到期之后也是如此。重要的是，保尔森无须提前通知房利美和房地美，只需获得其直接监管机构联邦住房金融局的批准即可。

救助房利美和房地美面临的政治挑战大于经济挑战。房利美和房地美高管仍然认为公司根基牢固。毕竟，就在几周前，联邦住房金融局给房利美和房地美发送了报告草稿，结论是两家公司资本金充足。如果计划收购的消息泄露，房利美和房地美高管将有时间动员他们在华盛顿的说客与国会盟友，反对这一计划。如果出现争端，财政部未必获胜。借

用保尔森的说法，房利美和房地美名声在外，是“最强大的街头霸王”。

[35]

要说服联邦住房金融局的审查官，财政部、美联储、美国货币监理署和联邦存款保险公司必须相互协调、齐心协力。联邦住房金融局的法定会计规则较为宽松，此前曾一再表示房利美和房地美的财务状况良好，而现在突然转变立场，金融局颇感尴尬。经过财政部及其盟友连续数周的施压，联邦住房金融局的审查官于9月4日屈服了。第二天，这个消息传到了房利美和房地美的董事会。由于担心收购中的任何摩擦或延迟可能导致市场暴跌，用保尔森自己的话说，他安排了一场“伏击房利美和房地美”的行动，事先没有发出任何警告。[36]

保尔森向我描述了房利美和房地美的情况：2008年7月，当房利美和房地美开始倒闭时，财政部请求国会授予其覆盖范围广泛的紧急权力。危机期间，房利美和房地美的总量比雷曼兄弟大9倍，也是抵押融资的主要来源，因此不能让它们倒闭。然而，保尔森身边的政治人士告诉他，在提交国会批准向房利美和房地美注资时，如果告诉国会这一大笔金额的具体数字，就可能吓到他们。保尔森不能请求获得“无限制”的权力，他决定要求“未指明”的授权。

财政部最终获得了授权，但这一“未指明”权力是临时的，于2009年10月到期。这就构成了挑战，因为房利美和房地美的债务是长期的，承保的抵押贷款也是长期的，因此决策者通过一些创新的金融工程，把国会暂时赋予的广泛权力变成了各方面的长期保障。具体而言，决策者利用这一授权立即发行了长期优先股，然后使用这些优先股来支持房利美和房地美，吸收任何潜在亏损。

这一特殊行动打了法律的擦边球。财政部需要说服众多的立法者，放下此前反对救助金融机构的理念，同时说服国会充分提高债务上限，以供未来可能大幅注资的行动。这些都是前所未有的非凡之举，但正如保尔森后来所描述的那样，“如果国会未能批准，市场就会崩溃。赌注是巨大的”。[37]

8月初，油价下跌和财政部的空前干预措施带来了短暂缓解，美股在8月小幅上涨（约2%），金融股仅下跌1%，房利美和房地美的股价停止自由落体式下跌。然而，尽管人们越来越认为金融市场正在企稳，但造成信贷问题的根本原因及其对实体经济的反馈机制并没有改变。

8月18日，我在《桥水每日观察》中提醒读者，最糟糕的情况还未

到来。

（桥水每日观察）8月18日：进入去杠杆化的第二阶段

在我看来，去杠杆化的第一阶段已经基本过去，现在正进入第二阶段（即雪崩阶段）。尽管美联储成功提供了必要的流动性，但尚未实现会计规则调整（如允许在几年内逐步减记损失）。因此，我们认为偿付能力危机即将出现，会导致雪崩式的资产抛售。现在的问题是，政府能否及时打造一张安全网，给这些资产兜底，避免出现崩溃而压垮金融体系和经济。坦率地说，我们认为这将是一场竞赛。

新闻和《桥水每日观察》

2008年9月2日

油价跌至5个月低位

“油价下跌拖累整个大宗商品板块，最初提振股市，因为投资者希望能源成本降低可以推动消费者支出。”

2008年9月3日

投资者紧张不安，市场走势喜忧参半

“周三市场上的一个亮点是，陷入困境的金融业吸引了一些逢低买入的投资者，因为几个大牌公司（安巴克金融集团、房地美和雷曼兄弟）释放了利好消息。”

——美联社

2008年9月3日

克莱斯勒和通用汽车金融服务公司投资受影响

2008年9月4日

主要指数暴跌，熊市重返华尔街

“周四，一系列消息显示经济不景气，道琼斯工业平均指数暴跌344.65点，但投资者无法确定导致下滑的最主要原因。”

2008年9月4日

雷曼兄弟考虑拆分以摆脱不良贷款

2008年9月5日

政府即将救助两大抵押贷款巨头

“据有关政府官员和公司高管称，小布什政府和美联储的高级官员周五召集了抵押贷款金融巨头房利美和房地美的高管，告诉他们政府准备接管这两家公司。”

2008年9月5日

美国失业率升至6%以上，自2003年以来最高

2008年9月6日

抵押贷款巨头虚报资本准备金规模

“政府匆忙计划收购房利美和房地美，预计最早在本周末宣布。据了解相关情况的监管官员称，财政部顾问仔细查阅公司财务报表后认为，房地美的会计方法夸大了其资本缓冲规模。”

2008年9月6日

股市早盘走低，随后反弹

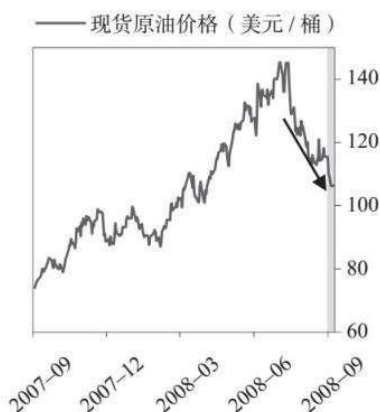
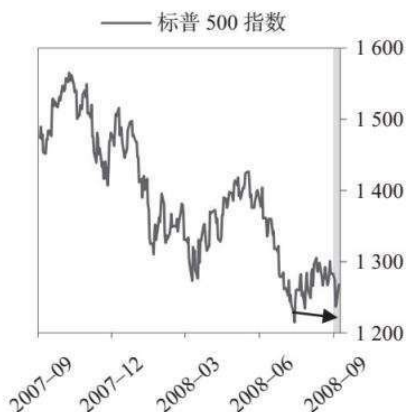
——美联社

2008年9月：崩溃

9月，危机进入一个新的阶段，世界经济笼罩着陷入萧条的真实风险。这是一个多事之秋，我会详细讲述几乎每天的事态发展，除了我的解析外，侧栏还摘录了当时的新闻报道。

9月的第一周，油价急剧下跌，这既是好消息，也是坏消息。一方面，油价下跌缓解了通胀担忧，也有利于美国消费者支出，航空公司和零售商尤其受益；另一方面，油价下跌反映出全球经济增长疲软。

雷曼兄弟、房地美、房利美和安巴克金融集团等金融机构正在苦苦挣扎，但似乎问题的解决方案也在酝酿之中。例如，雷曼兄弟的股票上涨，因为有消息称其向韩国开发银行出售部分股权的谈判取得了进展。房地美成功出售了40亿美元的债券，安巴克金融集团也宣布成立新的保险子公司，这些好消息部分缓解了投资者对这些公司的担忧。



这些积极进展的大背景是统计数据持续恶化，尤其是首次申请失业救济人数意外飙升，失业率明显走高（从5.7%上升至6.1%）。美股下跌2.5%。其他一些国家的经济报告数据也很疲软。加拿大、澳大利亚等国家的经济形势类似：需求增速减慢，产出增速放缓，看不到尽头。总而言之，9月第一周，股市小幅收跌。

周五市场收盘后爆出重要新闻称，联邦政府将接管房利美和房地美。

新闻和《桥水每日观察》

2008年9月7日

市场松了一口气，但美国经济依然面临严峻问题

“周日，美国联邦政府接管并支持房利美和房地美。在美国抵押贷款系统受损之际，政府此举可确保信贷的持续流动，世界各地的投资者因此松了一口气，但这些公司的收购加剧了投资者对美国经济问题的担忧，也凸显了美国对外国投资者（特别是亚洲投资者）的严重依赖。”

2008年9月8日

收购计划带来美股飙升

“联邦政府接管房利美和房地美后，周一全球股市大涨，但即便是最乐观的投资者，也担心经济中的其他问题仍尚未得到解决。”

2008年9月8日

解决房利美和房地美问题必由之路的最新一步

“从宏观层面看，事态的发展非常明显……这些政府支持企业很久以前就注定会垮……而且，面对这种选择，美国政府将不可避免地提供隐形担保，实际上是把企业国有化……鉴于大局是如此明显，我们不清楚财政部为何迟迟不采取行动。”

——《桥水每日观察》

2008年9月9日

雷曼兄弟问题引发股价下跌

“投资者对雷曼兄弟控股稳定性产生了新的担忧，整个金融业再现紧张情绪，股市周二大跌。”

2008年9月10日

抛售之后，逢低吸纳资金入场

“周三市场收盘温和走高，由于投资者购买了能源、材料和消费必需品公司的股票，但投资者对金融股保持谨慎态度。”

2008年9月10日

投资者恐惧，华盛顿互助银行股价下跌

“周三，在金融业寻找继雷曼兄弟之后的下一个最薄弱环节时，美股投资者将目光投向一个熟悉的目标：华盛顿互助银行。这是美国最大的储蓄和贷款银行。”

2008年9月11日

美股开盘走低，随后攀升

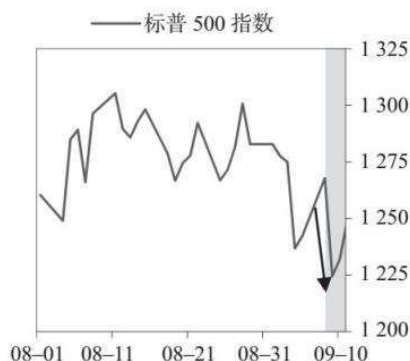
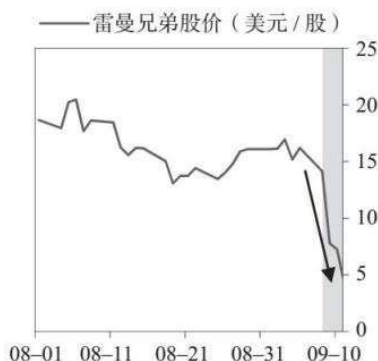
“周四下午股市开盘时暴跌，随即大幅回升，因油价下跌有助于缓解对一些全美最大银行问题的担忧。”

9月8—15日：雷曼兄弟破产

9月8日（周一），股市上涨约2%，市场对房利美和房地美国有化的消息做出了积极反应。这是一个大胆的举措，在几个月前还是不可想象的。《纽约时报》报道称，“金融股引领涨势，市场希望政府的这一决策可以避免灾难，也许标志着困扰银行近一年的信贷危机出现拐

点”（强调为本人所加）。这一观点大错特错。

很多人后来叙述这段历史都有后见之明，他们往往把当时的情况描述的好像是显而易见的事情。从上述涨势和新闻评论可以看出，身在其中的时候与事后回顾的时候完全是两码事。就在危机严重恶化的前几天，《纽约时报》还三次（9月3日、5日和10日）评论道，因为股市从峰值下跌约20%，许多个股跌幅更大，逢低吸纳的投资者正在入场。例如，雷曼兄弟的交易价格下跌约80%，但这是一家声誉良好，已有近160年历史的公司，似乎即将找到买方或战略投资者。以下是截至9月初的股价。虽然股价明显处于下降区间，但仍有回暖，而几乎每次止跌回升时，人们都认为那是筑底迹象。在投资方面，知道何时踌躇不下注与知道何时果断下注至少同样重要。



新闻和《桥水每日观察》

2008年9月11日

投资者将目光转向美国国际集团

“投资者对金融业进一步亏损感到不安，这一情绪已开始冲击美国国际集团。在信贷危机蔓延之际，这家陷入困境的保险公司公布的亏损金额排名靠前。”

2008年9月12日

受到雷曼兄弟危机的影响，市场涨跌互现

——美联社

2008年9月12日

美国给予银行紧急警告，敦促其解决危机

“雷曼兄弟在周五傍晚岌岌可危，美联储官员召集华尔街主要公司的负责人，参加在曼哈顿下城举行的会议，坚持主张他们救助这一受困投行，并制订稳定金融市场的计划。”

2008年9月13日

巴克莱银行退出谈判，雷曼兄弟命运堪忧

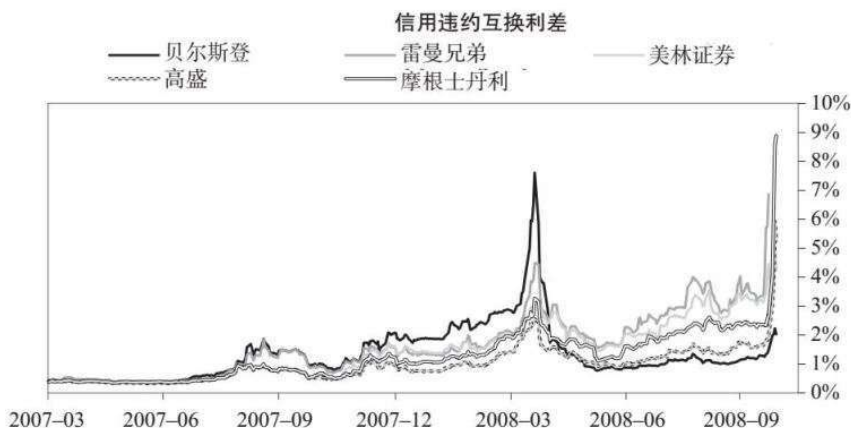
“由于无法找到救世主，陷入困境的投行雷曼兄弟周日似乎即将破产，这将是华尔街历史上最大的破产案之一。”

2008年9月14日

主街券商陨落，令人震惊

“据知情人士透露，美林证券在抵押贷款投资方面的亏损超过450亿美元，周日同意以503亿美元的股票总价出售给美国银行。”

救助雷曼兄弟的战略投资者最终没有出现，而雷曼兄弟的股票周二下跌了近50%。花旗集团、摩根士丹利和美林证券等其他主要银行股票下跌5%~10%，整体市场下跌约3%，信贷利差大幅扩大。投资者和监管机构都开始怀疑雷曼兄弟能否坚持到周末。



挽救濒临破产的投行缺乏明确的、法律上可接受的途径，但这些投行“具有系统重要性”（即很容易把整个系统拉下水）。虽然美联储能够向雷曼兄弟提供贷款，减轻其流动性问题，但在当时条件下的贷款额度有限。除了流动性问题外，雷曼兄弟还面临偿付能力问题。美联储甚至

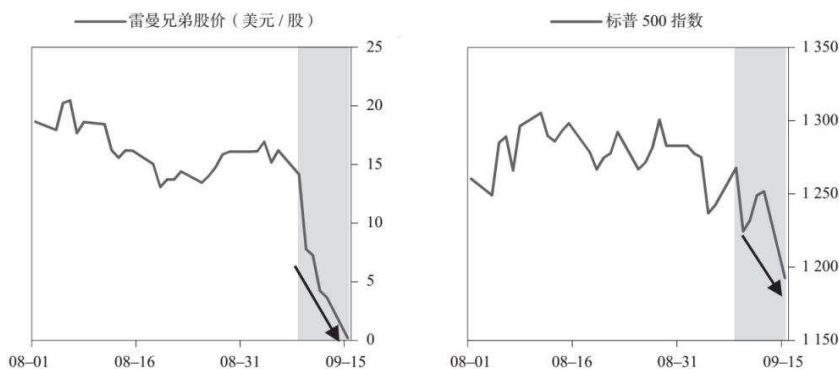
不知道还需提供多少流动性才能挽救这家投行。

如前所述，解决偿付能力问题的唯一途径是提供更多的股权资本（或改变会计/监管规则）。也就是说，雷曼兄弟需要找到某个金融机构提供投资或进行收购，而这些是美联储和财政部无权做到的。因此，雷曼兄弟需要像贝尔斯登与摩根大通那样寻找一个私营部门投资者/买家，但这比贝尔斯登更难。雷曼兄弟的规模更大，其亏损仓位也更大、更为复杂和混乱。

雷曼兄弟更难找到买家的另一个原因是，它并不是唯一一家需要买家才能生存的投行。事实上，另一家具有标志性的华尔街投行美林证券也面临同样严峻的形势。许多人认为，与雷曼兄弟一样，如果没有投资者，美林证券距离破产还有不到一周的时间。[\[38\]](#)

周四，雷曼兄弟的股票继续处于自由落体状态，进一步下跌42%，因为有传言称，巴克莱银行和美国银行虽然感兴趣，但是不愿在没有政府援助的情况下收购雷曼兄弟。此时，为了保持运营，雷曼兄弟把2000亿美元的隔夜贷款不断延期，构成信贷紧缩的巨大风险。[\[39\]](#)

周五，有消息称美联储和财政部都没有支持任何交易，雷曼兄弟的股价下跌17%。雷曼兄弟的倒闭将在系统中迅速传导，产生多米诺骨牌效应，冲击美国国际集团（其股价下跌31%）。值得注意的是，大多数市场参与者仍然认为金融部门的问题将得到遏制。由于油价下跌，周五整体市场收盘上涨0.4%。



周五晚间，有报道显示美联储官员召集华尔街主要银行（高盛、纽约梅隆银行）的负责人，敦促他们救助雷曼兄弟。是否会有买家仍有待观察。据报道，美国银行、巴克莱银行和汇丰银行都表示有兴趣，但没

有人愿意在没有政府支持的情况下进行交易。财政部官员公开坚称不会提供任何支持。

保尔森一度希望由金融机构财团来承担雷曼兄弟的不良贷款，以帮助潜在买家收购雷曼兄弟（因为收购雷曼兄弟后，潜在买家可能会留下很大一部分不良资产）。虽然与财团的沟通取得了一些进展，但是依然没有找到潜在买家。根据保尔森、伯南克和盖特纳的说法，在没有潜在买家的情况下，如果恐慌情绪造成一家非银机构挤兑，美联储没有任何权力有效防止机构破产。^[40]

伯南克、盖特纳和保尔森多次讨论了防止雷曼兄弟倒闭的可能措施，但就像贝尔斯登的情况一样，他们认为美联储提供贷款的做法将是无效的，因为根据法律规定，美联储要求这笔贷款“得到他们满意的”担保，这就限制了贷款金额。因此，美联储提供的贷款额度无法挽救雷曼兄弟，也不能保证其交易账户。虽然面临种种限制，但是在那个决定性周末的前几周内，这些决策者一直都在设法防止雷曼兄弟倒闭，希望创新地使用自己的权力，也愿意承担巨大风险，前提是必须在法律允许的范围内。他们做得太多，而不是太少。虽然《联邦储备法》第13条第3节允许向更广泛的借款人提供紧急贷款，但是并没有使他们成为炼金术士。贷款不是股本，他们必须以可行性为指导方针。

大多数人都同意，如果这些决策者有权以有序的方式清算雷曼兄弟，局势就会好得多。这说明了另一个典型问题：政治约束与法律约束（因为难以考虑到方方面面）会妨碍决策者采取各方都视为有益的行动。

周日下午，有消息称雷曼兄弟即将破产，金融市场全线崩塌。雷曼兄弟规模巨大，与其他脆弱机构之间存在关联，因此，其破产的冲击比以往任何时候都大，金融危机显然将会蔓延。更糟糕的是，政府未能挽救雷曼兄弟，引发市场对政府能否挽救金融系统的质疑。雷曼兄弟的倒闭尤其可怕，因为它与金融系统的其他机构之间有着千丝万缕但认识不足的关联。

雷曼兄弟破产可能有几个主要蔓延渠道。最重要的（也是最不明确的）是雷曼兄弟对衍生品市场的深度参与。在破产时，雷曼兄弟的信贷违约互换风险敞口为4万亿~6万亿美元，约占整个市场的8%。尽管许多风险敞口是相互抵销的（雷曼兄弟的净持仓其实并不高），但由于濒临破产，雷曼兄弟的客户争先恐后地寻找新的交易对手。当时，没有人知

道雷曼兄弟的净敞口有多大，也不知道其交易对手是谁。我们正在跨越界限，进入一个巨大的、灾难性的未知领域。9月11日，我们在《桥水每日观察》中写道：

这种情况存在巨大的不确定性。在结算一笔汇率远期交易时，如果交易对手方突然不复存在，会是什么情况？也许一切都顺利，但也许一些意外事件会带来大麻烦。如果没有及时从交易商那里收取按市价计算的收益（我们总是及时收取所有收益），而这家交易商倒闭了，你变成一般债权人了怎么办？你将风险转移给谁？也许美林证券会紧随雷曼兄弟之后破产，你会采取什么措施？之后哪家机构会破产呢？如果每个人都在问这些问题，那么交易自然就会减少，仓位也主要集中于几家公司，而这少数几家公司会选择为最优质的金融机构和管理人员服务。这必然导致流动性大大降低，交易成本增加，波动性走高。因为个人和企业都以这些价格进行交易，高波动性进而反馈到实体经济中。此外，由于金融部门受到资本限制，信贷增长持续缓慢，从而破坏经济增长。我们越来越接近这一界限了。

雷曼兄弟的破产是美国历史上最大的破产案（至今也是最大的），其官方报告的资产规模约为6 000亿美元，但仅为高盛的2/3、摩根大通的1/4。这些投行都是相互关联的，损失和流动性问题正在迅速蔓延。

新闻和《桥水每日观察》

2008年9月15日

华尔街混乱引发美股震荡

“由于投资者担心金融业危机可能震撼整体经济，周一股指下跌近5%.....雷曼兄弟申请破产，美国国际集团身陷困境，投资者担心消费者和公司会难以获得贷款。”

2008年9月16日

美联储提供850亿美元贷款，救助保险公司

“由于担心全球金融危机，美联储周二改变了方向，同意实施840亿美元的救助计划，让政府接管陷入困境的保险业巨头美国国际集团。

“仅在两周前，财政部接管了联邦特许抵押贷款融资公司房利美和房地美，而美联储的决定成为央行历史上最激进的私营企业干预措施。”

2008年9月16日

美联储的资产负债表是新的安全网

“看到金融系统走向悬崖，现在开始出现雪崩，美联储不得不迅速利用其资产负债表打造一张安全网，因为它已经别无选择。如果我们央行，也会这么做，但美联储走到这一地步令人叹息，因为它不应该处于这样的境地，而且目前尚不清楚，在这么晚的阶段采取这些行动能否挽救局面。”

——《桥水每日观察》

2008年9月17日

金融危机进入新阶段

“周三，金融危机进入一个存在潜在风险的新阶段。世界各地的投资者疯狂地将资金投入最安全的资产（如美债）中，因此许多信贷市场已经停止正常运转。”

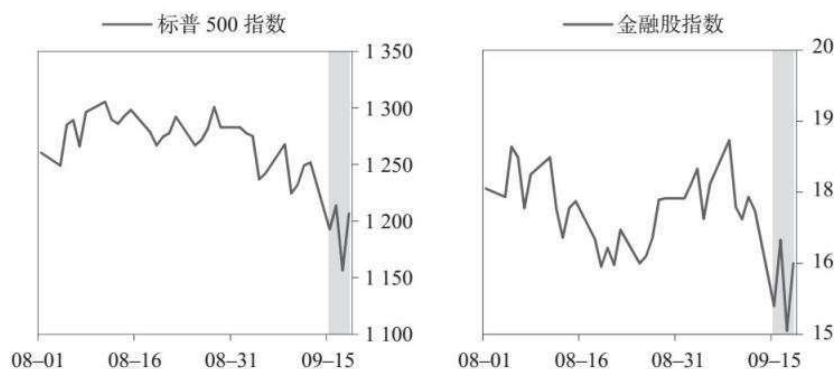
我们把危机的这个阶段称为“雪崩”，金融系统一隅的小问题（次贷）正在以自我强化的方式迅速发展成更大的问题。

9月15—18日：雷曼兄弟破产余波

9月15日（周一）早上，雷曼兄弟申请破产，美股下跌近5%。尽管金融业最受冲击（银行和保险公司的股票下跌了约10%），但其他行业无一幸免。信用利差飙升，信贷流动陷入停滞。在接下来的一周里，市场、决策者和桥水都在尽力分析雷曼兄弟的涟漪效应，但当然无果而终，因为各类关联和风险敞口太复杂、太不透明。我们很清楚，决策者必须实施一揽子保护措施，因为每个人都在逃离任何可能破产的机构，不确定因素本身将会带来毁灭性的结果。如果决策者不能或不会拯救雷曼兄弟，他们怎么能拯救金融系统呢？

前一天晚上，美联储立即宣布了一系列应对措施，其中一项就是空前扩大一级交易商信贷工具：为了向投行提供贷款，美联储愿意接受几

乎任何抵押品，包括风险极高的工具，如股票、次贷和垃圾债券。这本应被视为央行的一大举措（在更正常的环境下，这的确应该是一项重大决策），但与雷曼兄弟破产相比黯然失色。



保尔森后来在他的书中写道，他甚至无法直率地解释为什么雷曼兄弟破产了，因为这会招来更多麻烦。这是决策者在危机期间进行沟通时普遍面临的问题。如他所言：

身为公职人员，我经常陷入痛苦的束缚中。虽然直率是我的本性，但作为公职人员，我需要传递决心和信心，平息市场，帮助美国人理解现状……我不想暗示我们无能为力。比如，我不能说我们没有法定权力来挽救雷曼兄弟，即便事实就是如此。如果我说出这样的话，摩根士丹利就会倒闭。摩根士丹利的财务状况比雷曼好得多，但已经受到冲击，未来几天这一冲击还将加剧。如果摩根士丹利倒闭了，高盛将是下一个。如果它们都垮掉，金融体系会随之蒸发，经济也将不复存在。[\[41\]](#)

关于政策方向这一重大问题，我在9月15日给桥水客户写了以下说明。

（桥水每日观察）9月15日：我们现在的处境

一段时间以来，我们已经认识到金融机构必须承担的损失。过去一年，我们不断发送各种图表，反复讨论并传达了这一信息。所以，这些问题是众所周知的。我们将其描述为“已知且可控”的问题，可以通过以下方式得以控制：首先，政府出台合理的政策，美联储

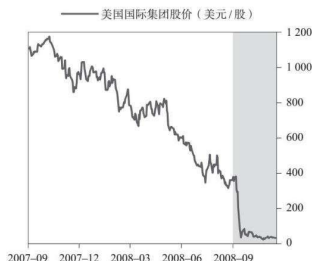
提供流动性，财政部与国会携手改变会计规则和/或建立安全网；其次，政府清晰表述这些政策，传递必要的信心，使债务重组进程能够有序推进……

我们仍在揣摩财政部和美联储的策略，过去几天，他们的表态略有明晰。他们明确表示，即使没有明显的安全网，也愿意纵身于可怕的未知险境。所以，我们正在观望，政府是有些隐秘计划，还是真的不顾一切。目前，利率已经接近0%，金融中介机构相继倒闭，去杠杆化正在进行中，我们似乎开始进入一个新的领域，传统的货币政策工具将失去作用，而日本在20世纪90年代和美国在20世纪30年代的势态发展将成为当前政策的主要参考。

与此同时，各类报告显示，金融危机正在冲击经济，造成经济急剧下滑。美联储报告显示：8月工业产出大幅下降；美国国际集团的信用评级遭到下调，可能需要追加抵押品；惠普公司宣布裁员2.5万人。随着美国金融体系明显陷入危机，问题迅速蔓延全球，促使欧洲和亚洲各国央行宣布新措施，提供流动性，以支撑本国市场。

信贷市场陷入混乱。金融机构清理雷曼兄弟破产造成的烂摊子，应对混乱不堪的交易对手风险和债务问题。同时，同业拆借收紧，伦敦同业拆出利息率几乎是前一周水平的两倍。危机蔓延至每个机构，甚至最强大的机构。私下里，通用电气等蓝筹公司的高管向监管机构坦白，连他们都很难以商业票据市场上获得借款，因此可能会陷入现金流困境而被迫违约。优质货币市场基金开始面临更大压力，赎回率走高，亏损增加（我们将在稍后详细讨论）。当天结束时，摩根士丹利的信用利差扩大至周五雷曼兄弟的水平。

整整一天，监管机构都在密切关注美国国际集团迅速下滑的局势。美国国际集团是最大的保险公司之一，其资产最高达到1万亿美元左右。美国国际集团的主要问题在于，它发行了数千亿美元的债券保险合同（称为信用违约互换和债务担保证券），必须在债券面临亏损时进行赔付。在美国国际集团承保的这些债券中，有许多是经重新包装的次贷，因此出现了巨额亏损。由于许多其他金融机构都依赖这些保险合同，美国国际集团具有系统重要性。此时，它似乎快速走向破产。周日，美国国际集团曾表示需要400亿美元的资金。仅一天后，这个数字就上升至850亿美元。[\[42\]](#)



周二，美联储推出两项令人惊讶的政策举措，其中一个比预期更大胆，另一个比预期更谨慎。在例行议息会议中，美联储决定保持利率不变。这一决定令预期降息的投资者大失所望，市场走低。值得注意的是，即使市场看起来处于萧条边缘，美联储仍然担心通胀水平，在声明中表示，“经济增长的下行风险和通胀的上行风险都是委员会的关注点”。伯南克后来在自己的回忆录中写道，“回想起来，这个决定肯定是个错误”，部分原因是“大多数与会者都支持按兵不动，直到我们更好地了解雷曼兄弟的事态发展”。[43]

然而，更重要的是美联储还宣布一项举措，重新定义美国央行操作的权限。美联储勇敢地宣布将向美国国际集团提供850亿美元的紧急资金。这项协议于9月16日（周二）下午匆匆起草，并附有严苛的条件。美国国际集团最初将支付11.5%的浮动利率，同时给予政府80%的股权。由于美国国际集团没有充足的安全金融资产来抵押这笔贷款，公司把旗下几乎所有其他资产都作为抵押品，包括其保险子公司、金融服务公司和各种房地产（包括一个滑雪度假村）。美联储的贷款发挥了作用，因为市场认为美国国际集团具有偿付能力（因为其保险子公司是有价值的，拥有投资级信用评级）。把这些资产作为美联储贷款的抵押品，这一事实对美联储的决定也至关重要。[44]

即使在这些条款下，这笔贷款对美联储来说也是风险极高的，毕竟美国国际集团作为抵押品的公司远不像美联储在正常时期接受的AAA级证券那样容易估值或卖出。尽管得到美联储的救助，美国国际集团仍然存在倒闭风险。盖特纳后来说：“决定支持美国国际集团是我20多年来参与公共服务最困难的选择之一。”[45]

周三，美国国际集团救助计划的公布并未提振市场。相反，美股下跌约4.7%，主要金融机构的股价跌幅达两位数。随着投资者逃往安全资产，商业票据利率继续上升，三个月期国债收益率跌至略高于0%（前一周为1.6%左右）。面对这一混乱局面，监管机构公布了一系列稳定举

措。美国证券交易委员会采取措施，加强对卖空的限制（一种常见的危机应对措施），银行监管机构提议对会计规则进行修订，以此美化银行的资产负债表。

这里谈一下会计规则的重要性，特别是盯市会计规则。对银行而言，一些资产是“按市值计价”的，这意味着银行每天都会查看这些资产的实时价格，并以这些价格进行资产估值。其他资产则采取不同的估值方式，取决于资产性质和银行内部计算方法。如果银行必须按市值计价的资产出现低价甩卖，持有这类资产的银行的账面亏损就会看上去很大，这会减少银行的资本金。银行必须筹集资金或出售资产，从而造成流动性吃紧，对资产构成进一步下行压力，也给银行所有相关业务方带来极大的恐慌。如果改变会计规则，允许银行在较长时间内实现损失（即资产估值不盯市），则可以防止部分问题的出现。当然，在金融危机期间，改变会计规则以掩盖损失也不会带来信心，因此监管机构必须小心应对。

会计变更并不会改变更根本的问题，即过度负债的美国家庭和金融机构因杠杆过高而出现债务违约。很明显，金融机构需要进行资本重组（例如，通过股权投资），它们需要找到不良资产的买家。因此，保尔森向国会寻求资金和授权，希望财政部能扮演买家角色。

9月18—31日：政府成立救助基金

保尔森、伯南克和国会领导人（最重要的官员是巴尼·弗兰克）认为，恢复信心的最佳方法是购买陷入困境的资产，这就是后来的不良资产救助计划。他们本可以将银行国有化，但美国没有先例。其他国家银行进行国有化时，银行受到严厉的惩罚。出于这一原因，银行不愿意接受资本金和国有化，直到它们即将倒闭或刚刚倒闭。保尔森认为国有化的方式不可行，因为这不利于恢复资本流动的任务。

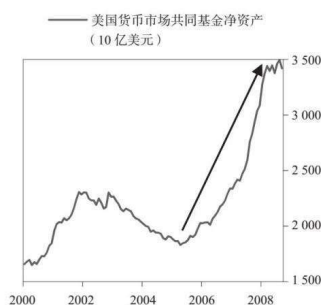
购买资产似乎是明智的做法，因为银行问题的一个重要根源是资产负债表上持有大量复杂的、流动性极低的抵押贷款证券。从理论上来说，如果政府为这些债券提供市场，其价格就会上涨，资本将被释放，信心得到恢复，从而使银行系统开始进行资本重组。

周四，华尔街得知可能实施不良资产救助计划后，美股走高。随着更多细节的浮现，周五股市继续上涨4%。小布什总统和财政部长保尔森宣布，联邦政府准备斥资5 000亿美元购买不良抵押贷款。国会领导人

承诺迅速采取行动，通过任何相关提案。随后，美联储宣布为全球其他央行再提供1 800亿美元的互换额度，部分缓解了投资者对外国市场美元流动性紧缩的担忧。美国证券交易委员会禁止卖空近800只金融股。高盛和摩根士丹利自愿转为银行控股公司，获得政府提供一揽子保护的法律授权，从而更好地利用美联储的贷款渠道。

财政部还公布了一项创新举措，支撑陷入困境的货币市场基金（资产管理规模为3.5万亿美元）。此前，零售和机构投资者都非常青睐货币市场基金，认为它们可以替代银行存款。大多数投资者都被高利率吸引，而不在意基金不受联邦存款保险公司的保护。他们并没有意识到，货币市场基金之所以可以提供更高的利率，是因为投资了高收益和高风险贷款。他们还认为自己不会赔钱，因为本金是受保护的。

优质货币市场基金一直是各类企业流动性的重要来源。这些基金购买商业票据（一种短期债务，企业用其支撑日常运营），由于所持的商业票据通常是分散的，评级也较高，因此它们通常被视为几乎无风险（类似大额存单或银行存款），但在雷曼兄弟破产时，一些优质货币市场基金遭遇亏损，特别是主要储备基金，该基金在9月16日的资产净值跌破1美元。由于担心其他基金也会赔钱，投资者纷纷撤资。随着资金流出，基金不得不清算它们持有的商业票据。结果在几天时间内，支撑企业日常运营的数千亿美元就耗尽了。



主要储备基金的净值跌破1美元后，一连串坏消息接踵而来。当时在财政部的肯·威尔逊上午7点接到北方信托的电话，紧接着，黑岩基金、道富银行和纽约梅隆银行来电。它们纷纷表示自己的货币市场基金遭到挤兑。与此同时，通用电气爆出新闻，称无法出售所持的票据。然后，可口可乐首席财务官穆泰康打来电话，表示无法将票据延期，本周末就付不出8亿美元的季度股息了。即使是AAA级的工业和消费品公司

也无法将票据延期！危机很快就从华尔街转移到了主街。

为了阻止货币市场基金的挤兑，保尔森决定直接担保这些基金。唯一的问题是基金需要大量资金支持，而财政部无法立即找到现金。为了解决这个问题，财政部官员想出了一个妙招，动用500亿美元的汇率稳定基金来提供担保。该计划于9月19日（周五）宣布，即雷曼兄弟倒闭4天后。如果随便挪用这笔资金，财政部长就会惹来大麻烦，所以保尔森必须给出合适的理由，才有可能动用450亿美元的资金。他的理由是，如果不这么做，整个经济就会崩溃，对美元造成不利影响。[\[46\]](#)他为此咨询了其法律总监的意见。保尔森的一些同事质疑450亿美元是否足够，因为货币市场基金的价值为3.5万亿美元。保尔森也不知道够不够，但他没有更好的办法了。

财政部团队的行动速度极快，希拉·贝尔（联邦存款保险公司的负责人）打来电话抱怨称，提供担保的做法没有征求她的意见，还会导致所有资金从银行存款转到货币市场基金。这一点提得很好。于是财政部澄清说，担保仅适用于截至9月19日遇到麻烦的货币市场基金。担保资金非常有效，市场立即转向。根据保尔森的说法，因为提供的是担保，而不仅仅是一种支持，投资者会安心得多。

汇率稳定基金本来是用来防止美元挤兑的，但它的授权灵活，可以转用于更紧迫的用途。这一调整也可以迅速完成，只需获得总统批准即可。这正是避开监管和政治雷区，完成必要工作所需的快速思考与创造力。

新闻和《桥水每日观察》

2008年9月18日

美国提出巨额救助计划，以期阻止金融危机

“财政部长和美联储周四开始与国会领导人讨论救市计划。这一计划可能成为美国历史上规模最大的救市行动。

“虽然细节仍有待制订，但该计划可能会授权政府以较大折扣购买银行和其他机构的不良抵押贷款。”

2008年9月18日

伟大的举动！

“财政部、美联储和国会最终同意建立安全网！！！一夜之间，央行增加了1 800亿美元的流动资金！监管机构限制卖空。摩根士丹利被冻结，高盛也步其后尘，但政府正在采取行动处理这些问题。”

——《桥水每日观察》

2008年9月21日

财政部的最新举动出人意料，令人失望

“遏制信贷危机的最新举措（‘临时资产救助计划’）有两个突出的特点：（1）赋予财政部非常广泛的权力；（2）缺乏具体细节。所以，该计划不会提振信心。事实上，由于缺乏必要行动，该计划反而削弱信心。”

——《桥水每日观察》

2008年9月22日

救助情况不明朗，股市大跌

“周一，股市大幅下跌，因为市场再度担忧历史上规模最大的救市计划，同时，投资者仍然担心华尔街的健康状况，因此美元走弱引发资金疯狂涌入大宗商品。”

2008年9月22日

解读当前市场走势

“周一，大多数市场的走势对美国决策者来说是一场灾难。投资者抛弃美国资产，美股、美债双双下跌，美元贬值，大宗商品价格飙升。这些走势显示，市场对美元的储备货币地位失去信心，如果继续下去，美国经济和金融体系将会面临更大的风险。”

——《桥水每日观察》

2008年9月24日

美联储主席表示，许多领域的经济活动都在放缓

“美联储主席伯南克周三表示，美国经济蹒跚而行，如果金融机构不能从政府那里得到7 000亿美元的支持，经济就可能停滞不前。”

对投资者而言，协调而全面的政策转变是一种安慰。我们的《桥水

每日观察》称：

（桥水每日观察）9月18日：伟大的举动！

财政部、美联储和国会最终同意建立安全网！！

一夜之间，央行增加了1 800亿美元的流动资金！

监管机构限制卖空。

摩根士丹利被冻结，高盛也步其后尘，但政府正在采取行动处理这些问题。

然而，随着有关不良资产救助计划的更多细节显现（更确切地说是没有获悉更多信息），当周的乐观情绪在周末逐渐消退。9月20日（周六），小布什政府推出了一项正式提案，该提案只有三页纸长，旨在为国会提供行动纲要，而非详细计划。这项提案被简称为不良资产救助计划，它呼吁政府出资7 000亿美元，购买抵押贷款相关资产，但提案没有详细说明如何监管这些购买活动，也没有提出可能采取的其他措施。此外，这笔钱与需求相比微不足道。因此，这项不良资产购买计划本身不会产生太大影响。该法案首次公布时，我们为客户提供了如下分析。

（桥水每日观察）9月25日：拟议计划令人失望

政府出资7 000亿美元购买抵押贷款（以及一些其他资产），这项拟议计划对当前局势几乎没有帮助。如果以市场价格购买这些抵押贷款，则不会大幅改善各个机构的财务状况，抵押贷款将占所需购买数额的一小部分，因此这一行动将无法解决大多数现有问题。如果以高于市场价格购买，则相当于政府直接提供补贴，这种做法是不道德的，也是错误的，而且同样金额的购买量会减少，因此依然无法解决问题。

新闻和《桥水每日观察》

2008年9月25日

随着股市反弹，信贷市场似乎冻结

2008年9月25日

政府查封华盛顿互惠银行，出售部分资产

2008年9月26日

美联储继续应对流动性问题，但还不够

“美国目前处于去杠杆化的雪崩阶段，这是我们分析每日新闻的大背景。我们怀疑现在华盛顿正在考虑的措施不足以扭转局面。”

——《桥水每日观察》

2008年9月28日

计划很好，现在要看如何实施和是否为时过晚

“该计划旨在恢复流动性、偿付能力和市场信心，是我们希望政府采取的举措，但计划没有我们希望的那样有力和及时。”

——《桥水每日观察》

2008年9月29日

众议院抵制，拒绝巨额救助；下一步尚不确定

“周一，众议院议员无视小布什总统和两党领导人的呼吁，否决了7 000亿美元的经济救助计划，这一抵制行动震动了国会，导致市场暴跌，高层议员不得不继续寻求解决方案。”

2008年9月29日

一次对公信力的考验

“所谓的掌权者已经保证法案将被通过，但今天被众议院否决，引发了全球对美国决策者的关注。美国能否采取必要措施？这一问题变得更加复杂。最终，全球融资方（中国、石油输出国组织）将判决美国决策者能否经受这次考验。”

——《桥水每日观察》

2008年9月30日

救助有望，股票回升

更糟糕的是，法案将赋予财政部不受约束的权力，立法者对此表示不满，因此并不能保证法案得到国会通过。周一市场开盘时，股市下挫，收盘下跌3.8%，美元兑多数主要货币的汇率走低。

在经济数据不佳和信贷市场冻结的背景下，不良资产救助计划提案

的立法进程历经周折，导致市场在9月22日整个这一周都起伏不定。最重要的是，法案支持者与反对者之间的政治斗争主导了周一到周三的市场。周二，伯南克和保尔森在国会作证，敦促政府立即采取行动。周三，小布什总统发表全国讲话，呼吁支持不良资产救助计划。然而，国会却没有明显的进展。此时，立法进程被一场政治辩论打断，辩论的焦点是，政府应不应该出台更全面的法案，为房主提供更多援助，更明确地规定财政部的权限。银行高管的薪资成为热门话题。还有许多其他议题，一些政治人士反对，另一些赞成，各方争论不休，而进展极慢。

正如去杠杆化的典型场景一样，这场政治辩论带有民粹主义色彩。虽然大多数国会领导人支持这项法案，但普通议员认为，这等于给银行提供救济，而银行恰恰是造成各类问题的根源。在去杠杆化期间，往往会出现“谁应该承担成本”的争论，这样的讨论适得其反，无助于问题的解决，就好像医生在急救室里争论谁来支付账单。此时最需要做的是全力以赴挽救患者，之后再考虑谁来承担费用。

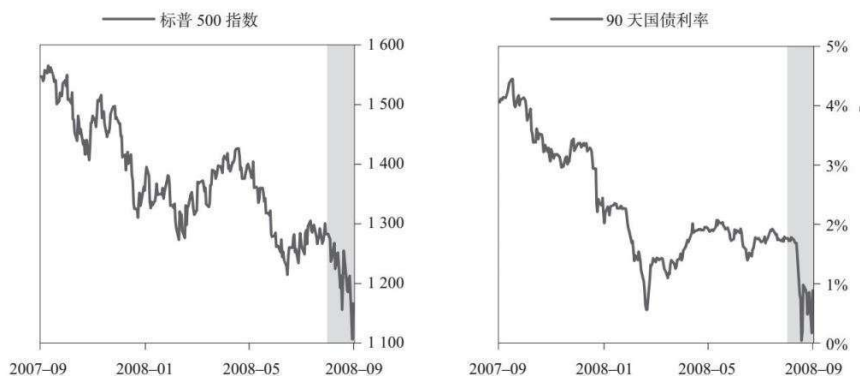
就连提出不良资产救助计划法案都存在风险。如果法案没有通过，市场就会出现极端负面的反应。而且，此时的政治局势也带来了重重困难：法案需要在总统大选之前的几周尽快通过，而左翼和右翼的民粹主义者喧声一片，反对法案的空前规模和范围。鉴于国会通过所需的票数，该法案需要赢得国会两党的支持（在制定任何新的重要法律上，两党当时极少开展合作，此后更为罕见）。如果两位总统候选人都反对，这项法案就几乎不可能通过。麦凯恩和佩林最初持反对立场，使法案面临风险，但他们最终支持法案。（保尔森几乎每天都与这两位总统候选人通电话。）唯一有利于法案的因素是，危机通常能推动国会采取行动，而当时金融危机正处于最危急的关头。不良资产救助计划立法的艰难进程很好地说明了为什么监管机构应当拥有广泛的应急权力，而不是依靠国会批准才能采取行动。

金融市场随政府有无及时采取必要行动的可能性而波动。高盛和摩根士丹利在周末转为银行控股公司，两者的信用违约互换利差随之收窄，但在接下来的一周又出现扩大。大量资金流出优质货币市场基金，流入政府基金，继续给商业票据带来压力。周四晚，华盛顿互惠银行被联邦存款保险公司接管，成为美国历史上最大的银行倒闭案。之后，摩根大通以19亿美元收购互惠银行部分资产（几天后接手了美联银行）。我们在9月26日（周五）写道：“每天的新闻铺天盖地，难以选择评论议题。美国目前处于去杠杆化的雪崩阶段，这是我们分析每日新闻的大背

景。”

周日早上，国会似乎打破了政治僵局，在众议院议长南希·佩洛西和参议院多数党领袖哈里·里德的陪同下，财政部长保尔森宣布达成一项7000亿美元的救助法案协议。

但周一下午进行投票时，法案未能通过。美股下跌8.8%，创1987年以来单日最大跌幅。全球各国市场呈螺旋式下跌；油价下跌了每桶10美元，因为在经济萧条时期，原油需求会少得多。与此同时，各国央行纷纷向受冲击机构提供紧急贷款。银行间拆借市场冻结，短期国债收益率跌至仅略高于零。



同样，成功管理危机的核心之一是，决策者有智慧、有见识、有权采取一切必要行动。国会投票表明，财政部必须尽力争取所需的权力。当时，我们写道：

（桥水每日观察）9月29日：一次对公信力的考验

美国消费和全球金融体系的融资依赖信任。最近的事态发展显然挫伤了人们对金融体系的信任。所谓的掌权者已经保证法案将通过，但今天被众议院否决，引发了全球对美国决策者的关注。美国能否采取必要措施？这一问题变得更加复杂。最终，全球融资方（中国、石油输出国组织）将判决美国决策者能否经受这次考验。

即使通过了救助法案，也很难维持全球对美国体制的必要信任。今天的事件反映了政府流程混乱和缺乏领导力的问题，使美国政府更难赢得全球信任，也加大了政府丧失公信力的风险。事态将会进一步恶化。

为了推动救助法案的通过，财政部和国会领导人夜以继日地工作。这个过程很痛苦：即使是在风平浪静的时候，都很难说服共和党人和民主党人开展合作，更何况不良资产救助计划距离竞争激烈的总统选举仅有一个月的时间。共和党人绝不想被人认为他们为了救助银行放弃自由市场原则和财政责任。民主党人也有顾虑，他们不想让即将下台的共和党政府在大选前取得重大的立法胜利。奥巴马和麦凯恩担心的是，对方会反对所谓的“华尔街救助”，借此提高自己的民粹主义声誉。保尔森担心，如果发生这种情况，法案通过的概率就微乎其微了。[47]

但政治并不是与不良资产救助计划相关的唯一难题。在财政部力推国会通过不良资产救助计划的同时，发生了两起美国历史上最大的银行倒闭事件（华盛顿互惠银行和美联银行倒闭），几个欧洲国家也不得不加紧救助本国银行。财政部官员可以看到，7 000亿美元的不良资产购买不足以拯救市场，但如果将这笔资金作为资本直接注入银行，银行可以通过增加杠杆，把购买量放大许多倍。

即使财政部表示不会将不良资产救助计划资金注入银行，但仍然争取这一授权，以便在必要时这样做。问题是如何快速有效地向银行注资。为此，财政部没有试图区分健康和不健康的银行（带来海量分析工作，将是一场噩梦），因为这会引起很多争议，浪费更多宝贵时间，也会让其支持的银行背负恶名（导致挤兑恶化）。财政部提出以极具吸引力的条件购买优先股，将资金迅速注入700家银行。

因为公众想要惩罚银行（这一点可以理解），保尔森采取的做法非常不受欢迎。在我看来，此举是有必要和妥当的，也是对纳税人资金的有效使用，因为将资金注入不良资产救助计划的资本计划，防止了灾难性的经济危机（后果堪比大萧条，甚至更糟），更不用说财政部后来把资金全部收回，并为纳税人获得近500亿美元的利润了。保尔森愿意为人民选择正确的做法（虽然这一做法不受欢迎），此举可谓英勇，但并没有获得应有的赞誉。太多不在其位的人对此横加指责。除非决策者拥有足够的智慧和勇气，采取不受欢迎但正确的措施，否则这些旁观者的行为将会导致灾难性的恶果。

新闻和《桥水每日观察》

2008年10月1日

经过两天的暴击，股市小幅下跌

“周三，参议院准备对政府的救助计划进行投票，加剧了货币市场的紧张情绪。许多公司和银行面临融资困难。即使可以获得信贷，通常也只是隔夜借款，而不是几周或几个月。”

2008年10月1日

制造业指数急剧下滑

2008年10月2日

持续担忧信贷紧缩，股市暴跌

“周四股市大幅下挫。华盛顿将对不良资产救助计划投下关键一票，经济恶化和信贷持续紧缩的迹象令投资者感到不安。”

2008年10月3日

救助计划未能安抚投资者

2008年10月3日

市场走势令人恐惧

“不良资产救助计划引发的价格波动非常糟糕，符合我们的判断，即不良资产救助计划无法彻底扭转现状。周五股市出现了典型的‘谣言买入，坐实卖出’的价格走势。唯一不同的是，市场通常在好消息出现前上涨，在消息坐实时抛售，投资者最终获得的是净收益……这次……当投票消息确认时，股价跌至新低。”

——《桥水每日观察》

2008年10月3日

9月就业岗位流失15.9万个，为5年来表现最差月份

2008年10月5日

金融危机向欧洲蔓延

2008年10月6日

美联储计划购买公司的无担保债务

“根据该计划，美联储表示将购买无担保短期债务，为企业日常运营提供资金。美联储周二在某声明中表示，该工具将鼓励投资者返回商业票据市场，进行定期贷款。”

2008年10月7日

美联储暗示降息，但美国市场依然暴跌

2008年10月8日

供应和流动性不足

“在流动性紧张的情况下，政府已经增加了供应；交易商无法为库存提供融资，对冲基金无法得到借款，外国人对美元的储备货币地位失去信心，对现金的渴望超过承担各类风险的意愿，甚至没人愿意承担国债收益率曲线的风险。”

——《桥水每日观察》

经过大量的谈判，不良资产救助计划最终获得通过，这是一项非凡的成就，也是国会两党非常罕见地达成共识的结果。可以想象，巨大的不确定性使每个人都如坐针毡。像大多数这类情况一样，只有处于悬崖边缘，各方才会协调行动，采取正确措施。如果决策者能够尽早采取正确举措，避免此类危机的发生，当然会更好，可惜政治体系不是这样运作的。分析了历史上多个国家的一系列类似案例后，我可以证明，政治体系通常只有在激烈交锋后才会做出正确决定，而且往往距离灾难发生仅有几个小时的时间。

但到10月3日法案通过时，投资者普遍认为法案不足以救市。美股下跌1.4%。

2008年10月

对决策者来说，10月头几天的主题就是争取在尽量短的时间内完成尽量多的工作。随着经济的日益恶化，几乎每个监管部门都在进行重大政策调整，每个部门都有自己的障碍、权衡和利益。

在联邦存款保险公司，监管者致力于提高存款保险上限。因为美联银行已经出现了类似大萧条时期的挤兑，该公司的分析师认识到，他们必须提供更多保险，但也担心如果保险额度提得太高，就会吸引外国银行（上限较低）的存款人，扼杀欧洲和亚洲的流动性。因此，10月3日，他们采取了妥协措施，把存款保险上限从10万美元提高到25万美元（也是不良资产救助计划授权的措施之一），希望足以缓解受困银行的压力，同时避免与外国监管机构打存款保险战。随后，联邦存款保险公

司推出了交易账户担保计划，为参与银行的无息交易账户提供全额保险。

新闻和《桥水每日观察》

2008年10月8日

美国国际集团再获378亿美元

2008年10月9日

美国考虑向银行注资

“白宫周四表示，由于未能解冻信贷市场，财政部正在考虑收购许多美国的银行，力图恢复市场对金融体系的信心。”

2008年10月9日

销售预测堪忧，美国汽车股暴跌

2008年10月10日

本周股市如过山车，以暴跌收尾

“股市连续三天在交易的最后一小时内崩盘。周五，美股还是暴跌……这是股市历史上最疯狂的走势之一，也为75年来最糟糕的一周画上了恰如其分的句号。道琼斯指数和标普500指数（后者覆盖范围更广）本周均收跌18%。”

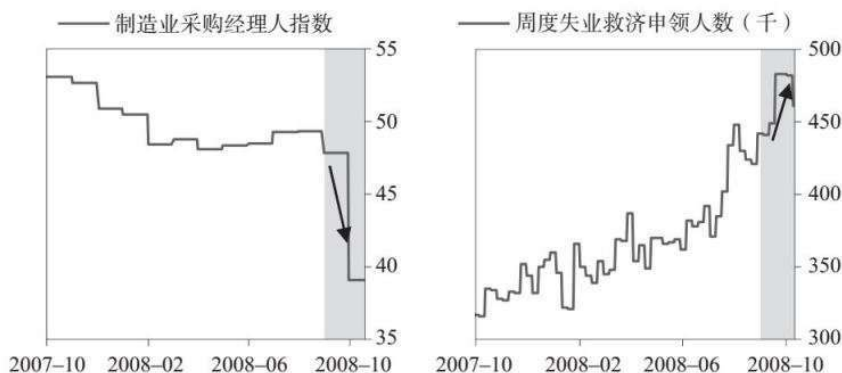
2008年10月10日

受损货币基金获得缓解

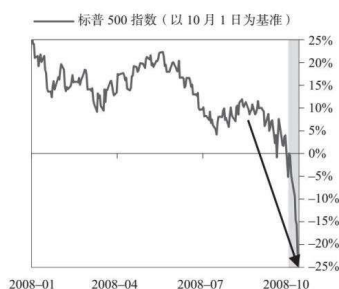
“长期以来，货币基金被视为与银行存款一样安全，但9月16日，投资者信心有所动。当日，一只价值数十亿美元的货币基金爆出亏损，造成资金连续数周回撤……最受打击的是所谓的优质货币基金。这些基金在购买商业票据和其他短期资产方面拥有最大的自由度，为企业运营提供了资金。但周四，机构和零售优质基金都获得了新增资产。”

每天都有新一轮坏消息冲击股市。经济快速下滑，采购经理人指数远低于预期，工厂订单数据显示8月下降4%，而工资报告显示9月失去了15.9万个工作岗位（5年内表现最差的月份），而这些仅是10月第一

周公布的数据。第二周出炉的经济统计数据同样令人悲观，零售销售同比下降7.7%。



不利消息持续爆出，股价连日下跌。10月1—10日，标普500指数的投资者损失了22%，没有一天获利。原油价格继续快速下跌，10月上半月收于每桶75美元。有几天，即使没有太多新闻，股市依然暴跌。例如，10月9日，股票以创纪录的成交量下滑7.6%，但几乎找不到什么重要的引发事件。



这种剧烈痛苦不局限于金融部门。有报告显示，大型非金融公司几乎无法通过企业票据市场融资，而在依赖信贷额度支撑日常运营。一些公司宣布削减股息以保持现金储备，与此同时，资金持续流出优质货币市场基金。一份有关家庭部门的报告显示，8月消费信贷自1998年以来首次下降。全球其他国家也出现了类似的问题，即使各国央行宣布了前所未有的干预措施，所有主要市场的流动性仍在枯竭。

2008年10月11日

白宫全面修改救助计划

“周六，国际领导人齐聚一堂，共同应对全球金融危机，小布什政府开始全面修改受损金融体系的救助策略。两周前，政府说服国会批准7 000亿美元，用于购买与抵押贷款挂钩的不良证券。现在，小布什政府将这一想法放在一边，开始支持一种全新方法，即政府将资金直接注入美国各家银行，也就是将银行业部分国有化。”

2008年10月11日

小布什承诺解决危机

“周六，小布什总统试图打造全球统一战线，以此应对金融危机。他表示，世界主要工业化国家已经就稳定市场和支撑银行系统的共同步骤达成一致……

“小布什总统表示，各国已经统一应对危机的整体原则，包括努力防止重要金融机构崩溃，保护储户存款等。”

2008年10月12日

追加保证金的要求导致抛售，股价进一步走低

2008年10月13日

银行获得救助，股市飙升11%

“周一，道琼斯工业平均指数今年10月首次收涨。准确地说，是比开盘时高出936点，创75年来的最大单日涨幅。全球各国政府和央行开展积极协调的政策行动，恢复全球信贷流动，这是投资者一直期待的举措，美股走高。”

2008年10月15日

通用汽车金融公司难以获得融资

2008年10月18日

住宅建筑增速为1991年以来最慢

面对如此巨大的痛苦，决策者推出了更大的举措，旨在解冻信贷市场，缓解整个金融体系的担忧。例如，10月7日，美联储宣

布了一项异乎寻常的新计划，开始购买无担保商业票据。由于银行贷款几乎完全冻结，货币市场基金将数千亿美元的资金撤出商业票据市场，因此大型非金融公司都在竭力融资，仅为了维持正常运营。如果这些公司无法获得资金，就会大规模裁员，扰乱整个经济秩序。这一担忧迫使美联储出手干预，推出所谓的商业票据融资工具。从技术层面来看，这是一个独立的实体，它将使用美联储根据《联邦储备法》第13条第3节授权提供的贷款购买商业票据。在实践中，美联储同意直接出资购买商业票据，但财政部不会为损失兜底。在通常情况下，央行不允许承担这类高风险信贷的巨大风险，此举使美联储临近法定权限边缘，甚至略有越界（每家各执一词）。美联储勇敢地采取了必要之举，并希望通过商业票据融资工具向借款人收取费用，以此弥补任何亏损（尽管弥补亏损并不是主要目标）。

不良资产救助计划通过几天后，保尔森开始暗示可能将这些资金注入银行，而不只是购买不良资产，正如他所说，他已经等待好几周才开始暗示。[\[48\]](#) 10月9日，在保尔森的敦促下，白宫官员开始释放信号，表示可能将不良资产救助计划资金注入银行。

要做的事情太多，决策者需要当机立断。这是完全疯狂的一周。

哥伦布日（美国联邦假日，纪念哥伦布在北美登陆）周末，也就是10月11—13日，决策者推出了最重大的一项政策。10月1日（周六），小布什总统在华盛顿会见了七国集团成员，公开承诺与各国协调合作，努力遏制全球金融危机。七国集团成员同意向本国银行机构注资，并增加存款保险担保。在接下来的两天里，财政部争分夺秒，最终确定了美国履行国际承诺的具体政策。新计划的核心内容是两项大胆的政策调整：大幅扩大联邦存款保险公司的承保范围，向银行体系注入海量资金。

新闻和《桥水每日观察》

2008年10月19日

小布什助手表示部分地区陷入经济衰退

“小布什总统的高级经济顾问周日表示，美国一些地区面临高失业率，经济似乎陷入衰退。”

2008年10月20日

信贷宽松迹象和刺激计划谈判提振美股

“最近，贷款方之间开始重建信任，这一罕见现象令市场认为，银行、企业和市政当局面临的直接财政压力有望缓解，从而缓冲经济可能陷入衰退所带来的打击。这些令人鼓舞的迹象似乎让华尔街大为宽慰，道琼斯工业平均指数上涨413点，涨幅为4.7%。”

2008年10月20日

美联储主席支持新一轮刺激计划

“美联储主席伯南克周一表示，他支持第二轮额外支出措施，以帮助刺激经济。”

2008年10月20日

据称美国要推动新一轮银行合并

“据政府官员透露，美国财政部希望从2 500亿美元的救助计划中拿出部分资金，投入愿意收购较弱竞争对手的银行，以此推动新一轮合并，加快银行重组。”

2008年10月21日

美联储加大信贷市场救助力度

“为了恢复对金融体系的信心，美联储又推出一项大胆策略，将为许多货币市场基金持有的短期债务提供支撑。央行将从货币市场基金购买存款证和某些类型的商业票据，以期恢复信贷的自由流动，减轻对投资的担忧。这是美联储本月宣布的第三项此类计划。”

2008年10月23日

首次申请失业救济人数增幅超预期

2008年10月23日

格林斯潘承认监管失误

“多年来，格林斯潘出席的国会听证会都是重大事件。立法者将他视为经济圣人。市场因他的言论而高低起伏。两党的政治人士都希望这位大师能站在自己一边。但本周四，在卸任美联储主席近三年之后，格林斯潘先生谦卑地承认，他过于信任自由市场的自我纠正能力，未能预见到无序抵押贷款的自毁力量。”

通常，联邦存款保险公司仅负责为商业银行存款提供保险。然而，新的临时流动性担保计划扩大了该公司的权力。公司可以承保任何一家系统重要性银行的债务，承担银行和银行控股公司新发行的所有无担保债务的亏损，并为所有无息交易账户的亏损提供担保。这相当于担保银行的几乎所有债务，因此是一个异乎寻常的措施，许多人担心这样做可能产生严重的意外后果，但正如保尔森后来写道的：“坦率地说，我讨厌这些选项，但不想处理一场灾难。”[49]

根据新的资本购买计划，财政部利用不良资产救助计划资金，在尽可能多的银行机构中持有股权，持股上限可达风险加权资产的3%或2500亿美元。如前所述，财政部将以购买优先股的形式提供投资，股息率为5%。

保尔森需要所有银行都参与这项计划，即使是最健康的银行，因为如果只救助问题银行，则可能给参与银行带来污名，导致挤兑加剧。因此，虽然财政部无权强制银行接受资金，但还是尽力说服银行这样做。10月13日（周一），保尔森邀请9家主要银行的首席执行官到他的私人会议室，表示希望每个与会者都参与这项计划，他甚至明确提出自己希望每家银行接受的资金数额。参会的所有银行都接受了政府资金。国会给了保尔森7000亿美元，到会议结束时，保尔森已经承诺出去1250亿美元。

即使向银行注入了现金，美国、欧洲和日本的市场依然继续恶化。保尔森、伯南克和盖特纳明显意识到，他们必须加大行动力度。伯南克和保尔森与七国集团的央行行长和财政部长进行了一系列非常重要的会晤，以协调国际应对措施。保尔森和小布什总统还会见了20国集团财政部长。与此同时，财政部团队迅速细化美国的应对方案。有人私下提醒保尔森，财政部可能行动过快，这样做很危险。然而，保尔森认为，如果决策者不迅速采取行动，等到哥伦布日的三天长周末结束、周二所有市场开盘时，他们就会束手无策。[50]

保尔森表示，他们采取的最有力措施是临时流动性担保计划。根据这项计划，联邦存款保险公司（成立目的是保护储户）将资金用于担保金融机构的债务，包括银行控股公司的无抵押债务。[51]联邦存款保险公司的法律总监曾表示此举违法。保尔森和其他人花了很多时间说服其负责人希拉·贝尔这是正确的措施。她最终做出了非常勇敢的决定，对计划表示支持，大幅改善了当时的局面。[52]

10月13日（周一），这项计划的消息泄露（全球各国的决策者也都

宣布了类似的计划)，股市开盘飙升。美股上涨11.6%，标普500指数创1939年以来的最大单日涨幅。

这里需要强调的是，这些公告对危机的宏观形势具有极其重要的影响。到目前为止，政府主要针对个别灾难性问题做出了回应。美联储肩负了绝大部分重担，而其他机构不能保证肯定予以充分支持，但越来越清楚的是，美国和世界各国的决策者都致力于协调行动，采取非常举措。然而，经济基本面持续恶化，未来存在巨大的不确定性。当时，我们向客户做出了以下解释。

（桥水每日观察）10月13日：政府竭尽全力；现在要看行动是否及时

这些行动都是了不起的举措。政府正在全力以赴地开展工作（这是我们一直期待的）。虽然这些措施在危机的第一阶段也会起效（如果实施类似措施，就会避免雷曼兄弟破产），但危机已经进入第三阶段，我们只能拭目以待。目前的一大问题是，大规模流动性注入和银行资本重组能否传导到系统外缘的机构。

许多随之而来的问题超出了政府的控制范围。我们对一些严峻问题有所认识，但对另一些问题肯定还不了解。因此，很难确定政策调整将会如何影响这些重大问题，也无法确定这些重大信贷/流动性问题将带来什么影响……

我们处在充满不确定性的时期，但现在，我们第一次可以有信心地说，主要发达国家政府都在竭尽全力应对这场危机。

接下来的一周，经济担忧和不确定性导致市场剧烈波动。例如，由于9月零售销售数据不佳，伯南克又警告称，不会很快出现任何“更广泛的经济复苏”，美股周三下跌9%。[\[53\]](#)第二天，尽管一系列统计数据令人失望，美股却反弹4.3%，商业票据利率也略有下降。

新闻和《桥水每日观察》

2008年10月27日

白宫考虑汽车产业援助协议

“政府官员表示，小布什政府正在研究一系列政策选项，旨在提供紧急财政援助，推动通用汽车与克莱斯勒的合并。知情人士表

示，政府希望向陷入困境的底特律三大汽车制造商提供财政援助。方法可能是利用财政部从本月国会批准的7 000亿美元资金中获得的广泛授权。”

2008年10月27日

美联储继续提供美元以满足需求

“美联储继续通过各种渠道向金融系统注入前所未有的流动性。在空前的流动性推动下，美联储的资产负债表规模翻了一番，资产和负债增加近1万亿美元，但仍未能满足私营部门的需求。全球美元债务规模巨大，而且金融体系完全习惯于能够延期和增加这些债务，因此要想打破这一格局，美联储必须做出前所未有的努力。尽管如此，美联储开启征程的风险巨大，因为全球金融体系的许多问题都超出美联储的权责范围。”

——《桥水每日观察》

2008年10月29日

由于担心局势，美联储将关键利率下调0.5个点

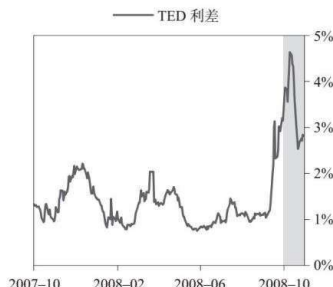
2008年10月29日

美联储降息至零？一些分析师认为或将如此

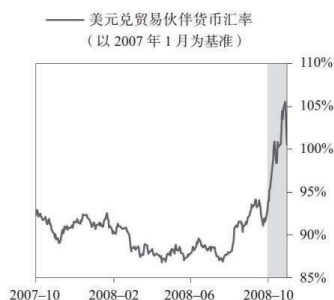
2008年10月30日

美联储新增210亿美元美国国际集团贷款

但到10月20日（周一），银行间拆借和商业票据市场出现明显缓和。商业票据利率触及4周低位，而短期国债收益率上升。信贷形势的解冻有助于提振股市，显著缓解了银行压力。



尽管如此，大多数金融错配（即短借长贷，或用一种货币借款，用另一种货币贷款）尚未得到解决，这些问题对金融机构和公司构成挤压。此时还出现了美元短缺：一方面，外国金融机构过去用借入的美元发放贷款，现在必须偿还美元债务；另一方面，外国金融机构需要应对其债务人，要求债务人偿还美元债务，而此时美元、资金和信贷的供给吃紧。整个10月，美联储不断扩大与发达国家央行的美元互换额度（即流动性借款），但未能提供足够的美元流动性以缓解全球美元短缺局面。部分原因在于，外国央行拿到美联储提供的美元贷款后，不愿意接受以本国货币计价的抵押品，因为它们担心这些抵押品出现违约和运筹问题。新兴市场受到的挤压最大，它们累积了大量美元债务，债务人争先恐后地寻求美元。总而言之，美元汇率在10月上涨了8%。



新闻和《桥水每日观察》

2008年11月1日

分析时事的理论框架

“我们认为，对许多人来说，世界经济正处于相当痛苦的去杠杆化/经济萧条进程……与大多数人的观点相反，去杠杆化/经济萧条不是严重的经济衰退，而是一个完全不同的进程。”

——《桥水每日观察》

2008年11月2日

政府拒绝了通用汽车合并的救助请求

2008年11月3日

汽车制造商报告的10月销售不佳

2008年11月4日

奥巴马获得历史性胜利

“投票后民意调查显示，62%的选民表示经济是他们最关心的问题。恐怖主义和伊拉克战争等所有其他问题都望尘莫及……由于民主党占据国会绝大多数席位，当选总统奥巴马很可能会迅速启动一揽子经济刺激方案。”

——《华尔街日报》

2008年11月7日

10月就业岗位流失后，失业率处于14年高位

2008年11月7日

创造了流动性，但未能创造信贷

“美联储通过资产购买和一系列掉期交易，用国债置换了其他流动性更差、评级更低、期限更长的信贷，实际上为许多关键实体提供了短期流动性，但由于债权人的贷款成本过高，贷款不划算（特别是他们受到挤压时），因此美联储无法推动私营部门的信贷扩张。如果没有信贷扩张，去杠杆化/经济萧条就会一直持续下去，直到最终出现全球债务重组（即减少债权人对债务人的债权规模）。 ”

——《桥水每日观察》

2008年11月10日

美国国际集团获得150亿美元一揽子援助计划

2008年11月10日

房利美减记亏损达290亿美元

我们当时为客户提供了如下形势分析。

（桥水每日观察）10月22日：美元挤压

债务是一种现金空头，即承诺在未来提供现在没有的现金。美元是全球储备货币，过去几年出现了美元流动性过剩……全球累积了大量以美元计价的债务。因此，随着美元流动性收紧，出现美元短缺。这一局面……正在冲击负债累累的新兴市场（特别是大宗商品出口国），并支撑了美元汇率。我们预计美元兑欧元和新兴市场货币汇率将持续走高，直到这种美元短缺局面终结（债务人要么违

约，要么获得流动性而避免违约），届时美元将会贬值。

任何实际价格都等于所交易商品的支出金额除以出售数量（即 $P = \$ / Q$ ）。因此：（1）在任何时候，获得价格的理想方式都是，知道谁是买方，谁是卖方及其出售量（最好还知道出售原因）；（2）有些人试图用时事新闻来解释价格波动的原因，但价格不一定像新闻说的那样总是对基本面的变化做出回应。在当前时期，波动率仍然极高，其原因与基本面无关，而完全取决于谁在增持，谁在减持，及其背后的原因（如受到挤压、挤压消失、重新平衡投资组合等）。例如，10月28日（周二），标普500指数上涨超过10%；第二天美联储再次降息50个基点，标普500指数却下跌1.1%。当月收盘时，标普500指数下跌了17%，这是自1987年10月以来的最大单月跌幅。

2008年11—12月

11月4日，在一片乱局下，奥巴马在创纪录的投票率中当选美国总统。在他上任时，民主党在国会两院都占绝对多数席位。奥巴马在选举时就承诺，政府将出资数十亿美元，用于基础设施、失业保险和医疗补助，并且表示支持不良资产救助计划。由于民主党控制国会两院，奥巴马能够迅速采取行动。

新闻和《桥水每日观察》

2008年11月11日

对零售的担忧导致市场走低

2008年11月11日

油价跌至20个月低位

2008年11月11日

我们赞赏美联储的应对举措，也希望财政部表现出色

“过去，美联储允许信贷迅速增长，导致美国资产负债表迅速恶化，播下这场危机的种子（首先在格林斯潘的领导下，其次在伯南克的领导下），而财政部也允许这次去杠杆化危机发展到不可控制的地步。但是，美联储在认识到这是一场去杠杆化危机后，表现非常出色，进而缓解了信贷崩溃。美联储不是依靠而是实际取代了受

损金融机构，为关键实体提供了信贷。美联储积极务实，发挥想象力，重新定义了央行在萧条时期的最佳做法。”

——《桥水每日观察》

2008年11月12日

经济不确定性引发恐慌，主要指数急剧下跌

“整个上午，金融市场都在下跌，但在美国财政部长保尔森出席新闻发布会、讨论7 000亿美元金融救助方案之前，市场开始急剧下滑。保尔森表示，政府不会像原计划那样将这些资金用于购买不良证券，而是用于购买银行股票，并向其他金融机构注资。”

2008年11月13日

美国政府调整信贷救助计划重点

2008年11月13日

了解不良资产救助计划的变更

“保尔森周三和周四的声明显示，不良资产救助计划资金的使用方式再次出现变更，从用于直接购买抵押贷款资产（无杠杆）变为向银行注入更多资金。现在财政部正在考虑其他机制，可能将资金用于担保新型证券化工具，进一步发挥银行体系外资金的杠杆作用，我们认为这样的调整是明智的。”

——《桥水每日观察》



11月5日《今日美国》, © 2008 甘乃特公司今日美国报。版权所有。经美国版权法许可和保护使用。未经明确书面许可, 禁止打印、复制、再分发或转发本内容。

虽然财政部和美联储迄今为止的行动可能放缓了金融危机的蔓延速度,但在2008年的最后几个月中,经济的下降速度远远超过最悲观的观察员担心的水平,美国走向大萧条以来最严重的经济低迷时期,未来充满了各种未知。

我们认为,经济正处于典型的去杠杆化/经济萧条早期阶段,货币政策无法发挥正常效力。利率再也无法降低,无数的信贷渠道已经枯竭。

11月发布的大多数重要经济数据比已经非常糟糕的预期更糟。消费者支出迅速下滑,零售销售下降超过8%,汽车销售同比下降30%。各个行业的企业都因盈利不佳而进行历史性裁员。失业率上升至逾6.8%,为1994年以来的最高水平,裁员和失业率预测大幅上升。12月的制造业数据是自1982年以来的最差数据。经济濒临崩溃。

各行各业的企业都希望联邦政府提供财政援助,尤其是汽车行业。该行业依然深陷困境,正在积极寻求联邦政府的支持。然而,财政部不想将7000亿美元的不良资产救助计划扩大到工业公司,因此不愿意资助主要汽车制造商。11月初,财政部拒绝了通用汽车100亿美元的请求(通用汽车或与克莱斯勒合并,希望财政部能提供资金支持)。联邦政

府不提供资金，信贷市场仍无法运作，于是汽车制造商通过出售资产筹集现金。福特和通用汽车当月均出售了在其他汽车制造商的股份。

新闻和《桥水每日观察》

2008年11月14日

房地美出现亏损，寻求援助

——美联社

2008年11月14日

10月零售销售创纪录下滑

2008年11月17日

花旗计划出售资产，进一步裁员

“花旗集团周一表示，计划裁员5.2万人，占其全球劳动力的14%，这一数字令人震惊。这是有史以来规模最大的一轮裁员，裁员不仅针对金融业，而且面向所有行业。”

2008年11月17日

通用汽车出售铃木股权，以筹集现金

——美联社

2008年11月17日

市场盘后交易走低

2008年11月17日

破产的必要性和防止破产的风险

“目前，最基本的经济问题是，许多个人和公司的偿债金额远远超过其可用于偿债的现金流。因此，他们不得不进行债务重组和债务减记，直到偿还金额降至与债务人支付能力相匹配的水平。破产是进行这些重组的最常见方式。越早有多企业破产，就能越快速度过这场经济危机。”

——《桥水每日观察》

2008年11月18日

为筹集现金，福特出售马自达股份

2008年11月18日

房价下跌9%

2008年11月19日

股市大幅下挫，信贷市场冻结

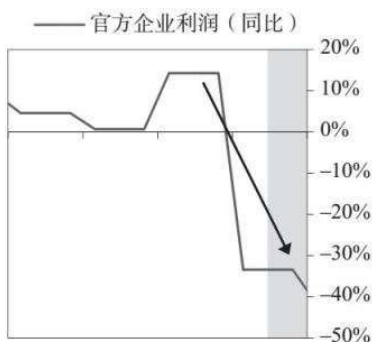
“标普500指数下跌6.7%。这一基准指数从2007年10月的峰值下跌约52%。”

2008年11月20日

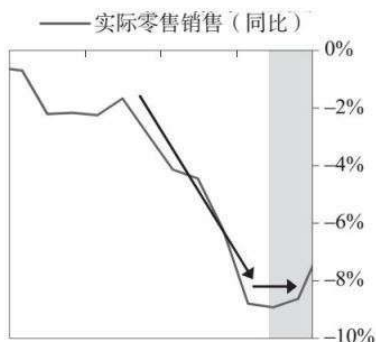
美国首次申请失业救济人数创16年新高

2008年11月20日

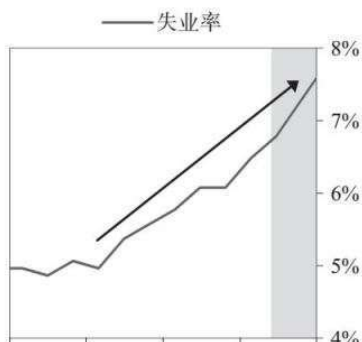
油价收市低于每桶50美元，创2005年5月以来的最低价



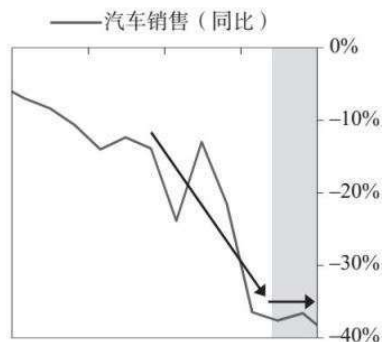
2008-01 2008-04 2008-07 2008-10



2008-01 2008-04 2008-07 2008-10



2008-01 2008-04 2008-07 2008-10



2008-01 2008-04 2008-07 2008-10

11月10日，美国国际集团公布了250亿美元的季度亏损（同时政府再次为公司提供1 500亿美元，以减缓金融危机蔓延速度）。房利美公布了290亿美元的亏损，并表示所需资金或将超过1 000亿美元（此前，财政部承诺提供1 000亿美元来维持该公司的运转）。

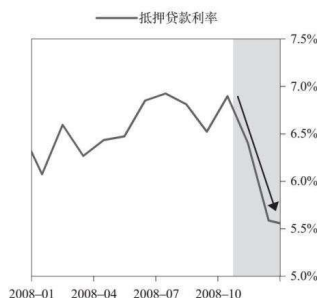
保尔森没有公开谈论自己思路的变化，因为他不想影响选举结果。[\[54\]](#)此时市场期待政府会推出一项重大的资产回购计划。然而，11月中旬，保尔森在大选后的一次讲话中宣布计划修改财政部对不良资产救助计划的使用方式。他透露，财政部将不再购买非流动资产，因为这些证券市场已经冻结。相反，财政部将资金作为股权资本，注入银行和非银金融公司（但不是汽车公司），以此释放这些机构的放贷能力，使其恢复正常贷款。此外，他还宣布了一项针对消费信贷市场的贷款计划。这项新计划允许财政部为汽车贷款、信用卡和学生贷款提供部分资金。然而，这些政策调整却导致市场走低。保尔森在事后指出：“正如我所担心的那样，市场关注的事实是政府没有推出抵押贷款相关资产的购买计划。”[\[55\]](#)市场因此感到不安，标普500指数下跌了5.2%。

股市在11月20日创下新低，当月下跌超过20%（与高点相比，下跌52%）。油价急剧走低（低于每桶50美元），房价继续下跌。然而，这些新低很快出现逆转，因为有消息称，奥巴马将提名盖特纳担任财政部长，提名萨默斯（前财政部长）担任国家经济委员会主任。两位的杰出才干无可非议。在上任之前，萨默斯就一直担心美国可能出现重大债务危机[3月初，贝尔斯登垮台之前，萨默斯曾在一场演讲中表示：“我认为，美国正面临宏观经济和金融压力，这是我们这代人（甚至在长得多的时间里）经历的最严重的双重压力。”][\[56\]](#)他也倡导以重大政策举措应对危机，后来成为汽车企业政策的关键决策者。伯南克当然会留在美联储，所以经济团队领导人保持了良好的连续性。这些举措也确保两届政府之间的政策连续性。

11月25日，美联储和财政部宣布了8 000亿美元的贷款和资产购买计划，旨在降低抵押贷款利率（帮助房地产市场）。央行承诺购买6 000亿美元的住房贷款相关债务。这是第一轮量化宽松计划，也是管控去杠杆化的经典而关键的一步。处于危机中的央行必须在以下两个选项中做出抉择：（1）“印发”更多资金（超出银行流动性所需的数额），以此取代不断下降的私营部门信贷；（2）在信贷崩溃时，允许货币政策大幅收紧。在事态发生翻天覆地的变化时，央行必然选择印钞（即美联储此时的做法）。

希望读者继续阅读下一部分，了解1928—1937年的美国债务危机（以及其他案例），这些事实充分证明了上述理论。2008年的不同之处在于，决策者迅速迈出了上述关键一步。1930—1933年的经济萧条持续了很长时间，原因是决策者的反应非常缓慢，而不是因为当时的的问题更为严重（事实恰恰相反）。即便如此，如果决策者更早采取行动，2008年危机带来的痛苦也会大大减少。

请参阅下图，了解量化宽松消息对市场的影响。30年期固定抵押贷款利率下跌近1%（10年期国债收益率下跌22个基点）。



尽管如此，股市本月收盘时仍下跌了7.5%，当时并不清楚这些举措是否为时已晚。

新闻和《桥水每日观察》

2008年11月20日

财政部长提名人选带来股市飙升

2008年11月21日

资产负债表问题

“自美联储决定注资银行以来，信贷市场有所解冻，但仍不足以防止大量抛售。信贷市场持续冻结，这表现为市场中的基本融资关系中断（当金融机构可以获得融资时，就很容易借此进行套利交易）。除非利率水平符合经济形势，金融机构可以提供新的信贷，否则经济将会出现自由落体式下滑。目前，市场上的很多混乱带来了机会，金融机构不太可能以目前的利率提供新的信贷。它们甚至

不愿意为了套利而动用资产负债表（创造信贷），更不用说为提高经济活力而提供信贷了。”

——《桥水每日观察》

2008年11月23日

英国准备宣布刺激计划

2008年11月25日

美国提供8 000亿美元贷款计划详情

“美联储宣布将一举收购房利美和房地美担保的6 000亿美元抵押贷款相关债务。抵押贷款市场为此群情激昂，30年期固定抵押贷款利率从6.3%下降了近1个百分点，降至5.5%。”

2008年11月26日

欧洲和中国推出新的刺激计划

2008年11月28日

周五交易时段缩短，美股收获5连涨

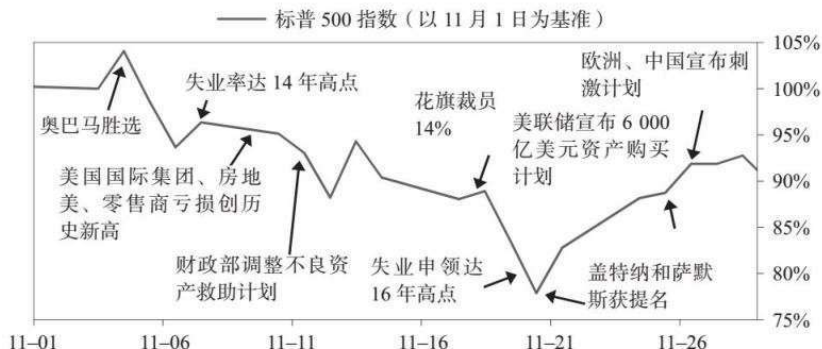
“美股周五收盘走高，结束了75年来最大的5天涨势（但零售商在假日季节的销售行情似乎黯淡）……感恩节次日，美股提前三小时收盘，自11月21日开始反弹以来，道琼斯指数上涨了16.9%，而标普500指数则上涨了19.1%。”

2008年12月17日

石油输出国组织同意再次削减产量

2008年12月17日

美联储降息，美元贬值



决策者发布上述公告后，我们向客户写道：

（桥水每日观察）11月25日：我们期待更多惊人举措的原因和意义

虽然我们不能代表美联储和新一届财政部，但我们认为，它们理解杠杆化/经济萧条过程的演变，也清楚当前事态的严重性，它们的理解实际上与桥水非常相似。从美联储现在的做法和可能进一步采取的举措来看，如果换成我们，也会这样做。因此，我们预期美联储和政府（即财政部和其他部门）将会推出震撼人心的政策。

美联储今天宣布的举措只是政策进程的最新步骤，旨在继续扩大证券购买范围，加大购买规模以降低信用利差，以及增加系统流动性。我们预期它们将会出台更多政策，在法律允许范围内“不惜一切代价”采取行动。

其他主要国家也针对本国经济下滑纷纷公布了重大政策举措。例如，英国政府宣布了一项300亿美元的刺激计划（降低销售税，出台相关措施，帮助房主、养老金领取者和小企业），中国降息，欧盟制订了一项2 580亿美元的财政计划。其他央行也增加了紧急贷款措施（例如，日本央行实施了一项新规定，允许商业银行从央行借入无限额资金，需提供抵押品）。随着全球经济放缓，发达国家12月普遍降息。

新闻和《桥水每日观察》

2008年12月18日

大量投资者在2008年亏损的原因以及未来教训

“我们认为，大多数投资者遭受亏损的原因如下。

“1.他们的贝塔敞口远大于阿尔法敞口。

“2.贝塔敞口过多集中于经济不景气时期表现不佳的资产（如股票、私募、房地产、信用风险债券等），持有太少在经济不景气时表现良好的资产（如国债）。

“3.风险和流动性溢价大幅上扬（市场不好时的必然走势）。

“4.阿尔法通常有很多系统性偏好，会在经济繁荣时期表现良好，在经济下滑时期表现糟糕。例如，一般‘对冲’基金与股票的相关性约为70%，因此，当股市大幅下挫时，基金难免遭受严重亏损。”

——《桥水每日观察》

2008年12月18日

信用卡用户保护规定出台

——美联社

2008年12月19日

汽车企业获得救助，股市攀升，继而下跌

2008年12月22日

印地麦克银行不规范操作曝光

2008年12月23日

11月住房销售下降速度超过预期

2008年12月24日

美联储批准通用汽车金融服务公司改组银行请求

2008年12月24日

新增首次申请失业救济人数创26年新高

——路透社

2008年12月29日

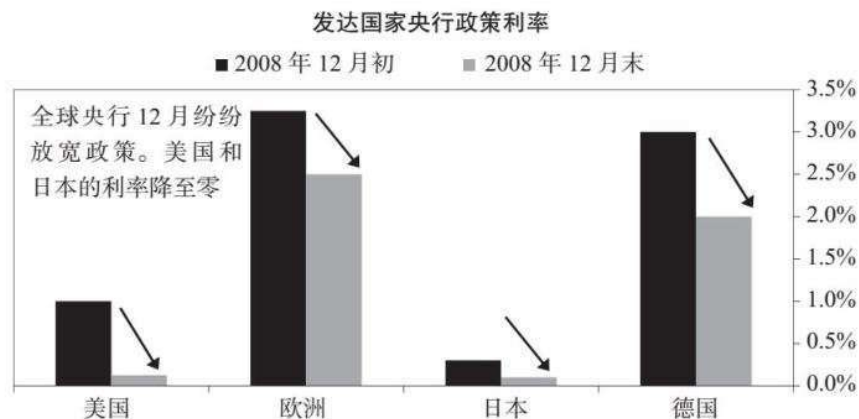
政府同意在通用汽车金融服务公司持股

2008年12月30日

2008年12月30日

通用汽车金融服务公司降低汽车贷款标准

“通用汽车金融服务公司表示将大幅降低车贷标准，立即开始向信用评分为621分以上的借款人发放贷款，而两个月前公司开始接受的最低评分为700分（当时它在努力维持运营）。通用汽车表示将提供新一轮低利率贷款，包括对某些车型的零利率贷款。”



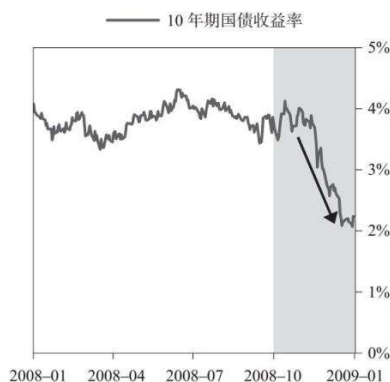
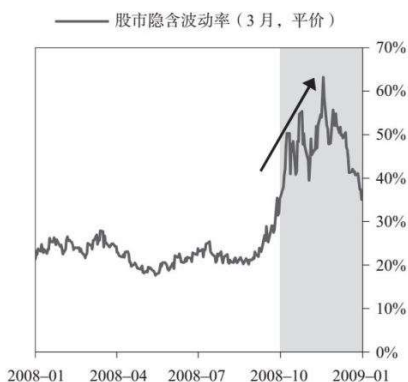
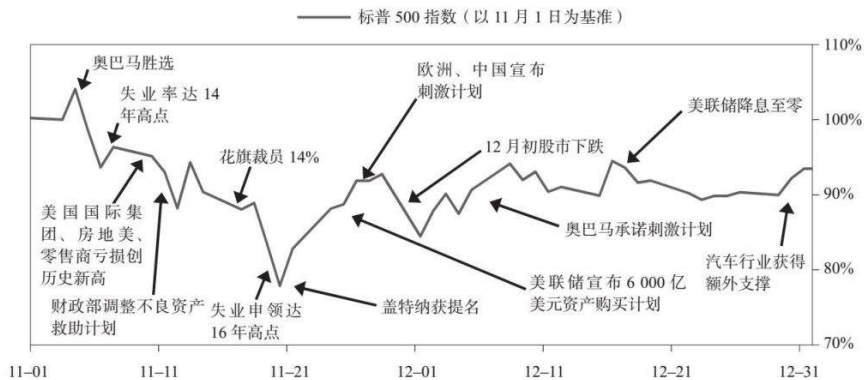
美联储将隔夜利率降至有史以来的最低水平（0%~0.25%），触及零点。伯南克主席指出：“这一决定具有历史意义。”[\[57\]](#)在宣布降息之后，美股上涨，美元下跌，主要因为政府显然要采取“印钞”、购买债务、提供大笔担保等一切必要手段扭转本次债务/流动性危机。

汽车企业获得不良资产救助计划资助和达成协议的可能性增加，这也有助于提振市场，因为这些进展可以帮助那些受困的汽车企业，而且说明政府愿意为拯救系统而加大行动力度。不良资产救助计划的颁布是为了帮助金融机构。保尔森多次表示，他们并不打算将不良资产救助计划资金用于汽车企业。小布什政府则明确表示不希望汽车企业破产，他们努力与国会合作，希望通过立法授权，从国会250亿美元的拨款中拨出一部分资金，帮助汽车企业达到燃油效率标准，这样一来，汽车企业就能获得债务重组的紧急贷款，从而避免破产。这些努力取得了实质性的进展，众议院通过了一项法案，但12月中旬在参议院搁浅。12月19

日，小布什总统在离任前正式宣布向克莱斯勒和通用汽车提供134亿美元的紧急贷款。到月底，政府又出人意料地扩大了这一救助方案，为汽车业提供了额外支持（提振了股市）。由于不良资产救助计划资金只能用于金融机构，这笔资金必须先提供给汽车企业的金融部门。此外，通用汽车的金融子公司（通用汽车金融服务公司）获批重组为银行控股公司（以便接受联邦援助），可以开始向信誉较差的借款人提供新贷款。之后，小布什政府在卸任之前还帮助汽车企业进行资本重组，援救其金融公司。市场对当选总统奥巴马承诺的财政刺激措施持乐观态度。这些交接工作体现了两位总统绝佳的政治行为。此外，伯南克和盖特纳保持经济领导团队的连续性也有所帮助。

这些都是重大举措，但市场当然有理由质疑体系受损是否过于严重，难以完全恢复。虽然股市因希望政府出台刺激计划和推进汽车企业救助而上涨，但12月底市场预期波动性（不确定性）将会继续处于高位。

在2008年结束时，大多数其他投资者遭受重大损失，而桥水则获得了显著的投资收益。多么惊心动魄的一年！终于解脱了！



掌握本书第一部分介绍的理论，深刻理解20世纪30年代大萧条时期（及其他诸多去杠杆案例）的演变，这些都让我们受益匪浅。下图展示了自1925年以来的利率和货币供应量，涵盖了本书探讨的这两段时期。在这两种情况下，利率几乎都达到0%，接下来都是“印钞”。请注意，自1900年以来，仅出现过这两次降息至零和印钞的时期。在这两个时期，紧接着“印钞”/量化宽松政策，市场和经济都出现触底。

量化宽松政策就像给心脏病发作者注射大剂量的兴奋剂，以此挽救病人生命。在2008年年底，我唯一的疑问是，这个姗姗来迟的重大举措是会取得成效还是为时已晚。

新闻和《桥水每日观察》

2009年1月2日

制造业报告显示全球经济深度衰退

“周五，美国12月制造业活动的关键指标降至28年来的最低水

平。供应链管理协会（一个采购经理入行业集团）表示，12月制造业指数为32.4，低于11月的36.2。”

2009年1月4日

汽车行业仍在应对**2008**年危机的冲击

“市场预计，6家最大汽车制造商（包括外国和国内品牌）12月在美国的销售额均会下降至少30%。”

2009年1月5日

美联储开始购买抵押贷款支持证券

——美联社

2009年1月5日

解读刺激计划

“我们的估算显示，由于缺乏信贷供求，美国经济至少出现了1.2万亿美元的缺口。基于我们现在掌握的情况，2009年的政府刺激计划只能填补大约1/3的缺口。”

2009年1月6日

担心陷入长期经济衰退，美联储降息

2009年1月9日

失业报告发布，股市暴跌

“随着经济进一步陷入衰退，失业率达到16年来的最高水平，股市下跌。”

2009年1月12日

小布什同意奥巴马的救助请求

——哥伦比亚广播公司

2009年1月15日

经济疲弱，零售销售不佳，美股走低

“零售商和美联储数据显示经济陷入困境，周三，股市创数周内最大跌幅。”

2009年1月16日

银行救助新计划提振美股

“周五，联邦政府同意向美国银行再注资200亿美元，并吸收多达982亿美元的亏损。一些投资者对此表示欢迎，但其他人认为，金融救助升级以及美国银行和花旗集团的巨额亏损都是黑暗预兆，表明金融市场和整体经济将误入歧途。”

2009年1月20日

奥巴马宣誓就任美国第44任总统



2009年：从痛苦的去杠杆化过渡到和谐的去杠杆化

先来概述美国经济在这个时间节点上的处境。几乎所有经济指标似乎都在急剧下降。例如，就业报告显示，仅在1月的一天内，各公司的裁员总数就达6.2万人。除了经济增长疲软外，仍有至少5家主要金融机构面临倒闭的风险：房利美、房地美、美国国际集团、花旗集团和美国银行。这些机构都比雷曼兄弟更大。而未经考验的新政府即将接过指挥棒。下面的报告是我们当时的经济分析。

（桥水每日观察）1月9日：美国经济仍处于自由落体状态.....

美国经济仍处于自由落体状态，信贷紧缩带来负面影响，现在

这些冲击已经传导到最大痛点，即就业。首当其冲的是金融部门，然后是需求，现在是就业。从需求向就业的转变开始于2008年第四季度，因为企业收入下降快于成本下降，压缩了利润率，造成盈利下滑（尚未公布，但几乎已是板上钉钉），促使企业削减其最大的单项支出，即劳动力。这导致就业人数急速下降，11月和12月的每月下降数量超过50万人，反映出企业维持营业利润的努力。

由于缺乏信贷资金，企业不能靠贷款度过现金短缺的困境，而必须从内部产生现金流。这就加大了裁员的压力，使裁员比大多数经济萎缩时期都更有必要。

当奥巴马总统于1月20日就职时，市场开始关注这届政府的经济政策。财政部长盖特纳2月10日公布的金融稳定计划被视为政府财政政策的主要风向标，其纲要[58]是“清理和加强美国的银行”。他解释说，政府将对美国的主要银行进行压力测试，确定哪些机构需要额外的资金，并将利用公共和私人资金为银行注资，但投资者不确定盖特纳计划的细节：是否进行国有化？股东或纳税人是否会承担亏损？投资者只知道大概的方向，因此做出了最坏的打算。盖特纳发表讲话期间，标普500指数下跌3%，收盘时下跌4.9%。

由于奥巴马政府正在考虑国有化的谣言继续流传，因此财政部、联邦存款保险公司、美国货币监理署、美国储蓄管理局和美联储发布了一份联合声明，向公众保证[59]国有化操作将是最后的手段，并表示：“当金融机构在私营部门得到妥善管理时，经济会运行得更好，因此，对资本援助计划的有力推定应该是银行将会留在私营部门。”但这一“有力的推定”未能说服市场，标普500指数当天下跌3.5%。

当月早些时候，盖特纳公布了财政部和美联储共同制订的“压力测试”计划的更多细节。美联储将评估重要银行抵御经济大幅萎缩的能力。经济大幅萎缩的定义为：GDP下降3.3%，失业率升至8.9%，房价下跌22%。如果缺乏承受压力测试的资本金，银行需要首先求助于私人市场，其次才能利用公共资金填补缺口。当然，盖特纳尚不能提供资金，需要等待美联储完成对如何填补缺口的评估。在18个月左右的时间里，我们分析银行持仓情况，以市值计算银行资债规模，考虑未来可能出现的情况及其后果，定期估算银行亏损。我们对自己的估算很有信心，因此很想知道美联储的测试结果，主要是想看看美联储会不会直截了当地公布数据，然后应对相关问题。

除了盖特纳的金融稳定计划外，奥巴马政府还宣布了一系列其他财政政策，旨在快速启动经济增长，推动信贷重新流动。我们不会在此详细分析所有内容，但会介绍两个最重要的公告。

2月17日，奥巴马总统签署《美国复苏与再投资法案》。这一刺激计划总额为7 870亿美元，其中2 880亿美元专门用于减税，1 440亿美元用于州和地方政府，1 050亿美元用于基础设施，其余用于联邦支出计划。值得注意的是，减税金额在几天时间内就能送到纳税人手里，几乎立刻带来刺激效应。而基础设施支出则需要数年才能生效，因为这些项目需要确定范围和进行规划，因此在短期内的影响力较小。

2月18日，政府宣布了一项价值高达2 750亿美元的计划，旨在解决房地产行业危机。为了帮助“多达900万名美国房主进行抵押贷款再融资，避免房屋止赎”，房主支付能力和稳定计划提供了750亿美元的资金，直接用于帮助风险较高的房主保留其住房。该计划还鼓励贷款机构放宽贷款条款，减轻受困借款人的还款负担，并为房地美和房地美额外提供了2 000亿美元的融资。

新闻和《桥水每日观察》

2009年1月26日

参议院确认盖特纳出任财政部长

2009年1月28日

银行股引领美股反弹

“周三有报道称，政府正在考虑达成协议，设立一家‘坏账银行’来吸收不良资产，引发了股市广泛反弹，金融股一路领先。”

2009年1月30日

美联储委员会宣布政策，避免某些房贷资产发生不必要的止赎事件

——美联储新闻稿

2009年2月6日

就业报道未能阻止美股上涨

“即使美国失去了59.8万个工作岗位，也没有挫伤美股飙升的情绪。”

2009年2月10日

财政部长盖特纳出台金融稳定计划

——财政部新闻稿

2009年2月10日

新救助计划令人失望，股市下滑

2009年2月10日

没有太多惊喜.....

“出席简报会的成员和工作人员获得的关键信息似乎是，财政部的计划还处于起步阶段，远不是国会议员所期望的样子。”

——《桥水每日观察》

2009年2月13日

国会批准刺激计划

2009年2月17日

奥巴马签署刺激计划，不排除未来推出更多政策

2009年2月18日

2750亿计划应对住房危机

“奥巴马总统周三宣布了一项计划，旨在帮助多达900万名美国房主进行抵押贷款再融资，避免房屋止赎。”

2009年2月20日

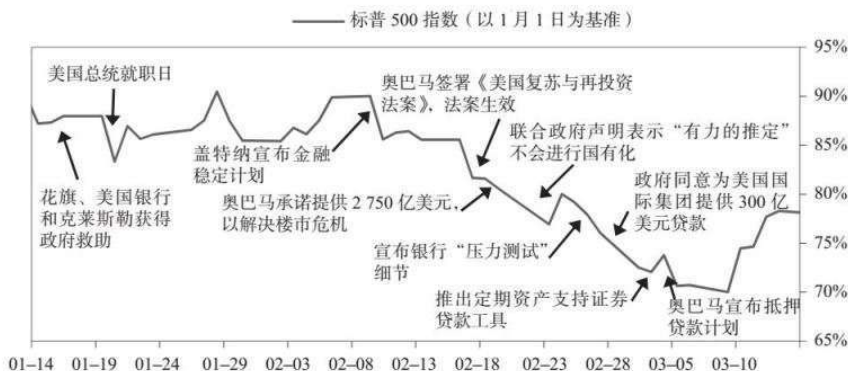
对银行担忧持续，美股收盘走低

2009年2月20日

国有化前夜？

“在我们看来，国有化是最好的选择，但这一操作仍然非常危险。国有化的目标是以可接受的方式重组这些机构，同时维持金融体系基本的基础运行机制。”

2月，决策者还宣布或扩大了其他政策，包括美联储推出定期资产支持证券贷款工具，目的是刺激各类消费贷款。定期资产支持证券贷款工具向AAA级资产支持证券的持有人提供无追索权贷款，贷款金额高达1万亿美元。这项政策将于3月5日开始实施，以此延长将于4月底到期的一系列流动性计划。尽管公布了这些政策，市场仍然继续下跌，如下图所示。



越来越多的报告继续显示，金融部门和经济持续疲软。3月1日（周日），有消息称美国国际集团将公布第四季度620亿美元的亏损（美国公司历史上最大的季度亏损），据说财政部和美联储同意向美国国际集团提供300亿美元的额外资本，并放宽此前对美国国际集团的贷款条款。因为投资者担心这会引发连锁反应，周一市场暴跌。2月首批发布的统计数据也显示经济正在加速萎缩。汽车月度销售下降5.8%，降至20世纪80年代以来的最低水平。美国的工作岗位减少65.1万个。

接下来的一周开始时，形势依然如故。3月9日（周一），世界银行发布了一份非常悲观的报道，沃伦·巴菲特称经济已经“跌落悬崖”。股市下跌1%，投资者情绪极度看跌，卖盘汹涌。这就是美股触底、美元汇率触顶的那一天，但当时不可能知道这一点。

周二，花旗集团股价上涨38%，带动美股飙升6.4%。因为有多个利好消息：花旗集团首席执行官在发给员工的邮件中称，该银行重新实现盈利；伯南克主席关于金融监管改革的演讲广受好评；有报告称立法者即将调整报升规则，限制股票卖空。

新闻和《桥水每日观察》

2009年2月23日

政府第三次救援花旗，获得**40%**股份

2009年2月25日

银行压力测试细节公布，市场涨幅回落

“美股周三早盘下跌，道琼斯指数回吐了前一日大部分涨幅（周二上涨236点），反映了市场近期的波动性……美股下午反弹，因联邦监管机构公布了银行压力测试的细节（压力测试对象是总资产超过1 000亿美元的银行），但在交易的最后几分钟，主要股指均跌至负值。”

2009年2月27日

GDP修订值显示经济长期深度衰退

“第四季度GDP年率下降6.2%，是1982年经济衰退以来的最大跌幅，比之前报道的3.8%更为严重。”

2009年2月27日

政府同意增持花旗股份

2009年3月1日

政府据称将向美国国际集团提供额外**300**亿美元

2009年3月1日

沃伦·巴菲特在致股东信中承认这是艰难的一年

2009年3月2日

美国财政部和美联储委员会宣布参与美国国际集团重组计划

“美国财政部和美联储委员会今天宣布，调整政府对美国国际集团的援助计划，旨在以最好的方式保护美国纳税人，使这家系统重要性公司稳定运行。具体而言，重组计划的目的是增强美国国际集团的资本金和流动性，促进公司有序完成全球资产剥离计划。”

——美联储新闻稿

2009年3月18日

美联储计划再注入1万亿美元帮助经济

“美联储周三大幅加强了对经济的支持力度，宣布将购买国债和抵押贷款证券，向金融体系额外注资1万亿美元。央行已将所控制的关键利率降至接近零，越来越多地使用证券购买等替代方案，以此增加经济中的资金量，这种策略相当于凭空创造大量新增资金。”

2009年3—4月：决策者推出协调对策

在幕后，美联储和财政部的决策者协调配合，共同筹划一套“强力震撼”的政策，旨在支撑金融体系，提供弥补信贷萎缩所需的资金。这些政策比早期的宽松政策更为激进，而且是通过一系列巨型公告发布的。这种发布方式加大了政策对市场的影响。

其中第一个公告是3月18日发布的，出乎市场意料。美联储宣布扩大量化宽松政策的购债规模，把机构抵押贷款支持证券的购买量增加7500亿美元，把机构债务的购买量增加1000亿美元，也增加美国国债的购买量，未来6个月内购买3000亿美元的国债。此外，美联储扩大了定期资产支持证券贷款工具合格抵押品的范围（涵盖更广泛的金融资产），并继续预期“利率将会长期保持在极低水平”。

1万亿美元的刺激计划及其公告引发了巨大的市场反应。美债暴涨（收益率下跌48个基点，是几十年来最大幅度的波动），美股上涨，美元汇率走低，黄金上涨。下图展示了公告发布后的市场剧烈波动。

新闻和《桥水每日观察》

2009年3月18日

央行购债：不可避免的典型步骤

“美联储今天公布的政策行动不是意外，而是去杠杆化进程中非常典型的一步，既不可避免又不可缺少。事实上，按照我们的计算结果，美联储的国债购买规模最终将达到1.5万亿~2.0万亿美元。“整体来看，当前局势发展符合萧条时期的典型走势（我们在“现状分析理论”中有所概述），唯一的不同是，美联储采取措施的时间点要早于典型进程，这一点是可以理解的。显然，美联储的

决策者正在采取债务减免的所有典型措施，设法越过债务重组阶段，直接进入信用创造阶段。美国政府亦是如此。除了印钞外，政府还出台了鼓励信用创造的举措（如定期资产支持证券贷款工具、公私合营投资基金等），并放宽了会计和监管规则。”

——《桥水每日观察》

2009年3月20日

金融股领跌市场

“股市周五下跌，因为国会准备追回所救助公司发放的奖金，造成投资者担忧……由于美国国际集团奖金问题激起的民愤升级，众议院周四通过了一项法案，针对获得50亿美元以上救助资金的公司对它们今年的奖金征收90% 的税收。参议院下周预计将推出另一个版本的类似法案。”

2009年3月22日

政府呼吁投资者购买不良资产

“周日，奥巴马政府官员努力说服不情愿的私人投资者接受政府的资金，从银行购买高达1万亿美元的不良抵押贷款和相关资产。”

2009年3月23日

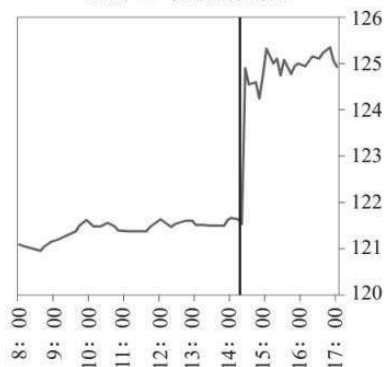
美国扩大银行不良资产购买计划

“奥巴马政府推出新计划，帮助美国的银行摆脱不良房贷和抵押贷款相关证券，该计划比预期的规模更大，对私人投资者也更慷慨，但使纳税人面临巨大风险……总之，美国财政部长盖特纳周一公布了三项计划，可能购买高达2万亿美元的房地产资产。这些资产一直在重压银行，导致信贷市场陷入瘫痪，造成经济复苏延迟。”

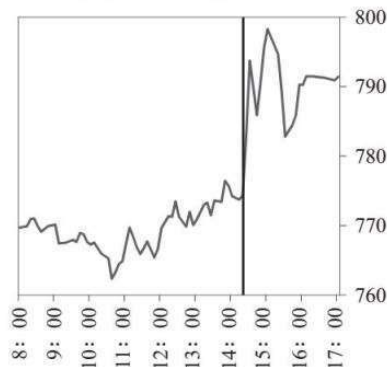
2009年3月23日

银行计划推动美股创数月最佳涨势

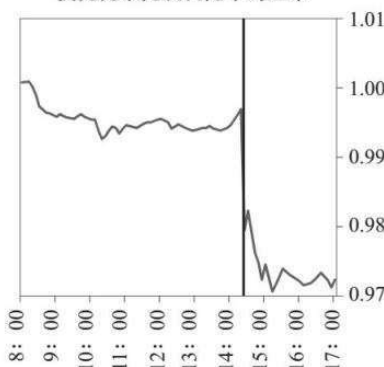
美国 10 年期债券期货



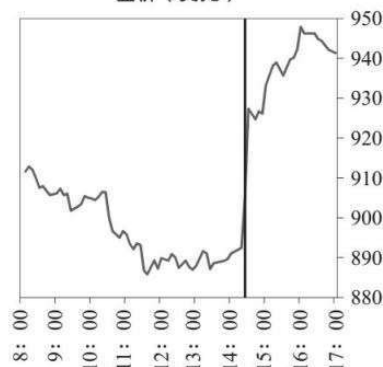
标普 500 期货合约



美元兑欧元及日元平均汇率



金价 (美元)



3月23日，财政部长盖特纳宣布了一系列政策，旨在从银行购买价值5 000亿~1万亿美元的不良资产。该计划的核心是包含三个部分的公私合作投资伙伴关系，鼓励私人投资公司使用自己的资本金购买银行的不良资产。实际上，这些公司可以使用从美联储借来的资金，发挥不良贷款投资的杠杆作用。如果这些资产跌破初始价值，该计划保证它们的亏损不会超过其投资本金。此外，财政部还与美联储共同制定了另一个举措，盖特纳宣布可能扩大定期资产支持证券贷款工具的范围，为住房和商业抵押贷款支持证券提供融资，并表示政府正在考虑把遗留资产纳入定期资产支持证券贷款工具计划。

在公告当天，标普500指数上涨7.1%，金融股上涨18%。

3月24日，美联储和财政部各自宣布计划，全面改革金融监管，扩大政府接管“大而不倒”机构的权力（这些机构包括银行、保险公司、投行和其他投资基金）。两天后，财政部长盖特纳概述了更广泛的金融监管改革措施，大大加强政府对保险公司、对冲基金和私募基金的监管，

扩大政府对任何视同“大而不倒”机构的监管权力。这一举措虽然不是刺激性应对措施的核心部分，但广受市场欢迎。

3月底，在萨默斯和盖特纳的监督管理下，精英金融家史蒂文·拉特纳领导的一支团队制订计划，推动通用汽车和克莱斯勒进行萨默斯所称的“缓冲式破产”。破产迫使工会与债权人展开谈判，讨论减少债务的方法。与此同时，美国政府将提供足够的支持（包括为通用汽车的保修政策提供大量担保），确保通用汽车在重组期间继续运营。虽然通用汽车担心无法在破产期间保持运转，但萨默斯认为，如果获得足够的支持，破产的汽车企业就可以运转，它们也无须全额偿还债务。

新闻和《桥水每日观察》

2009年3月26日

盖特纳将概述全面改革财务规则的重大举措

“一些官员表示，奥巴马政府将于周四详细介绍一项全面改革金融监管的广泛计划，可能推出严格的政府监管新规，加强监管对冲基金和奇异金融工具的交易商（这些机构是美国金融市场上规模最大、监管最宽松的参与者）。”

2009年3月27日

银行家承诺与奥巴马合作

“在一个时长90分钟的会议中，13位首席执行官承诺将与政府加强合作，支撑银行业和整体经济。这一天，阳光明媚，樱花盛开，政府官员和银行家向美国传达了一个统一信息：我们共克时艰。”

2009年3月27日

3月汽车销售带来希望

2009年4月2日

银行规则变更提振美股

“政府领导人承诺增加巨额金融救助，监管机构调整财务监管和会计准则……财务会计准则委员会投票放宽盯市会计标准，在评估抵押贷款支持证券方面，赋予公司更大的自主权，这一系列举措使投资者认为金融危机最糟糕的日子有望结束。周四，美股上扬。”

2009年4月2日

银行得到更大的资产估值自主权

“银行曾对一项复杂的会计准则怨气冲天，指责它加剧了金融危机。周四，政府调整了这一准则，使银行在报告抵押贷款证券价值方面得到更大的自主权。.....在金融危机期间，许多证券的市场价格（特别是次级住房抵押贷款支持证券的市场价格）已经跌至其原始价格的一小部分，迫使银行在去年公布了数千亿美元的亏损.....”

4月2日，两个重大公告发布。首先，20国集团表示已经达成对IMF的增资协议，增资规模超出我们的预期。具体而言，20国集团国家同意在IMF现有流动性资源的基础（2 500亿美元）上立即为IMF提供2 500亿美元的额外融资，最终增加高达5 000亿美元的贷款额度。如果大幅提高IMF的贷款额度，同时增加贷款条件的灵活性，那么一些新兴市场国家的直接流动性需求预计将大大减少。消息宣布后，新兴市场国家的货币汇率飙升。

第二份公告来自美国财务会计准则委员会。该委员会通过了两项放宽盯市会计准则的提案，使银行在报告抵押贷款证券价值方面得到更大的自主权（该提案在几周前就预期将会通过）。虽然市场对此表示欢迎，但当时我们认为，这些变更对银行逐步减记亏损的影响相对较小，只能减轻保险公司的部分（而非全部）会计压力。

政府协调应对信贷危机的政策规模是前所未有的。当时，我们将这些举动描述为“巨大的浪潮”，并与客户分享了下表，该表汇总了截至2009年4月美国政府宣布的全部资产购买和担保政策。美国政府支持的债务占总债务的2/3，约29万亿美元，相当了不起。

新闻和《桥水每日观察》

2009年4月2日

20国集团的IMF增资协议，美国的会计准则变更

“周四，20国集团宣布加大对IMF的支持，美国政府也宣布调整盯市会计准则，这些举措是沿着缓解压力这一大方向的最新步骤。IMF公告是一大步，但财务会计准则委员会的提案对会计方面的影响将较为有限.....我们认为，公告中最重要的部分是立刻为IMF提供融

资的承诺，美国在不久的将来也会做出类似的承诺。我们预计，美国承诺的金额大约是1 000亿美元，将把IMF资源总量增加到3 500亿美元.....我们正在审查财务会计准则委员会昨日通过的提案。我们的初步想法是，这些变更对银行逐步减记亏损的影响相对较小，只能减轻保险公司的部分（而非全部）会计压力。”

——《桥水每日观察》

政府担保（百万美元）

描述	资产购买	硬性担保	隐性担保	软性担保
机构	40 000	577 000	6 400 891	
房利美	20 000		3 491 169	
房地美	20 000		2 740 721	
其他机构		577 000	169 001	
银行	1 080 546	8 757 623	884 973	924 280
美联储流动性项目	570 900			
优先股	285 646			
必要剩余资本	224 000			
临时流动性担保计划		201 645		
优先债软性担保				924 280
联邦住房贷款银行隐性担保			884 973	
联邦存款保险公司存款损失		8 555 978		
资产购买 / 担保	3 684 750	415 000		
定期资产支持证券 贷款工具 / 公私合 营投资基金	4 700	0		
银行资产担保	0	415 000		
短期债务市场	3 255 650	0		
美联储资产购买	424 400	0		
其他	463 285	140 193		5 700 000
美国国际集团	121 000			
通用汽车资本	3 500	36 693		
其他金融机构	10 000			5 700 000
汽车制造商	19 785	3 500		
外资机构	309 000	100 000		
总计	5 268 581	9 889 816	7 285 864	6 624 280
累计总计	5 268 581	15 158 397	22 444 261	29 068 541

担保全部债务的 2/3

小布什总统的风格更为放手，他相信自己的团队最清楚应该采取何种行动，并支持他们的行动，而奥巴马总统则更加亲力亲为，他深入研究事实和数据，积极参与有关问题的讨论。奥巴马总统发起了每日经济简报会，类似每日国家安全简报会。他每天早上都会见自己的经济团队，在最初的几个月里，每次会议都是讨论当时的危机。根据萨默斯的

说法，奥巴马总统会逐字阅读发给他的材料，用心领会其团队的推荐方案，搞清楚他们推荐的原因，了解哪些替代方案被否决。在这段时期，市场和经济的形势进展比其他任何事情都重要。

新闻和《桥水每日观察》

2009年4月3日

房利美和房地美大额奖金引发强烈争议

2009年4月5日

财政部长表示对罢免脆弱银行主管持开放态度

2009年4月6日

央行扩大货币互换规模

“美国、欧洲、英国和日本的央行周一宣布达成协议，将通过货币互换的形式向美联储提供约2 870亿美元的流动性……根据协议，美联储可以利用这些额度为金融机构提供更多流动性，这次是以外币的形式。”

2009年4月6日

信贷市场略显生机

2009年4月7日

信贷停滞，美联储纪要表示担忧

“美联储周三公布的最新会议纪要显示，由于美国和全球经济普遍大幅减弱，美联储上个月向经济注资超过1万亿美元。在最近一次会议上，联邦公开市场委员会成员表示担心经济持续下滑，并讨论了放松信贷市场的最佳方式。”

2009年4月21日

盖特纳再次保证银行状况，美股反弹

“周一，美股出现3月初以来的最大跌幅，金融股暴跌超过10%。股市周二收盘走高，银行股反弹，因为美国财政部长盖特纳表示大多数银行资本充足……在国会监督委员会的书面证词中，盖特纳表示，‘绝大多数’银行拥有的资金超过它们现在的需求。”

2009年4月22日

监管机构周五将与银行会面，公布“压力测试”结果

“联邦监管机构悄悄安排了周五与全国最大银行领导进行面对面会谈，公布压力测试的初步结果。”

投资者在熊市中的表现存在很大差异，通常分为三大类：（1）一些人遭受亏损，亏损越大，他们越恐慌，会抛售高风险资产，以此降低风险；（2）另一些人遭受亏损后，盲目相信最终一切都会变好，他们继续持有风险资产，甚至增加仓位；（3）还有一些人能很好地把握当前局势，成功地买低卖高。第三种人寥寥无几。

截至此时，我们取得了较好的业绩，但不想在这个阶段下任何赌注。回到2007年的泡沫，我们认为，当时的市场预期与可能出现的情况存在很大差异。根据现在的市场预期，未来形势将会非常糟糕，可能结果的范围很广。虽然决策者正在采取正确的行动，但这些行动是否奏效和还有哪些潜在因素仍是未知。

4月下旬，我们对印钞规模和经济刺激力度发表了评论：“去杠杆化进程就像瘟疫一样极少出现，因此我们可以分析的案例不多，但在为数不多的案例中，政府从未采取过如此大规模的应对政策。”

在这些危机中，决策者不可能“完美地解决所有问题”，尤其是无法得到所有人的认可。财政部的行动引起公众的愤怒，公众认为决策者对资本重组的银行过于“慷慨”，也没有惩罚银行家。美国国际集团接受了财政部的救助资金后，照发此前承诺的大额奖金，而新闻报道的焦点在于盖特纳明明知道这样的安排，依然允许发放奖金。这些报道激怒了本就对政府救助金融机构不满的公众，从而威胁到财政部下一步的行动计划。

这种反应很典型。随着经济痛苦的加剧，民粹主义者往往会呼吁“惩罚造成混乱的银行家”，这导致决策者难以采取拯救金融体系和经济所必需的行动。在这种情况下，银行家不愿承担责任，可能选择停止投资或贷款。如果在危机中采取这样的做法，只会加重危机。

金融危机及其应对方式在一定程度上促进了随后几年民粹主义的兴起，但归根结底，拯救体系要比追求精确重要得多。萨默斯把应对危机

比作战地救护，这些工作永远都不会做得十全十美，即使已经竭尽全力，事后也会意识到自己犯了错误，也会遭到指责。我必须再次重申：在我看来，从这个角度评判决策者是不公平的。面对绝大的困难和压力，决策者依然做好自己的工作，竭力帮助尽可能多的人，正因如此，他们是我眼中的英雄。

3月中旬，在争议的高峰时期，国会议员和媒体公开呼吁财政部长盖特纳辞职，尽管他以高超的技能和出众的智慧一丝不苟地完成了自己的工作。如果他们成功迫使盖特纳辞职，或以其他方式破坏了财政部注资银行系统等大胆和必要的计划，就会导致巨大的经济恶果。

盖特纳在自己的书中这样描述了应对公愤的挑战。

公众的愤怒是恰当的，我理解为什么总统愿意接受这种情绪，但我认为我们无法满足公众的要求。我们没有法律权力没收在繁荣期间支付的奖金。我们没有权力为大多数私营公司设定薪酬标准。我们对接受不良资产救助计划资金的公司拥有更大的权力，但我们无法将奖金降至公众可以接受的水平，因为这样会导致这些银行的大批人才流失，降低银行恢复正常运营的可能性。无论是哪种情况，我认为公众对这些问题的愤怒是无法平息的。我担心我们对奖金问题的态度越强硬，公众的期待就会越高，他们会认为我们可以彻底消除金融业的挥霍无度，而这一期望不切实际。[\[60\]](#)

奥巴马总统对盖特纳的大力支持最终平息了这场喧嚣。就在公众指责盖特纳坐视不管后，众议院于3月19日通过了一项法案，对接受50亿美元以上政府救助的公司征收90%的奖金税。虽然税收范围主要限于美国国际集团的奖金，但金融业许多高管对政府支持产生了不信任感（他们认为奖金税是政府事后改变规则），这种情绪影响了他们与政府日后的关系。

幸运的是，市场和经济正在筑底，因为如果事态恶化或危机持续下去，我们的资本主义和民主制度就会面临毁灭的风险。在其他条件相同的情况下，当购买速度减缓时，商品、服务和投资性资产的价格会下降，而当出售速度减缓时，其价格会上涨。出于这个原因，周期顶部通常出现在购买速度不可持续时（也就是人们认为价格会上涨时）以及出售速度不可持续时（通常在大多数人看跌时）。在重大公告公布之前和之后的几周内，压力有所缓解，经济出现复苏迹象，市场反

弹。4月第一周的一系列经济数据显示，虽然经济在3月继续萎缩，但萎缩速度慢于预期。正如下图所示，虽然主要经济数据以几十年来的最快速度继续萎缩，但萎缩势头看起来趋于平稳，经济可能正在掉头向上。

新闻和《桥水每日观察》

2009年4月24日

压力测试细节曝光，美股不为所动

“在5月4日前，投资者都不太可能知道政府对主要银行的压力测试结果，但美股周五没有因此起伏不定：在监管机构解释了评估方法之后，股市仍旧保持镇静。

“压力测试旨在确定银行需不需要筹集更多资金，虽然关于测试比率和指标的细节极少，但美股依然走高。不过，投资者猜测，在参与测试的19家金融机构中，大多数机构都资本充足，不需要私人投资者或政府再次大量注资。”

2009年4月24日

世界金融领袖会面，谨慎瞥见复苏“绿芽”

“美国和其他发达国家的财政部长周五表示，他们看到了全球经济危机‘企稳的迹象’.....这是他们过去6个月来首次表现出些许乐观情绪。在一份联合声明中，七国集团进一步预测，今年晚些时候经济活动将开始回升，但他们警告称经济增长将较为‘疲软’，前景可能再次变得暗淡。”

2009年4月28日

政府推出新计划，调整第二抵押贷款

“奥巴马政府试图扩大其500亿美元计划，以期减少房屋止赎。政府周二宣布了一项新计划，帮助陷入困境的房主调整第二抵押贷款或附加贷款.....根据新计划，如果贷款机构同意大幅减少第二抵押贷款的月供或完全免除贷款，就可得到财政部的现金奖励和补贴。”

2009年5月1日

据称花旗要求增加资本金

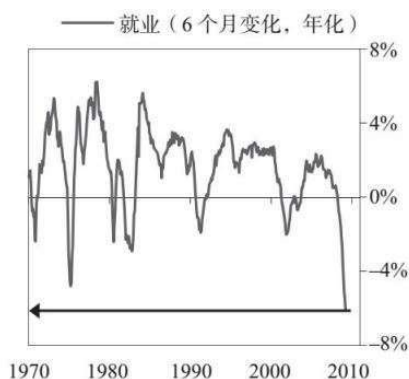
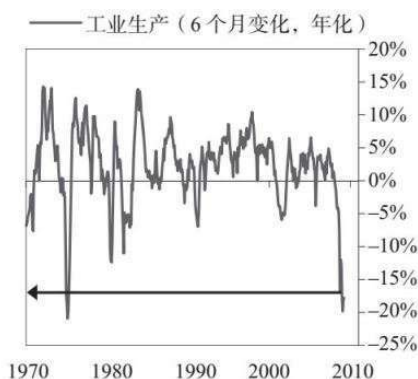
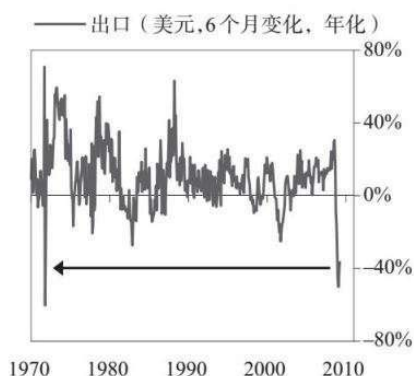
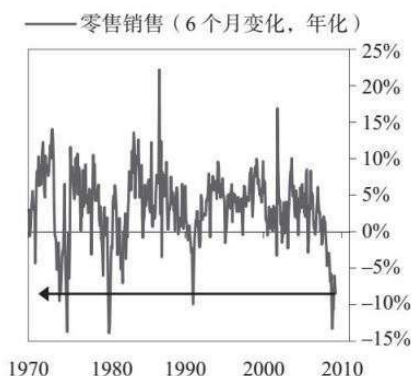
2009年5月1日

美联储将在6月启动贷款计划

“美联储周五宣布，6月将开始一项市场期待已久的计划，以鼓励商业房地产贷款.....美联储表示，计划的目标是扩大这些贷款的供应，避免商业地产（如办公园区、购物中心）违约，并缓解不良资产的出售难度。新的商业房地产计划是3月推出的更广泛计划的一部分。3月的计划名为定期资产支持证券贷款工具，旨在为消费者和小企业提供贷款。

2009年5月4日

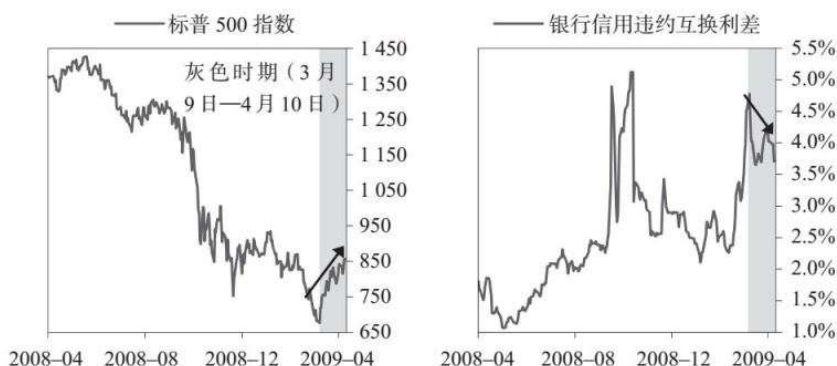
现房销售连续两个月上升



到4月中旬，全球各地的股市和大宗商品市场从3月的低点大幅反弹。标普500指数上涨25%，油价上涨超过20%，银行信用违约互换利差下跌近30%，但平均而言，市场定价仍然接近极端水平。这些市场走

势似乎更多缘于出售速度减缓，而非购买速度加快。

当时，最突出的疑问是：市场是正在筑底还是又一次熊市反弹？毕竟，在本轮危机期间，曾多次出现典型的熊市反弹。例如，标普500指数在10月底的一周内上涨了19%，在2008年的最后6周上涨了24%，而每次都会跌尽涨幅，触及新低。



新闻和《桥水每日观察》

2009年5月6日

压力测试结果公布前夕，银行股上涨

“一些大银行可能需要数十亿美元的额外资金，但周三，美股对金融体系表示乐观……投资者买入主要银行和地区银行的股票，与此同时，政府正准备公布19家主要金融公司的压力测试结果。投资者认为，即使政府要求银行筹集更多资金（以抵御经济进一步衰退），银行也处于良好状态。”

2009年5月7日

压力测试结果公布，银行财务状况大相径庭

“周四，奥巴马政府公布压力测试结果，反映了美国银行业的整体问题，并首次在美国金融业的新格局中划出了一条清晰的分界线……整体而言，测试结果显示银行业的状况比许多人担心的要好。在全国19家最大的银行中（坐拥全美存款的2/3），监管机构认为9家银行的健康状况良好。”

2009年5月7日

欧洲央行再次放宽信贷政策

2009年5月8日

银行测试结束，华尔街庆祝

“政府公布对19家主要银行的压力测试结果，新数据显示失业率增速开始放缓，投资者对此表示欢迎，美股周五上涨。”

2009年5月8日

美国失业率达到8.9%，但增速放缓

2009年5月8日

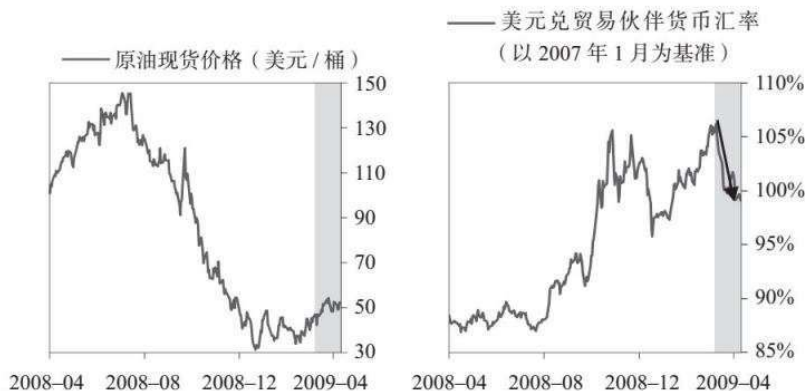
参与压力测试的两家银行找到现成的投资者

“在银行压力测试公布后的次日，富国银行和摩根士丹利银行两大银行周五在资本市场轻松筹集了数十亿美元，满足了联邦政府增资的新要求。第三家机构美国银行匆忙制订计划，欲出售数十亿美元的新股。”

2009年5月18日

盖特纳表示倾向于制定新政策，而不是设定奖金上限

“美国财政部长盖特纳周一表示，政府不应对接受联邦救助的机构设定高管薪金上限，而应制定政策，阻止所有金融公司奖励过度冒险行为。”



银行压力测试

确定美国是否走向持续复苏的一个关键点是银行的健康状况。尽管最近好消息接踵而至，但市场尚不确定银行是否仍然受到不良资产或大量资本需求的拖累。几个月来，我们一直在进行分析，发现大量问题并未被曝光或加以应对。盖特纳在2月宣布美联储将进行压力测试时，我不知道美联储是会捏造这些数字（美化结果）还是会实事求是，以便妥当处理问题。

5月7日，美联储公布了压力测试结果，我做出以下评论。

（桥水每日观察）5月7日：我们同意！

美联储的压力测试结果和我们的结果几乎完全相同！！！监管机构解释了本次压力测试的具体做法，公布了测试结果，它们极为出色地完成了工作。我们从近两年前就开始报告我们的亏损估算结

果，美联储的做法与我们的几乎一模一样，其结果也与我们的基本相同。二者的差异更多的在术语层面，而非实质层面。例如，最大的差异在于我们计算的年数不同。美联储估算的是未来两年将会出现的损失，而我们估算的则是这些资产在整个寿命周期内的亏损总额。除了头两年外，这些资产在第三年、第四年等也会出现亏损，因此桥水计算的总损失自然大于美联储计算的两年亏损额。我们不会猜测美联储采取这一做法的原因，但根据我们的预测，资本需求将在第二年结束时达到最大值（即盈利小于亏损）。总之，年数的差异是我们的总亏损数据与美联储不同的主要原因，此外我们假设的经济情景可能也比它们的略差。对这些差异进行调整后，我们双方的结果基本相同。终于解脱了！！！我们两年来第一次确信，监管机构真正把握了银行业务问题的深度和广度！

新闻和《桥水每日观察》

2009年5月20日

美联储考虑增加债务购买量

“根据周三公布的会议纪要，为了控制利率并恢复信贷市场，美联储上个月就是否应该扩大抵押贷款和国债购买计划进行了辩论。”

2009年5月20日

盖特纳称银行筹集了数十亿美元

“美国财政部长盖特纳周三表示，自两周前政府披露财务“压力测试”结果以来，美国最大的几家银行已采取行动，将资产负债表扩大约560亿美元。”

2009年5月21日

续请失业救济人数上升，但裁员率下降

2009年5月21日

据称财政部计划向通用汽车金融服务公司提供第二轮救助

2009年5月21日

据称政府考虑成立消费者金融保护局

2009年5月26日

5月消费者信心大幅上升

2009年6月1日

奥巴马对通用汽车的未来充满乐观

“周一，通用汽车申请破产，标志着该公司百年历史上的最低点。奥巴马总统的讲话对此一带而过，强调在政府进一步援助下，通用汽车将会再次获得机会，自力更生。”

2009年6月4日

经济有望反弹，美股上扬

“虽然经济仍然疲软，但周四，投资者已经开始展望未来经济复苏，关注通胀走向……周四有报告显示首次申请失业救济人数减少，上周申请失业救济人数也继续走低，进一步鼓励了寻求经济稳定迹象的投资者。”

2009年6月4日

首次申请失业救济人数略有下降，这是20周来的首次

“政府周四表示，上周失业保险领取人数在20周内首次略有下降，首次申请失业救济人数也有所减少……该报告给求职者带来了一线希望，但两者的降幅都很小，目前的绝对数据仍远高于经济健康时期的水平。”

在整个危机期间，盖特纳每天都会读《桥水每日观察》，他把这一期拿给了奥巴马总统。他在回忆录中描述了那个时刻。

第二天早上，我走进总统办公室，参加总统每日经济简报会，带着全球最大的对冲基金公司桥水的一份报告。包括萨默斯在内的许多专家都将《桥水每日观察》视为私营部门提供的最明智和最可靠的经济分析之一（桥水对银行业问题的分析结果也是最悲观的）。我当着经济团队和总统政治顾问的面把那天的《桥水每日观察》交给总统……

虽然我没有在达阵端区庆祝，但今天对主队来说的确是个好日子。[\[61\]](#)

我们和政府同时把握了问题的本质，也在采取的 necessary 措施上保持一

致。如释重负！

新闻和《桥水每日观察》

2009年6月5日

失业率上升至**9.4%**，但希望犹存

“5月，美国的工作岗位减少了34.5万个，失业率飙升至9.4%，但损失远小于预期，提升了经济复苏的希望……经济学家不能确定劳工部周五公布的月度就业报告是个改善迹象，但有明显证据表明，美国进一步陷入困境，数百万个家庭设法应对失业和工作时间减少的损失。”

2009年6月9日

政府允许**10家**大型银行退出援助计划

“周二，奥巴马政府的银行救助工作迎来一个重要的里程碑：政府允许10家大型银行返还联邦救助资金（在危机最严重的时期，这些资金维持了银行的运营）。政府并没有大张旗鼓地宣传这一时刻，因为决策者和行业高管还在关注未来的挑战……一系列银行控股公司（美国运通、高盛、摩根大通、摩根士丹利等）计划总共返还683亿美元。”

2009年6月10日

美联储看到疲软经济的亮点

2009年6月12日

美国消费者信心指数触及**9个月**高位

2009年6月15日

美股回吐涨幅，因担心经济复苏过慢过晚

“今春，经济有望复苏，美股走出低谷，但周一，美股普遍下跌，因投资者担心经济复苏可能非常缓慢，道路漫长。两份新的报告都强调美国经济将面临艰难时期。”

2009年6月17日

金融监管改革

“虽然这场危机有很多起因，但现在显而易见，政府本可以采取更多措施防止这些问题失控，威胁到金融体系的稳定性。金融公司监督和监管存在漏洞，过于疏松，使风险在金融体系中不断积累，给政府监控、预防或解决这些风险带来了挑战。没有一个监管机构从保护整个经济和金融体系的角度思考自己的职责……我们必须立即采取行动，恢复对金融体系完整性的信心。普通家庭和企业面临的持久经济损失不断提醒我们，决策者迫切需要采取行动，改革金融监管体制，使经济走上可持续复苏的轨道。”

——美国财政部新闻稿

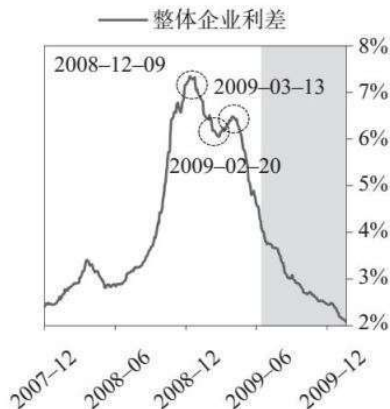
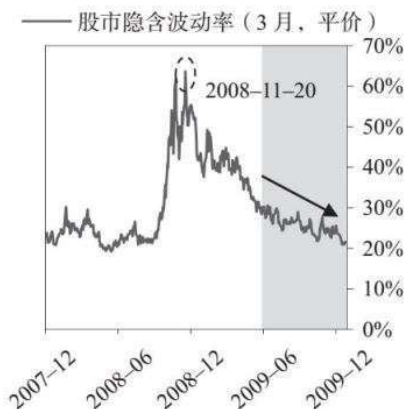
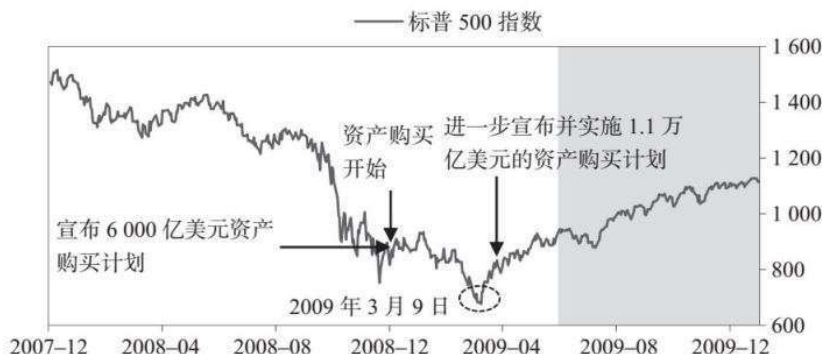
2009年6月24日

美国证券交易委员会提出规则修正案，加强货币市场基金的监管框架

——美国证券交易委员会新闻稿

2009年6—12月：和谐的去杠杆化的开始

2009年下半年，各项政策（即通过量化宽松提供流动性，通过财政政策提供资本金，通过宏观审慎政策提供其他支持）降低了风险，扩张了“高风险”资产的购买规模，提高了“高风险”资产的购买价格，经济开始恢复。由于之前解释的原因，这些转变类似产生和谐的去杠杆化的其他转变。



我们不会深入讨论这一时期的所有利好消息，但将强调两点。首先，市场频繁担心央行快速印钞会引发通胀，但幸运的是，这一问题并未出现，证明“增印货币会加快通胀”的说法是不正确的。如果美联储的“印钞”是取代信贷萎缩，就不会引发通胀加速走高。

当年夏季，我们向客户做出了如下的解释。

· 通货再膨胀不一定导致通胀，可能只会抵销通缩，具体取决于政策力度和资金流向。

· 这样谈论“通胀”过于简单化，因为通胀率是许多指数的平均值，这些指数的表现各不相同。例如，在通货再膨胀期间，经济处于低迷状态（这是典型现象，否则就不需要通货再膨胀了），用于生产的劳动力成本和资产（房地产、设备等）的通胀率几乎不会走高，而受益于货币价值/汇率下降的资产（全球交易的大宗商品、黄金等）价格会走高。

新闻和《桥水每日观察》

2009年7月2日

失业率达到**9.5%**，打击复苏希望

“6月，美国经济又失去了46.7万个就业岗位，失业率微升至9.5%。这些数据清楚地说明，自20世纪80年代以来为期最长的经济衰退尚未过去。”

2009年7月8日

IMF上调经济前景

2009年7月16日

新增申请失业救济人数降至1月以来的最低水平

2009年7月16日

盖特纳看到金融复苏迹象

2009年7月23日

道琼斯指数收于**9 000**点以上，为1月来首次

2009年8月6日

新增失业救济人数下降，降幅超预期

“政府周四表示，领取失业保险的新增下岗职工人数上周下降……劳工部表示，8月1日当周的首次申领失业救济人数下降至季末调整后的55万人，低于此前上修的数据（58.8万人）。汤森路透的一项调查显示，这一数字远低于分析师预估的58万。”

2009年8月7日

美股牛市上扬，上次出现这一水平还是在**2008**年

2009年8月12日

美联储认为经济衰退即将结束

“美联储周三表示，经济衰退即将结束，并且表示将向政策正常化迈进一步。差不多两年前，美联储开始实施美国历史上最大规模的金融救助计划。”

2009年9月19日

重要参议员力推银行监督新计划

2009年11月16日

美联储主席预测失业率将维持高位

2010年1月4日

制造业数据推动美股走高

2010年1月6日

美国服务业增长温和

——美联社

2010年1月8日

消费者借款11月再次下降

——美联社

其次，国会和奥巴马政府调整了工作重点，显著加强了金融业监管和监督。以下时间表可以反映新法律法规的出台速度。

· 6月17日：奥巴马发表讲话，概述了全面金融服务改革的立法提案（最终促使《多德-弗兰克法案》的通过）。该提案包括加强监管、整合现有监管机构（给予美联储更大的监管权力）、加大消费者保护力度、对信用评级机构加强监管、更新银行清算规则等众多组成部分。法案本身直到2010年才被通过。

· 6月24日：美国证券交易委员会建议对货币市场基金进行监管，要求基金的投资组合必须包含一定数额的高流动性资产。此外，拟定监管规则将限制货币市场基金对优质证券的持有量。

· 6月30日：财政部向国会提交法案，设立消费者金融保护局。该机构将接管目前由美联储、美国货币监理署、美国储蓄管理局、联邦存款保险公司、联邦贸易委员会和国家信用社管理局负责的所有消费者保护计划。

· 7月23日：美联储提议修改《Z条例》（《诚信贷款法案》），旨在改善封闭式抵押贷款和房屋净值信贷的消费者披露法规，要求告知买方（浮动利率贷款的）年度百分率和每月还款额。

· 10月22日：美联储提议审查28家银行机构的激励性薪酬政策，确定它们是否“风险适度”，并对小型银行进行类似的审查。这项提议发布的当天，不良资产救助计划高管薪酬特别监察官发布了[62]高管薪酬决定，涉及“接受大量救助资金的7家公司中薪酬最高的25名高管”。

· 12月11日：经众议院通过，金融稳定委员会和消费者金融保护局成立。

新闻和《桥水每日观察》

2010年1月13日

美联储报告显示部分地区经济增长，部分地区经济疲软

2010年1月22日

美股连续三天走低，下跌约5%

“每天都会出现新的担忧。周三，交易员担心企业尤其是银行的盈利。周四，奥巴马总统限制大银行的计划似乎造成市场走低。”

2010年1月27日

在伯南克投票前一天，美联储按兵不动

2010年1月27日

美联储退出量化宽松政策

“鉴于经济形势基本面仍然疲弱，我们预计美联储将长期维持接近0%的利率（时长将超出目前预期），并继续预期收益率曲线下行，以在一段时间内保持吸引力。”

——《桥水每日观察》

2010年2月1日

盈利报告和房市稳定迹象刺激美股走高

2010年2月4日

投资者担心欧洲问题可能会延长全球经济萧条

2010年2月4日

紧缩 + 过度负债 = 高风险

“如您所知，我们认为全球货币和财政政策开始收紧，发展成熟的工业化国家负债过重，因此我们即将进入一个考验时期，看各国央行和中央政府能否按计划‘撤出’量化宽松政策。根据我们的计算，如果它们坚持既定的紧缩计划，就会面临不可接受的后果。”

——《桥水每日观察》

2010年2月11日

希腊援助前景推动美股走高

2010年2月24日

伯南克预期将延长低利率

2010年3月3日

经济活力和金融资产价格的变化和水平

“关于发达国家‘当前事态发展’的分析似乎存在很大的混乱，观察者有时关注变化，有时观察水平，有时分析经济活力，有时考察经济活力影响因素，有时看市场。具体来说，那些关注金融市场价格变化的人是最乐观的，那些关注经济活力变化和市场价值水平的人没有那么乐观，那些关注经济活力水平和经济活力影响因素的人最不乐观。”

——《桥水每日观察》

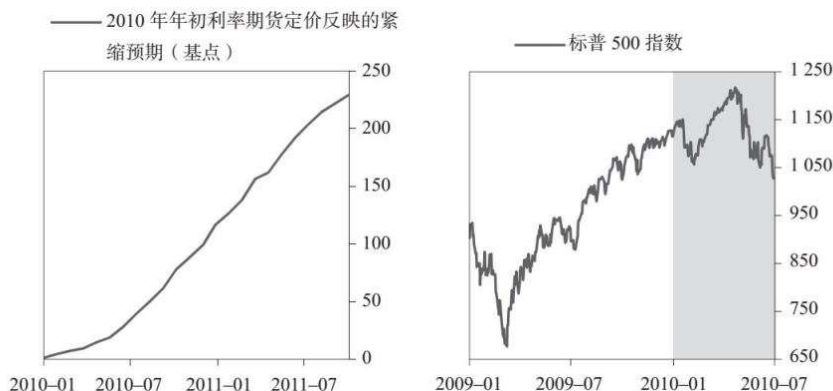
在重大债务危机结束时，政府往往会修改法律法规，但如果尽早进行修改，危机就不会这么严重。然后，在很长一段时间（例如25年）内，随着灾难性影响的逐步消退，又呈现出一派欣欣向荣的景象，这些法律越来越受到轻视，新形式的实体创造出新形式的杠杆化工具，引发新一轮债务危机，以同样的方式演变发展。

2010年—2011年中期

2010年伊始，金融市场表现强劲（从2009年3月的低点上涨近65%），因为美联储的量化宽松政策使得流动性充裕，财政和监管规则调整加强了金融市场的安全性，但经济尚未摆脱困境，许多借款人的财务状况变差，借款更为谨慎，贷款标准也有所收紧。

此时，市场开始预期政策将会走向正常化。信贷市场预期，美联储将在一年内加息2~3次，大致相当于从经济衰退恢复到正常经济周期后的紧缩力度。这一预期不符合当时的经济形势。此时，失业率仍然非常接近战后高位，工资增长停滞不前，房价持平至远低于此前峰值的水平（许多中产阶层抵押借款人仍资不抵债），信贷标准收紧，财务状况健康的人不愿借款，而财务状况极差的人则希望借款。因此很难想象经济会出现正常的复苏。

此时，全球大多数央行和政府都开始放慢其大幅经济刺激步伐。在购买了1.25万亿美元的抵押贷款支持证券后，美联储在3月结束了第一轮量化宽松政策。《美国复苏与再投资法案》等财政刺激步伐也将在当年晚些时候达到顶峰。中国等其他国家加息，收紧货币政策。



重要的是，此时投资者并不清楚，仅仅放缓或结束量化宽松政策就已经相当于收紧政策，与加息没有什么不同。有些人认为，只要将大量资金投入经济，就会刺激经济增长，美联储显然已经做到这一点，央行增印了超过2万亿美元的货币。但是，资金的流动比资金的数量更重要，正因为资产购买带来了资金流动，资产价值才会持续上涨，买方才会获得更多贷款（因为信贷增长仍然缓慢）。然而，此时人们普遍认为美联储的经济刺激规模太大，这样做不负责任。我们的看法不同，我们认为发达国家的政策收紧速度将不及预期。在2月17日的《桥水每日观察》中，我们指出：

（桥水每日观察）2月17日：即将到来的紧缩政策

各国选民、央行和当选官员一直普遍认为，央行印钞和购买资

产，中央政府扩大预算赤字，这些行为在经济上不负责任，必须节制。我们认为，这种普遍看法往好里说是不成熟，往坏里说是危险的……深入分析这些计划及其影响后，我们得出的结论是这些计划受到太大的约束，除非私人债务出现大规模增长，或发达国家和新兴市场国家汇率出现重大调整，但考虑到所需的力度，这两种情况都不太可能发生。

与此同时，我们对欧洲进行了模拟金融预测，认为欧洲酝酿着债务危机，因为以下两方面不匹配：（1）债务人延展到期债务以维持运行所需的借款额；（2）资产负债表已经过度扩张的银行所能提供的贷款额。2月，欧洲若干重债国（葡萄牙、爱尔兰、意大利、西班牙，尤其是希腊）难以履行偿债负担，同时面临经济形势日益恶化。虽然与此相关的新闻导致全球市场出现一些日常波动，但大多数人认为问题只限于希腊（可能还有葡萄牙），不会影响到欧洲货币体系或全球经济。我们的计算结果显示，问题可能会严重得多。我们在2月初向客户写道：

新闻和《桥水每日观察》

2010年3月5日

就业报告乐观数据提振市场

2010年3月31日

美联储停止购买抵押贷款证券

2010年7月13日

美国股指连涨6天

“周二，美国股指连续6个交易日上涨，主要得益于公司财报季的强势开局。”

2010年7月14日

理论框架和经济减速

“我们认为，桥水观点与其他观点之间最重要的区别在于长期债务周期。由于长期债务周期的演变非常缓慢，每个周期基本上都是近百年的时间，因此大多数人没有经历过，这与我们大多数人已经多次经历的经济周期不同。因此，虽然人们已经很好地理解了经济

衰退，但对于去杠杆化并不是很了解。”

——《桥水每日观察》

2010年7月21日

伯南克对不确定性发表评论，造成市场紧张

2010年7月21日

奥巴马签署法案，修改财务规则

2010年7月29日

美联储可能需要加大政策力度

“虽然大家目前认为货币化政策是有风险的，但我们认为在去杠杆化和通缩期间，不采取行动的影响和风险更大。货币化不应被视为“全或无”的电灯开关，而应被视为调节流量的龙头，其原理类似降息或踩油门。无论是哪种情况，都是主要通过观察局势反应判断力度是否合适。如果局势开始好转，就可以放松油门；如果进展变慢，就踩油门。货币化也是如此。我们认为，现在是美联储加速货币化的时候了。”

——《桥水每日观察》

2010年8月10日

美联储的购债行动显示对经济担忧

“美联储官员承认他们对经济复苏的信心有所黯淡。周二，央行再次采取措施，维持低利率、鼓励经济增长。央行还表示，如果就业市场和其他指标持续疲软，可能会采取更积极的措施。”

2010年8月24日

美股再次受挫，这次因房屋数据所致

2010年9月1日

报告良好，美股飙升

2010年9月7日

欧洲问题再现，股市走低

（桥水每日观察）2月4日：紧缩+过度负债=高风险

根据我们的判断，欧洲债务国（“欧猪四国”）的过度负债问题堪比新兴市场出现的一些最严重的债务问题。



欧洲债务危机是另一回事。虽然我不会在此分析欧债问题，但值得注意的是，事件发生的顺序是一样的。决策者先是否认将会出现债务危机。当危机确实出现时，他们又犯了同样的新手错误，即过度依赖通缩性政策措施（财政紧缩等），而没有增印货币，避免系统重要性实体发生违约，直到痛苦难以承受。

5—7月，美股跌幅超过15%（从年初到4月末，上扬了近10%），主要由于欧债危机引发蔓延担忧、美国经济数据疲软。

由于实体经济疲软，投资者意识到美联储可能会维持其零利率的政策路线。在接下来的4个月里，美债收益率下跌超过100个基点。2010年夏，经济改善步伐放缓。最新劳动力市场健康状况数据显示，失业救济申领人数仅略有改善，而失业率仍接近高位。经济中诸多领域仍然存在过剩。如果经济活力从当时的水平继续走弱，后果将是非常可怕的。

新闻和《桥水每日观察》

2010年9月21日

美联储坚定立场，表示仍准备购债

2010年9月21日

朝着加大量化宽松力度方向又迈出一步

“我们认为，美联储最终的政策力度必须明显超出目前的预期，因为本轮量化宽松的单位效力可能远不及上一轮的水平。这是因为美联储印钞和支出（即量化宽松）的经济影响取决于谁获得了资金，以及他们利用资金做了什么。”

——《桥水每日观察》

2010年9月24日

稳定迹象有助于延长美股9月的涨势

2010年10月1日

美联储官员的评论释放加大经济刺激的信号

2010年10月14日

欧洲央行政策

“我们认为，欧洲总体经济增长率正在放缓，外缘国的债务问题至少仍然是经济增长的一个沉重负担，财政紧缩政策造成了明显的负面影响。在这种背景下，欧洲央行正在推进资产负债表‘正常化’（按时退出长期贷款工具，减缓资产购买速度），从而推高了短期利率和欧元汇率。我们认为，这是一个错误，这样做等同于收紧货币政策，将会导致金融环境恶化（可能进一步重压外缘国的信贷），最终迫使欧洲央行扭转政策方向（压低利率，也有可能压低欧元汇率）。 ”

——《桥水每日观察》

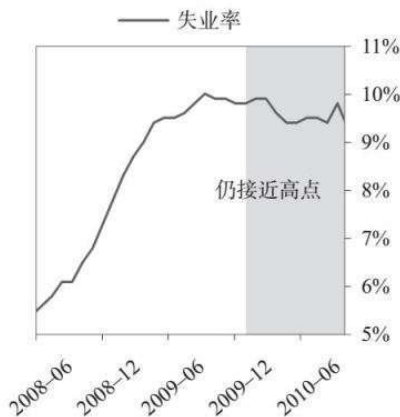
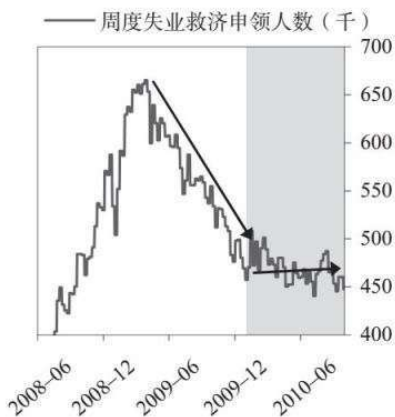
2010年10月15日

伯南克权衡新行动的风险

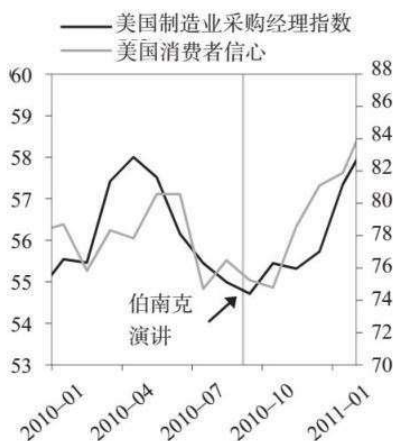
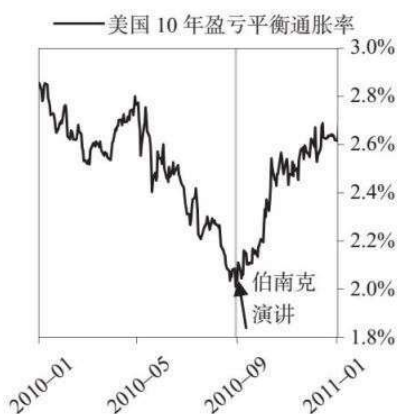
2010年10月25日

美联储审查止赎程序

——美联社



伯南克在杰克逊·霍尔的讲话中阐述了加大量化宽松力度的重要性，他明确表示，加大量化宽松是必要时的一個关键政策选项，指出“在必要情况下，美联储增持长期证券是加大货币宽松力度的第一选择”。^[63]他还强调了自己对量化宽松有效性的信心，表示这一政策“为经济稳定和复苏做出了重要贡献”。如下图所示，在伯南克8月发表这次讲话前的几个月内，10年盈亏平衡通胀率下降了50个基点，反映出市场对持续低通胀或通缩的担忧。然而，在他表示很有可能加大量化宽松力度后，市场强劲反弹。实体经济的反应自然落后于几乎瞬时的市场反应，但不久之后，经济增长也有所回升。



2010年10月初，美联储纽约银行主席比尔·达德利认为经济形势“完全不令人满意”，并认为“可能需要进一步采取行动”。^[64] 达德利接着

评估了影响美国经济增长的潜在因素，我们在10月1日的《桥水每日观察》中也阐述了基本类似的观点：“消费者收入增长缓慢，资产价格低于危机前水平。由于财富缩水、债务水平走高、收入降低，消费者的借款能力大大降低。其结果就是，家庭未能通过减少储蓄或借款对降息做出反应。”10月6日，我写道：

新闻和《桥水每日观察》

2010年11月3日

美联储注资6 000亿美元，加速经济复苏

“周三，美联储采取行动，推出了一项大胆的高风险计划，向银行体系注入6 000亿美元，以此推动经济走向复苏，在美国未来两年最主要的政治争斗中占领先机。”

2010年11月12日

股市和大宗商品因汇率问题而下跌

“周五，股市和大宗商品价格下跌，反映了投资者对全球问题和中国经济可能放缓的担忧……欧洲出现财政压力迹象，中国10月通胀率高达4.4%，超出预期，中国政府可能为此调整政策，导致经济放缓，这两个因素引发投资者抛售。”

2010年11月18日

爱尔兰获救前景提振全球股市

“美股周四上扬，因爱尔兰表示将寻求国际贷款机构提供数十亿美元援助，以拯救该国的银行。此举缓解了市场对欧洲金融体系健康状况的担忧，并有助于提振全球投资者情绪。”

2010年11月23日

债务危机和韩国形势导致美股走低

2010年12月1日

葡萄牙债券销售突显欧元区的压力

2010年12月14日

美联储实施购债计划

2010年12月21日

美联储扩大与欧洲的货币互换

——美联社

2011年1月3日

美股开年飙升

“在今年的首个交易日，大盘达到自2008年以来的最高水平，其中金融股的涨幅超过2%。

“美国银行股价涨幅超过6%，因银行宣布12月31日向房利美支付13.4亿美元现金，向房地美支付12.8亿美元现金，用于回购不良抵押贷款。此举解决了困扰市场的一大问题。”

2011年2月1日

道琼斯指数和标普500指数收于2008年以来的最高水平

——路透社

（桥水每日观察）10月6日：另一只靴子即将落地：更多量化宽松和货币贬值

目前的形势发展非常典型。虽然情况各有差异，但大多数去杠杆化的进程是大致相同的，事件发生的顺序也基本类似。我们已经在《桥水每日观察》和我们的“现状分析理论”中介绍了这些内容，此处略过，但需要强调与现在特别相关的几点。

所有的去杠杆化都源于私营部门信贷增长下降，需要央行增印货币和中央政府扩大赤字，抵消私营部门信贷下降的影响。尽管我们中的许多人在经济上都很保守，觉得通过印钞拯救债务人和债权人有些不道德，但我们需要认识到，财政紧缩措施是不能解决严重的债务去杠杆化问题的。有些政府不断尝试通过财政紧缩摆脱债务，它们最后都放弃了，这种方法不奏效，带来的痛苦也太大。这是因为借款和支出的减少造成就业压力及许多其他痛点，使债务去杠杆化出现自我强化的下行，而造成泡沫的债务和支出处于自我强化的上行。因此，我们研究的所有去杠杆化案例（涵盖过去几百年的大多数实例）的最终结果都是政府大量印钞，财政出现赤字，货币对黄金、大宗商品和股票贬值。

在提供必要的额外刺激方面，量化宽松政策整体有效。尽管欧洲持续存在债务问题，但美国经济和市场则在2010年结束时达到了高位。在第一轮量化宽松和第二轮量化宽松之间的时期，美国经济出现短暂停滞，但之后有所回升，标普500指数2010年的总回报率为13%，美联储在必要时持续提供刺激政策的决心也得到了证实：市场重新确定了通胀预期。2011年3月15日，我们对美国国内经济形势发展做出了如下分析。

新闻和《桥水每日观察》

2011年2月8日

美联储广泛定义系统性风险

“周二，联邦监管机构广泛定义了系统重要性金融机构，表示应该对这些机构加强监督。

“美联储根据《多德-弗兰克法案》的要求，公布了一份22页的提案，其中概述了确定‘系统重要性金融机构’的初步标准（此类机构的崩溃将对经济构成严重威胁）。”

2011年2月16日

随着经济好转，美联储预测经济增长将加速

2011年2月25日

油价和供应忧虑缓解，股价攀升

——美联社

2011年3月3日

就业数据乐观，美股上扬

2011年3月10日

全球差距加大

“如您所知，我们把全球经济体划分为债务国和债权国两类，再将每一类分为具有独立货币政策的经济体和具有汇率挂钩货币政策的经济体。我们认为，具有汇率挂钩货币政策的债务国（即不能增印货币）将会多年面临困难和经济疲弱，而那些因汇率挂钩而必须不断印钞的债权国将出现长期经济过热。我们还认为，这些压力将

在未来18个月内加剧，导致这些挂钩关系出现裂缝和巨变。这些判断影响了我们在信用利差、收益率曲线、货币、大宗商品和股票的市场仓位。”

——《桥水每日观察》

2011年3月15日

交易员关注日本危机，美股收低

2011年3月20日

美国电话电报公司收购德国电信旗下美国子公司T-Mobile，道琼斯指数飙升至12 000点以上

（桥水每日观察）3月15日：从“最佳时期”过渡到下一个阶段

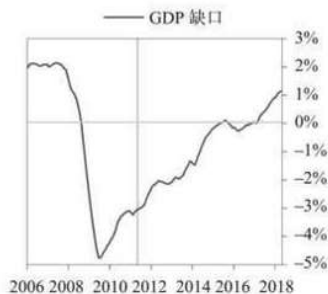
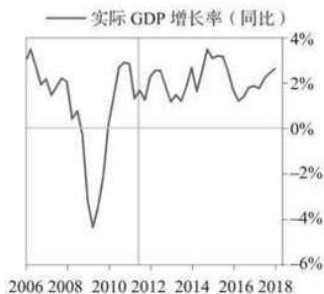
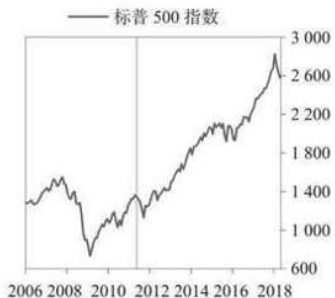
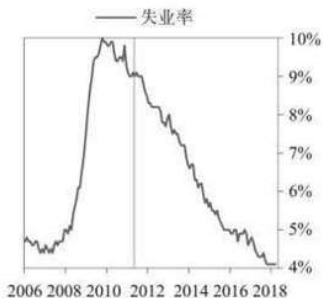
如前所述，美国经济显然正处于萎缩后的增长期，增长的支撑因素是货币政策、财政政策和信贷增长改善。在经济复苏的同时，国内（以及欧洲和日本）经济存在大量过剩产能，新兴国家的需求过热，因此我们认为通胀压力有限，这些压力主要来自新兴国家所需项目的价格。换句话说，2010/2011年的周期性背景非常类似周期中的“最佳时期”。最佳时期通常出现于复苏的头两年，此时经济仍然存在大量富余产能，通胀压力较小。然而，目前的经济复苏发生在去杠杆化时期，因此更依赖美联储的印钞和中央政府的财政刺激措施。

到目前为止，显而易见，政府支持金融体系的各项计划整体有效。与其他国家相比，美国金融体系的去杠杆化进程具有以下特点。

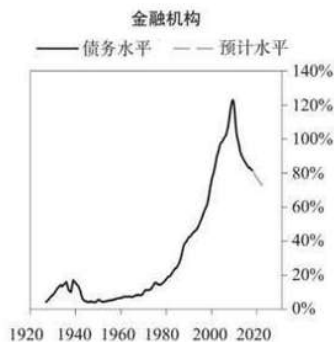
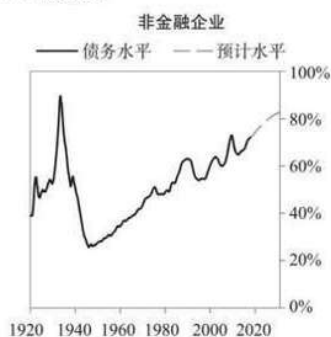
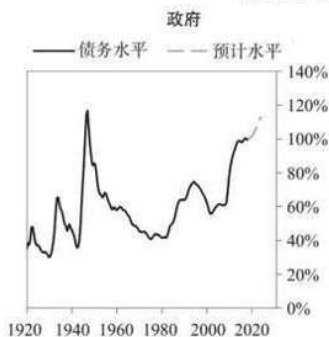
- 金融系统进行资本重组的速度相对较快（而且不良资产救助计划资本金也得到偿还）。
- 退出紧急信贷计划的速度相对较快。
- 各项救援计划的总体财务回报良好。

我们将就此结束本次案例分析。2011年第二季度，美国实际GDP恢复到危机前的水平。这绝对不是复苏的终点。美国经济和自我强化的上

行周期中仍然存在大量过剩产能。下面第一组图分别展示2006年至今（2008年雷曼兄弟债务危机10周年纪念日）的失业率、GDP增长率、GDP缺口（估算实体经济的产能过剩程度）和标普500指数。阴影条块是各个数据在2011年第二季度的水平。第二组图是从1920年到距今10年以后的实际和预计债务占GDP的比例。债务数据不包括养老金和医疗保健等非债务义务（这些义务金额远远大于债务）。这是另一个需要单独讨论的话题。



债务水平 (占 GDP 的比例)



参考文献

Associated Press, “Fed Chairman Signals an End to Interest Rate Cuts Amid Concerns About Inflation,” *New York Times*, June 4, 2008, <https://nyti.ms/2BC431y>.

Bernanke, Ben S. “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis,” Testimony Before the Financial Crisis Inquiry Commission (Washington D.C., September 2, 2010). <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>.

Bernanke, Ben S. *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*. New York: W.W. Norton & Company, 2017.

Bernanke, Ben S. “The Economic Outlook and Monetary Policy.” Speech, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 27, 2010. The Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>.

Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). Joint Statement by the Treasury, FDIC, OCC, OTS, and the Federal Reserve. Washington, DC, 2009. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20090223a.htm>.

Creswell, Julie and Vikas Bajaj. “\$3.2 Billion Move by Bear Stearns to Rescue Fund,” *New York Times*, June 23, 2007. <https://nyti.ms/2hanv9c>.

da Costa, Pedro Nicolaci. “Bernanke says U.S. economy faces big threat,” *Reuters*, October 15, 2008. <https://www.reuters.com/article/us-financial-fed-bernanke/bernanke-says-u-s-economy-faces-big-threat-idUSTRE49E6Y820081015>.

Dudley, William C. “The Outlook, Policy Choices and Our Mandate” Remarks at the Society of American Business Editors and Writers Fall Conference, City University of New York, Graduate School of Journalism. New York City, October 1, 2010. <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2010/dud101001>.

Elliott, Larry and Jill Treanor. "The Day the Credit Crunch Began, Ten Years On: 'The World Changed,'" *The Guardian*, August 3, 2017. <https://www.theguardian.com/business/2017/aug/02/day-credit-crunch-began-10-years-on-world-changed>.

Ellis, David and Ben Rooney. "Banks to Abandon 'Super-SIV' Fund," *CNNMoney.com*, December 21, 2007. https://money.cnn.com/2007/12/21/news/companies/super_siv/index.htm?postversion=2007122116.

Federal Reserve Bank, "2016 Survey of Consumer Finances Chartbook," (October 16, 2017), 835. <https://www.federalreserve.gov/econres/files/BulletinCharts.pdf>.

Geithner, Timothy F. "Introducing the Financial Stability Plan." (Speech, Washington, D.C., February 10, 2009) <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg18.aspx>.

Geithner, Timothy F. *Stress Test: Reflections on the Financial Crisis*. New York: Broadway Books, 2015.

Greenspan, Alan and James Kennedy. "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," *Finance and Economics Discussion Series*, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs (Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2007–20), 16–72. <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200720/200720pap.pdf>.

Lukken, Walt. "Reauthorization: Let the Debate Begin." *Futures & Derivatives Law Report* 24, no. 6 (2004): 1-9. <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/speechandtestimony/opafdlrlukkenarticle.pdf>.

Memorandum from Financial Economist to Erik R. Sirri, Robert L.D. Colby, Herbert F. Brooks, Michael A Macchiaroli, Thomas K. McGowan, "Re: Risk Management Reviews of Consolidated Supervised Entities," January 4, 2007. https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2007-01-04%20SEC%20Risk%20Management%20Review%20of%20Consolidated%20Supervised%20Entities.pdf.

Nizza, Mike. "Paulson Says Economy Is Starting to Rebound," *New York Times*, May 17, 2008. <https://nyti.ms/2BBJJgD>.

Paulson Jr., Henry M. *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. New York: Business Plus, 2010.

Raum, Tom and Daniel Wagner. “Geithner grilled on AIG bailout,” *The Post and Courier*, January 27, 2010. https://www.postandcourier.com/business/geithner-grilled-on-aig-bailout/article_e0713d80-bbf1-5e81-ba9d-377b93532f34.html.

Reuters, “2 Bear Stearns Funds Are Almost Worthless,” *New York Times*, July 17, 2007. <https://nyti.ms/2fHPu2b>.

Reuters, “Paulson Won’t Rule Out Dollar Intervention,” *New York Times*, June 10, 2008. <https://nyti.ms/2BAWQid>.

Stolberg, Sheryl Gay and Steven R. Weisman. “Bush Talks Up Dollar as He Heads to Europe,” *New York Times*, June 10, 2008. <https://nyti.ms/2o1gIHj>.

Summers, Larry. “Opening Remarks at the SIEPR Economic Summit.” (Speech, Stanford University, March 7, 2008). Accessed at: <http://delong.typepad.com/larry-summers-stanford-march-7-2008.pdf>.

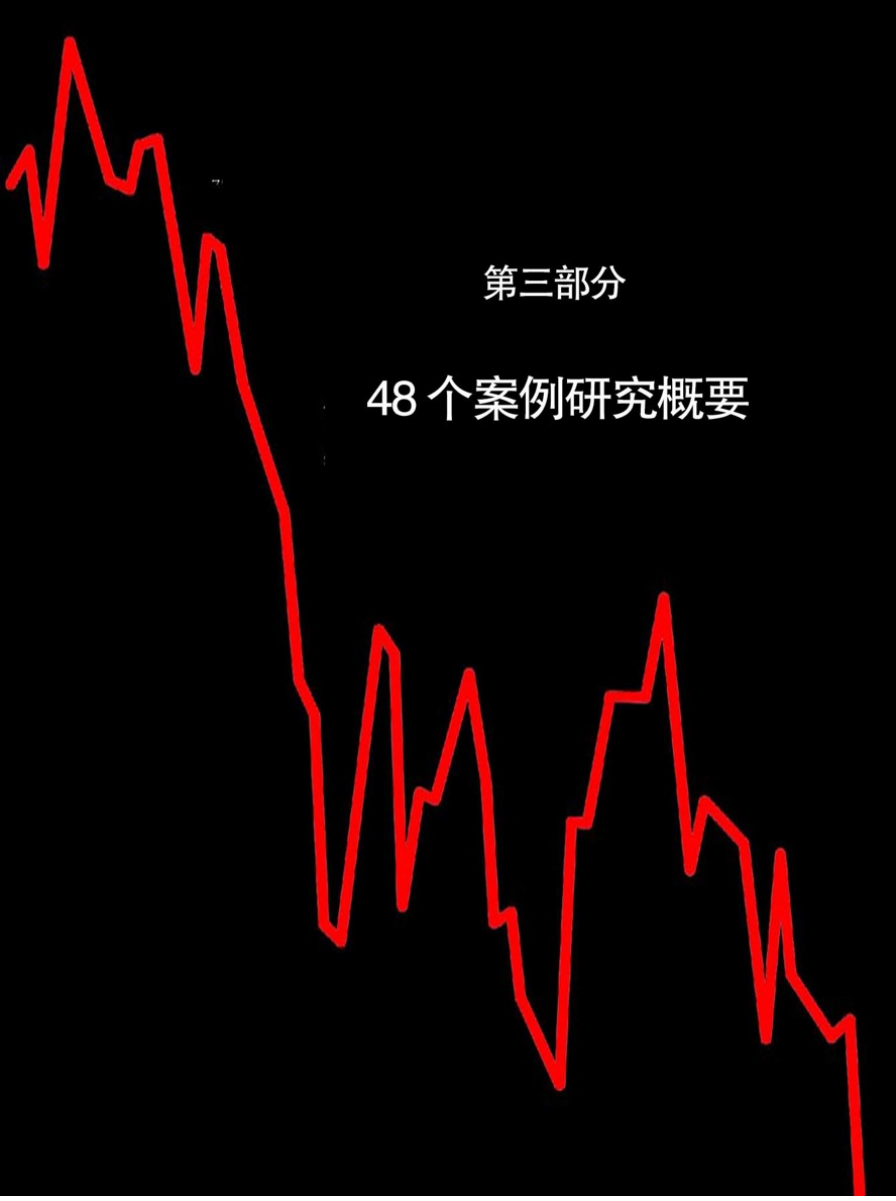
U.S. Census Bureau. “Number of Stories in New Single-Family Houses Sold.” <https://www.census.gov/const/C25Ann/soldstories.pdf>.

U.S. Department of the Treasury. *The Special Master for TARP Executive Compensation Issues First Rulings*. Washington, DC, 2009. <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg329.aspx>.

Vazza, Diane, Nick W. Kraemer, Nivritti Mishra Richhariya, Mallika Jain, Abhik Debnath, and Aliasger Dohadwala. “Default, Transition, and Recovery: 2017 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions,” S&P Global Ratings, April 5, 2018. http://media.spglobal.com/documents/RatingsDirect_DefaultTransitionandRecovery2017AnnualGlobalCorporateDefaultStudyAndRatingTransitions_38612717_Apr-17-2018.PDF.

- [2] Greenspan and Kennedy, “Sources and Uses of Equity,” 16-17.
- [3] US Census Bureau, “Number of Stories.”
- [4] Paulson, *On the Brink*, 45, 50-52.
- [5] Paulson, 57-58.
- [6] Bernanke, “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis.”
- [7] Memorandum, “Re: Risk Management Reviews.”
- [8] Bernanke, “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis.”
- [9] Reuters, “2 Bear Stearns Funds.”
- [10] Creswell and Bajaj, “\$3.2. Billion Move to Rescue Fund.”
- [11] Bernanke, *The Courage to Act*, 156.
- [12] Bernanke, *The Courage to Act*, 156.
- [13] Geithner, *Stress Test*, 9.
- [14] Bernanke, *The Courage to Act*, 160.
- [15] Ellis and Rooney, “Banks to Abandon ‘Super-SIV’ Fund.”
- [16] Elliott and Treanor, “The Day the Credit Crunch Began.”
- [17] Vazza, et al. “Default, Transition, Recovery”; Andrews, “Mortgage Relief Impact.”
- [18] Lukken, “Reauthorization,” 3.
- [19] Bernanke, *The Courage to Act*, 194.
- [20] Bernanke, *The Courage to Act*, 194.
- [21] Bernanke, *The Courage to Act*, 208, 215-6.
- [22] Bernanke, *The Courage to Act*, 208.
- [23] Paulson, *On the Brink*, 93.
- [24] Bernanke, *The Courage to Act*, 218.
- [25] Geithner, *Stress Test*, 166-7.
- [26] Paulson, 132-5.
- [27] Nizza, “Economy Is Starting to Rebound.”
- [28] Stolberg and Weisman, “Bush Talks Up Dollar”; Reuters, “Paulson Won’t Rule Out.”
- [29] Associated Press, “Fed Chairman Signals an End.”
- [30] Paulson, 142.
- [31] Paulson, 57.
- [32] Paulson, 4.
- [33] 规则带来明确的期望，增加决策的合理性，减少其武断性，降低政治影响。
- [34] Paulson, 162.
- [35] Paulson, 167.
- [36] Paulson, 1.
- [37] Paulson, 147.

- [38] Paulson, 219.
- [39] Ibid, 185.
- [40] Paulson, 209, Geithner, Stress Test, 96.
- [41] Paulson, 225.
- [42] Paulson, 229.
- [43] Bernanke, The Courage to Act, 280.
- [44] Bernanke, The Courage to Act, 281.
- [45] Raum and Wagner, “Geithner Grilled on AIG.”
- [46] Paulson, 252-3.
- [47] Paulson, 233.
- [48] Paulson, 342.
- [49] Paulson, 353.
- [50] Paulson, 353.
- [51] Paulson, 369.
- [52] Paulson, 357-8.
- [53] Da Costa, “Bernanke Says U.S. Economy.”
- [54] Paulson, 396.
- [55] Paulson, 399-400.
- [56] Summers, “SIEPR Economic Summit,” 1.
- [57] Bernanke, The Courage to Act, 378.
- [58] Geithner, “Introducing the Financial Stability Plan.”
- [59] Board of Governors of the Federal Reserve, “Joint Statement.”
- [60] Geithner, Stress Test, 291.
- [61] Geithner, Stress Test, 349-50.
- [62] US Treasury, “The Special Master for TARP.”
- [63] Bernanke, “Economic Outlook.”
- [64] Dudley, “The Outlook.”



第三部分

48 个案例研究概要

核心经济术语表

以下是本书第三部分（及其他部分）中使用的一些经济术语的概念。为简洁起见，我们对这些概念进行了简化。

国际收支差额

一个特定国家/货币区的个人或机构与世界其他地区之间进行的所有交易的余额，这些交易包括购买货物、服务、金融资产以及其他支付。以某种特定商品的交易为例，当一个国家的人要购买石油时，他必须要放弃某种形式的资本以换取石油。国际收支恶化的情况好比一个家庭的财务状况恶化，原因是资金流入（所获得的收入和贷款）低于消费支出，而国际收支改善的情况则与之相反。

国际收支危机

经济危机的一种，表现为一国的国际收支不断恶化，导致该国的实体在国际市场上缺乏购买力，从而无法满足其需求。此时，该国的现金和信贷均已耗尽。

泡沫阶段

债务周期的一个阶段，通常表现为债务、资产价格和经济增长率呈现自我强化式上涨，但这种情况不可持续。这里的关键词是“不可持续”，经济在经历了暂时的繁荣之后就会陷入萧条。这就如同一个人为了过上奢华的生活而大量举债，这种生活可以在短期内维持，但不可持续，一旦发生调整，就会陷入窘境。

资本流入/流出

资金和信贷的跨境流动，其目的是购买资本或投资性资产（例如，债券、货币、股票、工厂等）。一国的国内投资者买卖外国资产即“资本流出”，国外投资者买卖该国资产即“资本流入”。

核心通胀

剔除价格波动巨大的商品（例如大宗商品）或服务后的价格通胀。

钉住汇率制度

汇率政策的一种，即一国政府使本国货币的价值钉住另一种货币、一篮子货币或资产（例如黄金），与其保持固定的兑换比率。

经常账户余额

一国的货物和服务出口净额、收入净额与转移支付净额之和。可以将其视作一国的净收入（收入减去支出）。如果一国出现经常账户赤字，意味着该国的支出大于收入，则需通过资本交易（例如借款或出售资产）填补缺口。这些资本交易会被计入资本账户余额。

偿债总额

在既定时期里维持债务的成本，包括利息和本金支付。

去杠杆化

减轻债务负担的过程。

去杠杆化归因

桥水用于分析导致一国债务负担增减的原因的方法。在去杠杆化归因图中，黑点表示在这一时期该国的债务占GDP的比例的年化增减幅度。（正值表示该国债务水平上升，负值表示该国债务水平下降。）该图还展示了导致债务水平变化的因素：0以上为导致债务负担加重的因素，0以下为导致债务负担减轻的因素。其中包括导致该国GDP增减的因素（例如通胀率和实际经济增长率），以及导致债务增减的因素（例如，该国为支付利息而新增的借款，或者其他新增债务）。请注意，这种分析方法因国家而异，主要取决于该国可获得数据的完备程度。

经济萧条

债务危机阶段发生的严重经济衰退，通常表现为资产价格和经济增长率的自我强化式下跌。这段时期的典型特征是，央行放宽货币政策的能力有限，无法缓解经济衰退。

宽松政策

央行通过降息、印钞，或修改监管规定等方式增加货币和信贷供应的货币政策举措，或中央政府做出的调整支出、税收或监管规定的财政政策举措。

财政余额

政府支出与政府税收收入的差额。当政府支出超过收入（因而必须要借款或消耗储蓄）时，就会产生财政赤字；当政府收入超过支出时，就会实现财政盈余。

外汇回报

投资者投资外国货币所获得的回报。这取决于汇率变化，以及投资者赚取的利息与其投资本国货币赚取的利息的差额。

FX

外汇汇率。

外汇债务

以投资者本国货币以外的货币计价的债务。

GDP

国内生产总值，即一国生产的全部最终商品和服务的总值（即价格乘以数量）。GDP是衡量经济体规模的最常用指标。我们常常以占GDP的比例来衡量其他经济概念（例如债务）在特定经济体中的规模大小。

GDP缺口

一种粗略衡量经济体产能利用率高低的指标。GDP缺口是基于经济体目前的产出水平与潜在的产出水平（即预计该经济体可以长期维持而无负面影响的产出水平）之间的差异。如果一个经济体的GDP缺口为负，就说明该经济体存在闲置产能（例如，工厂没有满负荷运转）。如果一个经济体的GDP缺口为正，就说明该经济体几乎不存在闲置产能。

GDP缺口通常被称为“产出缺口”或“闲置产能”。

流动性

衡量资金与信贷是相对紧缺还是容易获得的指标。当流动性较低时，资金与信贷紧缺，即使是信用度高的借款人也需支付较高的借款利率。当流动性较高时，信用度高的借款人很容易借款，而且借款利率较低。

长期利率

长期债务的利率。本书中提到的名义长期利率通常是指10年期政府债券的收益率。

M0

衡量某种货币的印发总量的指标，通常基于流通中的实物货币量与央行持有的准备金之和。

名义经济增长率

一国的产出总值（例如GDP）的变化。“名义”是指包括通胀造成的价格上涨因素，与之相对的是实际经济增长率（见下文）。

潜在产出水平

粗略估算一个经济体能够长期维持的最高产出水平的指标。GDP缺口显示了一个经济体当前的产出水平是高于还是低于潜在产出水平。

实际

包含“实际”一词的经济术语意味着对相关数据进行调整，剔除通胀因素的影响之后的结果。具体例子可见下文，需要注意的是，这些指标通常无法做到精确（例如，我们无法精确衡量一国的实际汇率）。

实际汇率

通过比较各国现在与过去的相对汇率和价格水平，粗略衡量一种货

币的价值高低的指标。实际汇率为正，代表这种货币的价值增加；实际汇率为负，代表这种货币的价值下降。我们通常将一国的货币与其贸易伙伴的货币进行对比（即贸易加权指数，简称TWI）来衡量这一指标。

实际GDP

粗略衡量一国产出的商品与服务总值（剔除通胀因素的影响）的指标。

实际经济增长率

粗略衡量一国产出的商品与服务总值的变化（剔除通胀因素的影响），与之相对的是名义经济增长率。

实际利率

剔除通胀因素影响之后的利率。如果实际利率为负，意味着通胀率高于贷款利率，则贷款者的购买力在逐渐下降。

通货再膨胀

当一国的货币政策较为宽松时，具有刺激效果，有助于促进经济体从萧条中复苏的阶段。

储备

一国持有的外汇或黄金储备。它本质上是指一国政府积蓄的外汇，可用于购买资产，也可用于调整本国货币的供需状况和汇率。

短期利率

通常是指期限在3个月以内的短期贷款的利率。

刺激

见“宽松政策”。

紧缩政策

通过减少货币与信贷供给，使经济增速放缓的政策举措。通常的做法是，通过提高利率，减少货币供给，削减政府支出，或者改变监管规则来限制银行放贷。

收益率曲线

短期利率与长期利率之差。当短期利率高于长期利率时，收益率曲线会出现倒挂，短期利率预期将会下降。当短期利率低于长期利率时，短期利率预期将会上升。

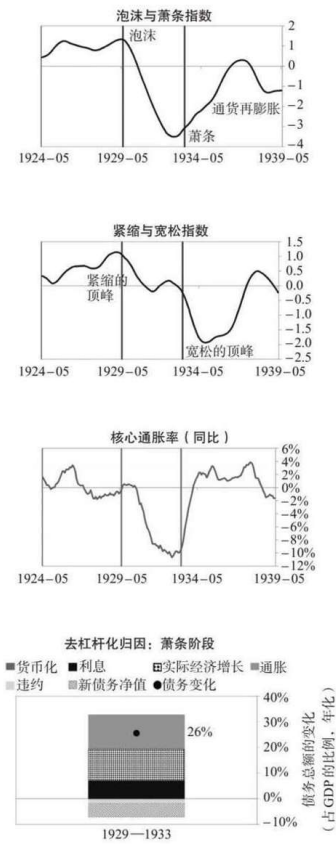
48场债务危机

本部分将逐一介绍我们研究的48场债务危机，以便读者获得身临其境的体验。我们系统性地考察了主要国家在过去100年里经历的去杠杆化时期，重点关注实际GDP降幅超过3%的情况，从而筛选出这48个案例（其中前21个为典型通缩性去杠杆化周期，后27个为典型通胀性去杠杆化周期），并将其与IMF和其他著名研究机构的研究成果进行对比。虽然我们的研究无法囊括过去100年里发生的所有债务危机，但这些案例可以很好地说明债务危机和去杠杆化的特征，凸显其中重要的共性（正如本书第一部分所讨论的）与差异。

每个案例都包括两部分内容：一部分是由电脑生成的案例文本分析[1]，简述当时的势态发展；另一部分则通过大量图示显示基本统计数据。这些自动生成的案例文本对基本统计数据进行了解释，并以简化的方式展示了我们的算法分析。在本书的这一部分，我们通过简化的视角来看这些案例（基于本书第一部分中提供的更为简化的模型），有助于凸显精髓所在。而在本书的第二部分，我们通过详述细节的方式研究案例。这两种视角会使读者获得不同的认识。我希望，透过这一简化的视角，读者能更容易地看到“典型债务大危机”模型中所阐释的原则层面的共性与差异。

[1] 因文本分析部分为电脑自动生成的案例摘要，运用相同的模式分析不同的历史数据，故部分文字存在相似之处。——编者注

美国1926—1936年案例文本自动摘要



如右图所示，1926—1936年，美国经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

下图中的指标是根据后文分类图示中的统计数据汇编而成。请注意，这些指标的数据仅为粗略值。[\[1\]](#)（以下案例均为如此，不再赘述。）

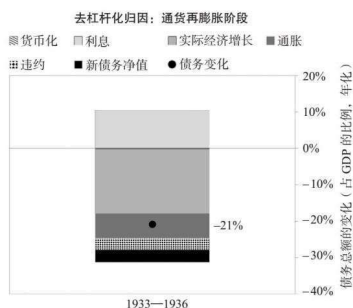
泡沫阶段

1926—1929年，美国处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。泡沫阶段结束时，美国的债务已达到危机前的峰值，占GDP的125%。在本案例

中，这些债务都以美元计价，而且大多数债务的债权人是美国人。在债务不断增加的支撑下，美国经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到13%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率高达31%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约250个基点）。美国经济面临泡沫压力，货币与信贷环境不断收紧，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，引发了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为1929—1933年。高债务水平使美国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是1929年股市崩盘。美国的GDP、股价与房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为26%、84%和24%，失业率上升23%。美国的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管美国需要去杠杆化，但由于实际收入水平不断下降，经济面临通缩压力，以及举借新债以支付利息，其债务占GDP的比例增加了98%（年化增幅为26%）。



通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间略长于平均水平。之后，决策者提供了充足的经济刺激，使痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，美国从1933年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，政府切断了美元与黄金的挂钩，M0增幅达GDP的6%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-5%。在这一周期里，美国非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的8个。特别是，美国政府提供流动性，直接购买不良资产。在这些刺激性举措的作用下，美国的名义经

济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为8%，而主权长期利率降至3%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，美国的失业率下降14%，债务占GDP的比例下降70%（年化降幅为21%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降主要是因为实际收入水平不断提升，其次是因为通胀。其实际GDP在7年后才达到之前的峰值，以美元计算的股价在25年里恢复。

这场危机对美国政局造成显著影响，它为罗斯福上台搭建了舞台，而许多人认为罗斯福是一名民粹主义领导人。

美国1926—1936年分类图示附录

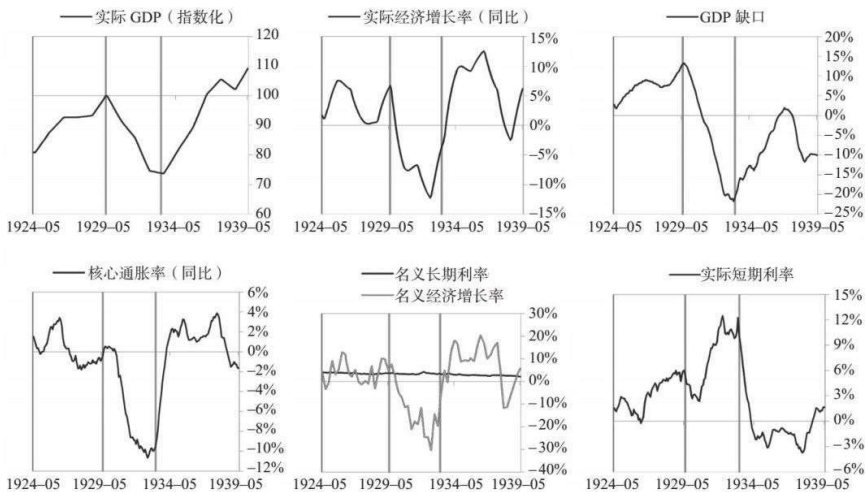
负债状况



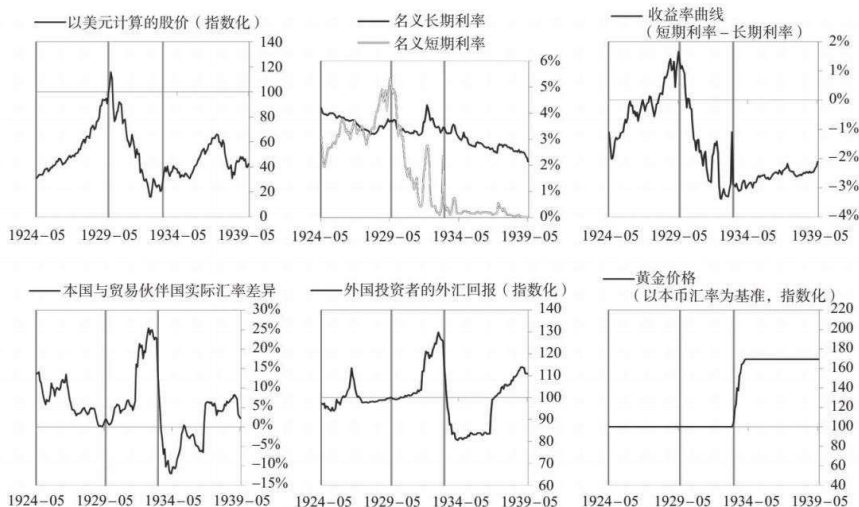
货币政策与财政政策



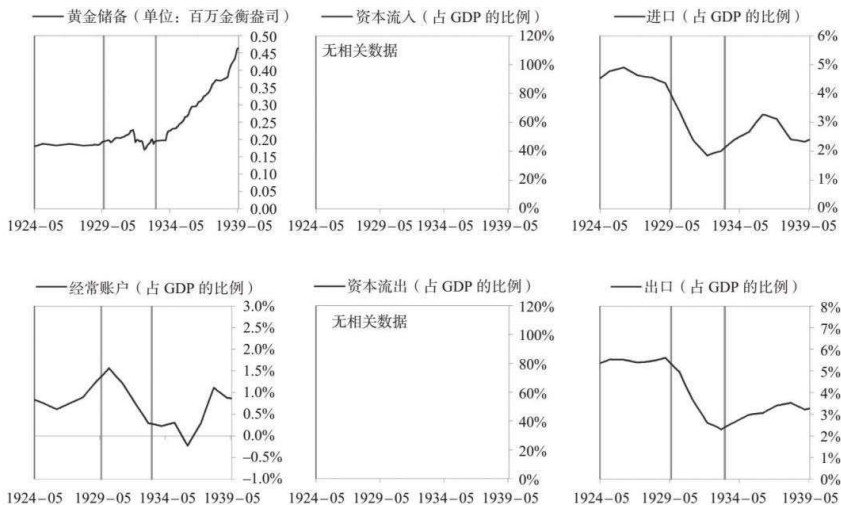
经济状况



市场状况



国际收支状况



[1] 前两张图分别显示了泡沫与萧条状况和货币与信贷的紧缩及宽松程度的衡量指标。对每项指标而言，与0的距离代表泡沫的程度，当指标大于0时代表进入泡沫，当指标小于0时代表走出泡沫。

英国1927—1936年案例文本自动摘要



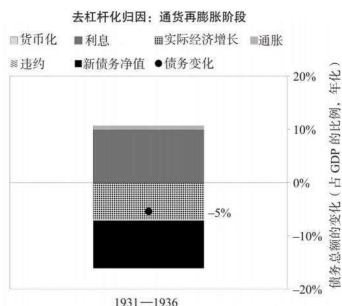
如右图所示，1927—1936年，英国经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，英国并未普遍出现泡沫，但与英国联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，英国确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的210%。在本案例中，这些债务以英镑计价，大多数债务的债权人是英国人。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为1929—1931年。高债务水平使英国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，美国股市崩盘及大萧条初期造成的影响波及英国。英国的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为10%和61%，失业率上升7%。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管英国需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了13%（年化增幅为6%），这主要是因为举借新债以支付利息，其次是因为实际收入水平下降。但这一增幅被偿还旧债部分抵销。



通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间略短于平均水平。之后，英国的决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，英国从1931年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，政府切断了英镑与黄金的挂钩，M0增幅达GDP的2%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-8%。在这一周期里，英国没有积极地管控金融机构和处理坏账，采用了9个典型政策工具中的1个。在这一举措及其他刺激性措施的作用下，英国的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为4%，而主权长期利率降至3%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，英国的失业率下降8%，债务占GDP的比例下降29%（年化降幅为5%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降主要是因为偿还旧债，其次是因为实际收入水平上升。但这一降幅被举借新债以支付利息部分抵销。其实际GDP在5年后才达到之前的峰值，以美元计算的股价在8年里恢复。

英国1927—1936年分类图示附录

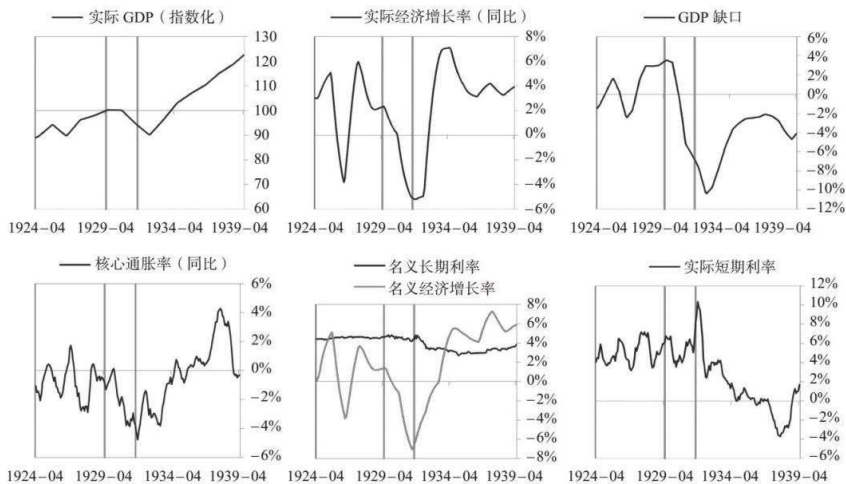
负债状况



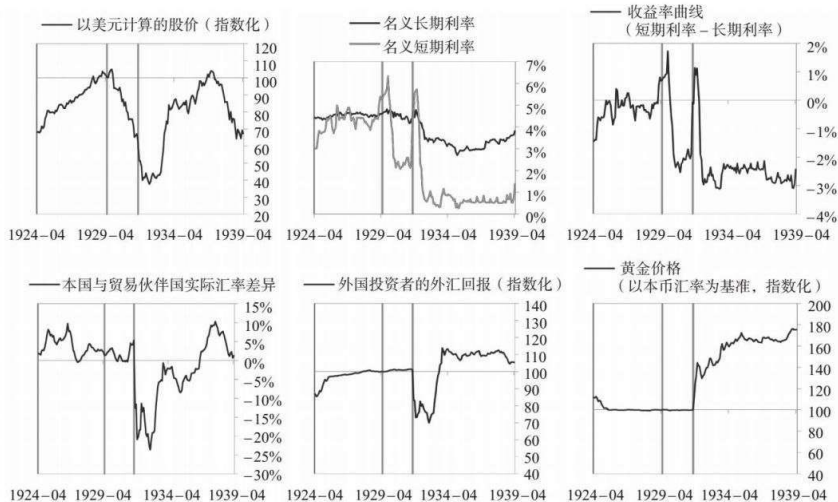
货币政策与财政政策



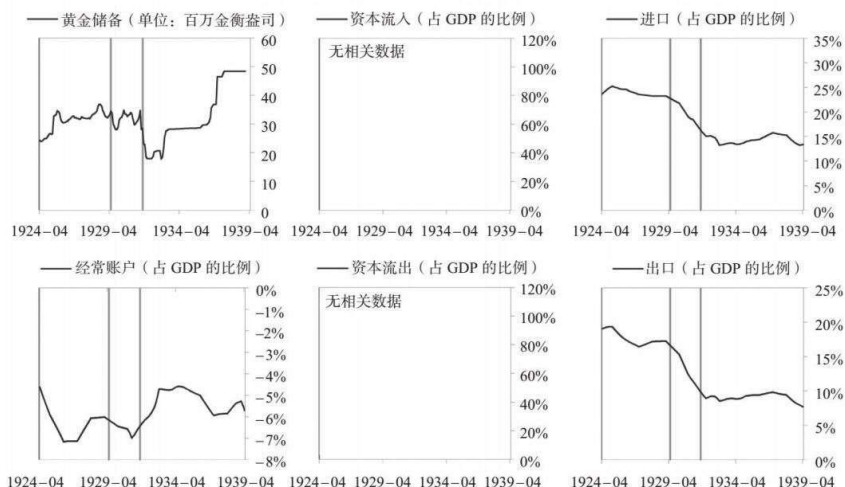
经济状况



市场状况



国际收支状况



日本1925—1936年案例文本自动摘要



如右图所示，1925—1936年，日本经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，日本并未普遍出现泡沫，但与日本联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，日本确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的65%。在本案例中，这些债务都以日元计价，大多数债务的债权人是日本人。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间是1927—1931年。高债务水平使日本容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是1929年全球股市崩盘。日本的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为4%和47%。日本的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管日本需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了36%（年化增幅为8%）。



通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间略长于平均水平，之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，日本从1931年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，政府切断了日元与黄金的挂钩，利率最终降至2%，实际汇率平均为-26%。在这一周期里，日本比较积极地管控金融机构和处理坏账，采用了9个典型政策工具中的3个。在这些刺激性举措的作用下，日本的名义经济增长率高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为4.7%，而主权长期利率降至3.9%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，日本的债务占GDP的比例下降18%（年化降幅为4%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，在实际经济增速提升的大力支撑下，收入水平不断上升。

这场危机对日本政局造成显著影响，为东条英机上台搭建了舞台，而许多人认为东条英机是一名民粹主义领导人。

日本1925—1936年分类图示附录

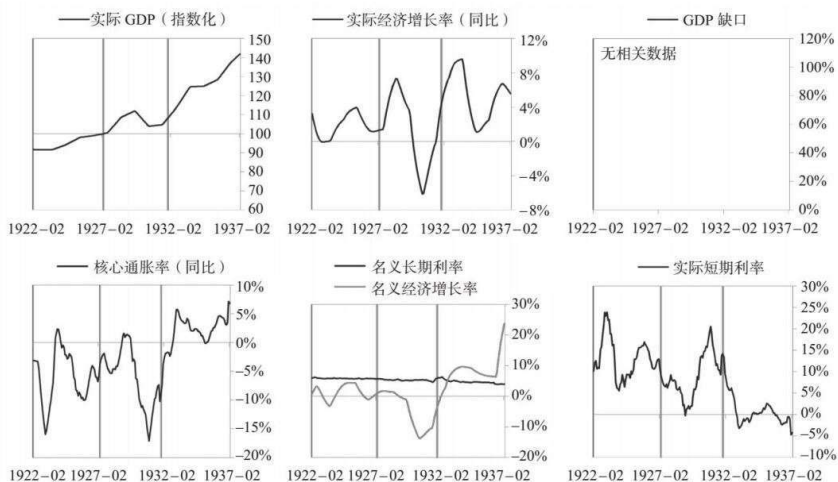
负债状况



货币政策与财政政策



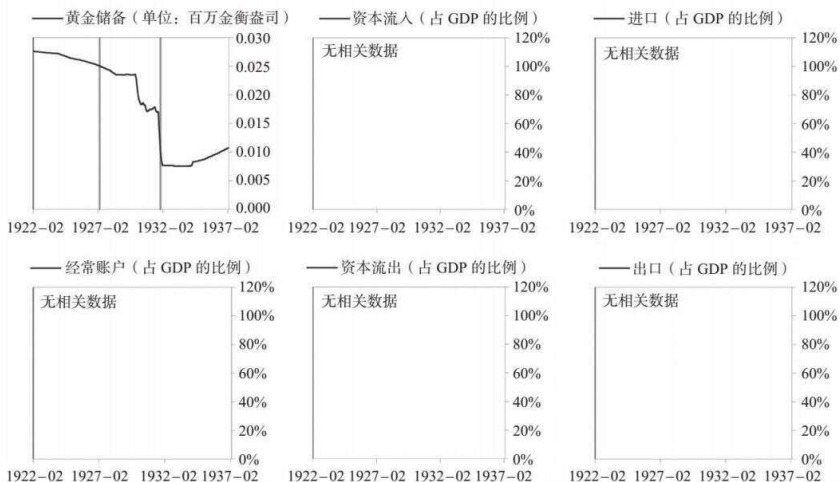
经济状况



市场状况



国际收支状况



法国1926—1938年案例文本自动摘要



如右图所示，1926—1938年，法国经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

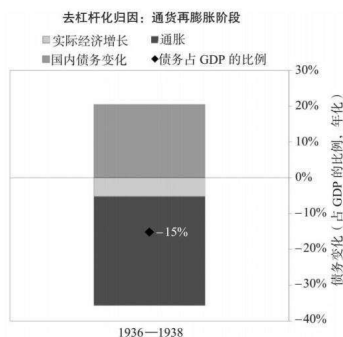
泡沫阶段

1926—1929年，法国处于泡沫阶段，经济增长强劲和股市回报丰厚促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，法国的债务水平实际上下降了，在危机前降至GDP的205%，降幅为GDP的13%。在本案例中，这些债务都以法郎计价，大多数债务的债权人是法国人。法国经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到9%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为45%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。法国经济面临这些泡沫压力，货币与信

贷环境收紧，相关国家的经济形势恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间是1929—1936年。高债务水平使法国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，美国股市崩盘和大萧条初期造成的影响波及法国。法国的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为17%和57%。法国的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，在此期间，尽管法国需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例基本保持平稳。



通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，法国从1936年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，政府切断了法郎与黄金的挂钩，利率最终降至2%，实际汇率平均为-4%。重要的是，决策者允许通胀率高企（在此期间，平均通胀率为10%），从而推高了名义经济增长率，减轻了国内债务负担。在这一周期里，法国比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的3个。在这些刺激性举措的作用下，法国的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为15%，而主权长期利率降至4%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，法国的债务占GDP的比例下降37%（年化降幅为15%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，在通胀率提升的主要支撑下，收入不断增加。其实际GDP在21年后才达到之前的峰值。

这场危机对法国政局造成显著影响，为莱昂·布鲁姆在1936年上台搭建了舞台，许多人认为布鲁姆是一名民粹主义领导人。

法国1926—1938年分类图示附录

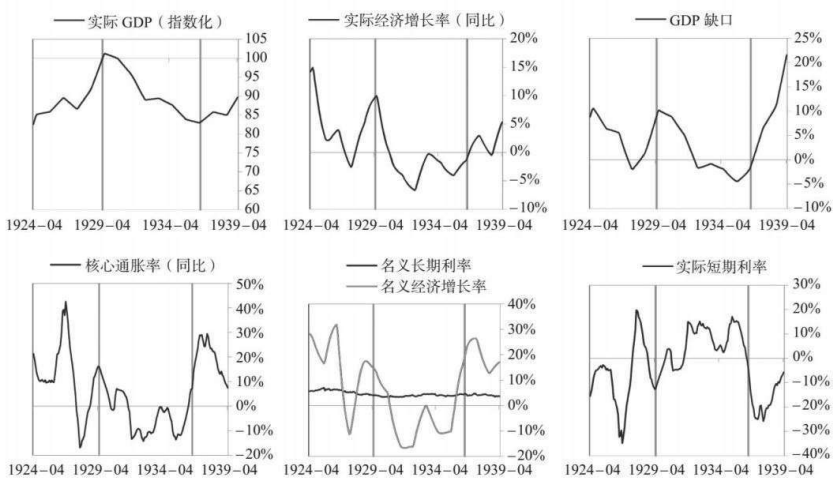
负债状况



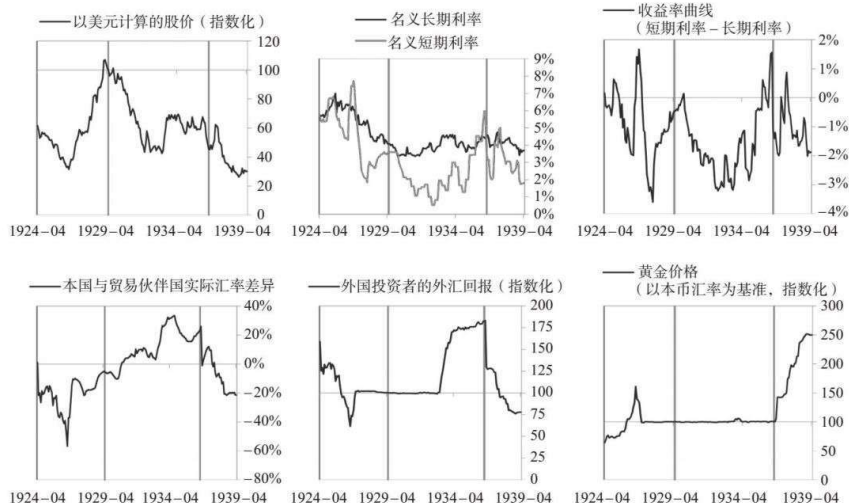
货币政策与财政政策



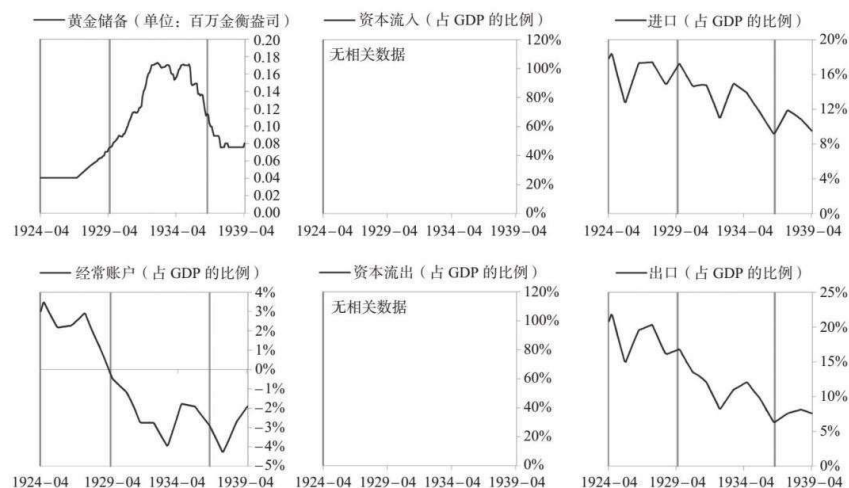
经济状况



市场状况



国际收支状况



英国1941—1967年案例文本自动摘要



如右图所示，1941—1967年，英国经历了典型的战时通缩性去杠杆化周期。正如重大战争之后战胜国通常经历的那样，随着英国走出战时生产模式，英国经济陷入了短暂的衰退，其去杠杆化进程更为有序。

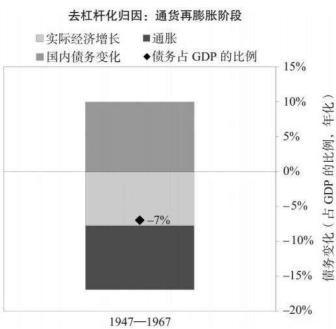
战争阶段

与典型的泡沫危机不同，这场债务危机的根源是二战。战争期间，英国大量借款以填补巨额财政赤字，将经济重点转向战争相关生产，大多数劳动力参与军事活动，或投入战争相关生产。因此，这个阶段的经济统计数据不能反映典型的经济关联性。战争期间，英国的债务急剧增加。在本案例中，这些债务都以英镑计价，大多数债务的债权人是英国人。这段时期，在战争相关开支的支撑下，英国经济增长强劲（增速达

到6%)，经济活力处于高位（GDP缺口达到10%的峰值）。此外，股票在战争阶段的平均年化回报率为16%，高资产回报率刺激了经济增长。

战后阶段

战争临近结束时，英国陷入了一段衰退时期，持续时间为1943—1947年。因为英国是战胜国，其战后衰退状况不像战败国那么糟糕。但英国的GDP陷入自我强化式下跌，跌幅为15%。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管英国需要去杠杆化，但由于实际收入水平下降，而且政府继续承担战争相关开销（在痛苦的去杠杆化阶段，财政赤字占GDP的比例达到31%的峰值），其债务占GDP的比例增加了102%（年化增幅为25%）。



通货再膨胀阶段

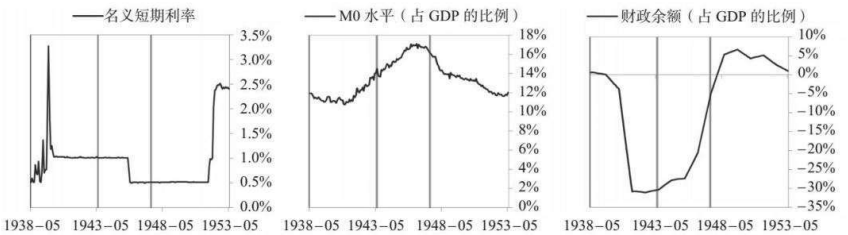
这一战后衰退时期的持续时间略长于平均水平。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化。英国从1947年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，政府使英镑对黄金贬值了30%，M0实际水平下降，降幅为GDP的8%，利率最终降至1%，实际汇率平均为-10%。重要的是，决策者允许通胀率高企（在此期间，平均通胀率为4%），从而推高了名义经济增长率，减轻了国内债务负担。在这一举措及其他刺激性措施的作用下，英国的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为7%，而主权长期利率降至2%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，英国的失业率保持平稳，债务占GDP的比例下降139%（年化降幅为7%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，在通胀率提升的主要支撑下，收入不断增加。其实际GDP用了10年时间才达到之前的峰值。

英国1941—1967年分类图示附录

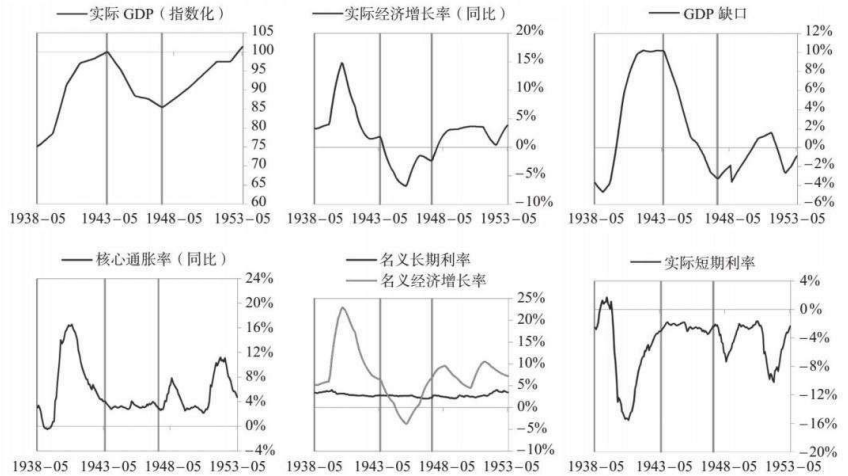
负债状况



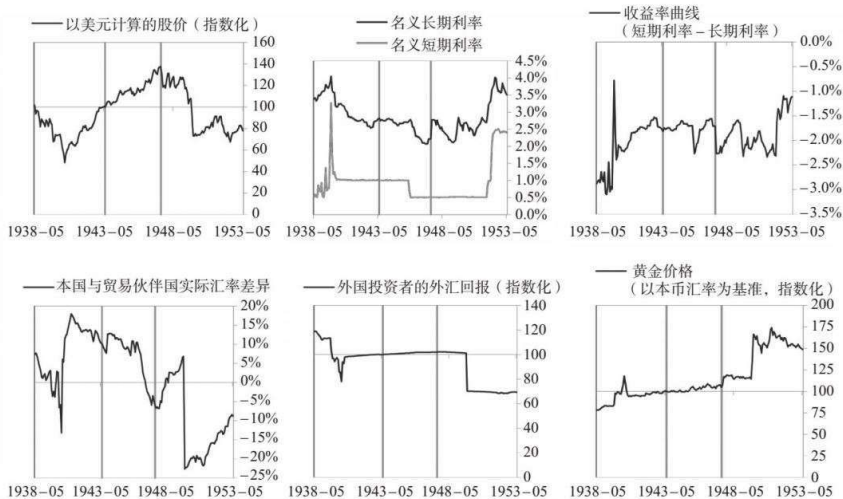
货币政策与财政政策



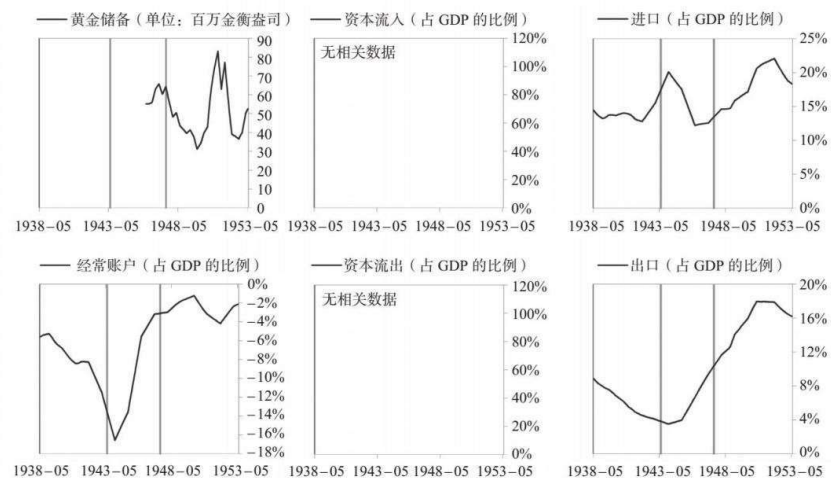
经济状况



市场状况



国际收支状况



政府与军事



美国1943—1951年案例文本自动摘要



如右图所示，1943—1951年，美国经历了典型的战时通缩性去杠杆化周期。正如重大战争后战胜国通常经历的那样，随着美国走出战时生产模式，美国经济陷入了短暂的衰退，其去杠杆化进程更为有序。

战争阶段

与典型的泡沫危机不同，这场债务危机的根源是二战。战争期间，美国大量借款以填补巨额财政赤字，将经济重点转向战争相关生产，大多数劳动力参与军事活动，或投入战争相关生产。因此，这个阶段的经济统计数据不能反映典型的经济关联性。战争期间，美国的债务升至GDP的150%。在本案例中，这些债务以美元计价，大多数债务的债权

人是美国人。在战争相关开支的支撑下，美国经济增长强劲（增速达到13%），经济活力处于高位（GDP缺口达到19%的峰值）。此外，股票在战争时期的平均年化回报率为15%，高资产回报率刺激了经济增长。

战后阶段

战争结束后，美国进入了战后衰退时期，持续时间为1945—1950年。因为美国是战胜国，其战后衰退状况不像战败国那么糟糕。但美国的GDP陷入自我强化式下跌，跌幅为13%，失业率上升5%。如右边的去杠杆化归因图所示，在此期间，尽管美国需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例基本保持平稳。



通货再膨胀阶段

这一战后衰退阶段的持续时间相对较长。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，美国从1950年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0实际水平下降，降幅为GDP的0.9%，利率最终降至1%。尽管美国的经济活力大幅提升，央行选择维持宽松政策，使名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为11%，而主权长期利率平均为2%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，美国的失业率下降2%，债务占GDP的比例下降22%（年化降幅为14%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，在实际经济增速加快的主要支撑下，收入不断增加。其实际GDP用了6年时间才达到之前的峰值。

美国1943—1951年分类图示附录

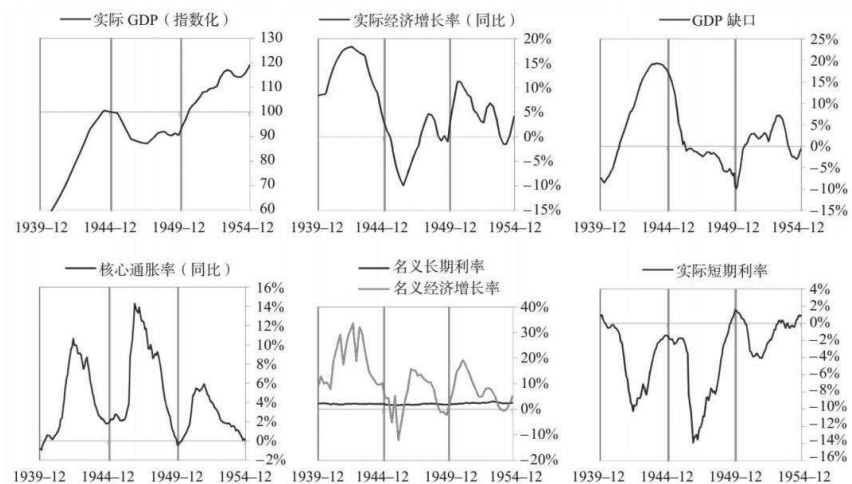
负债状况



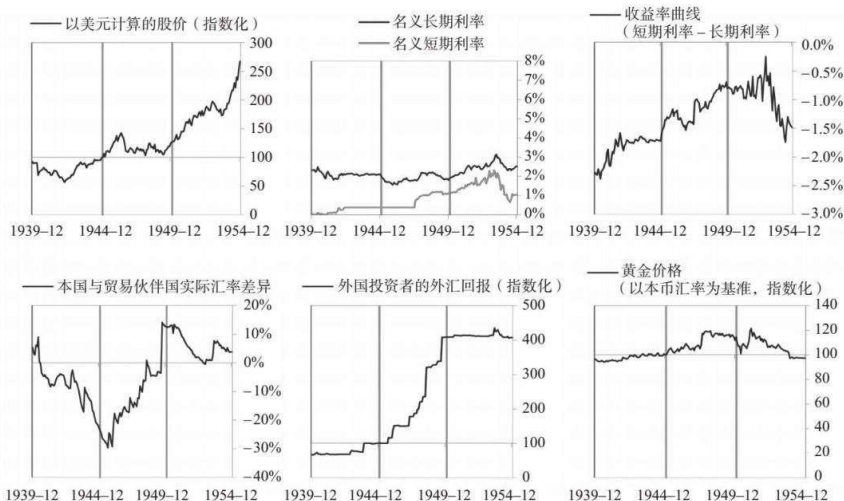
货币政策与财政政策



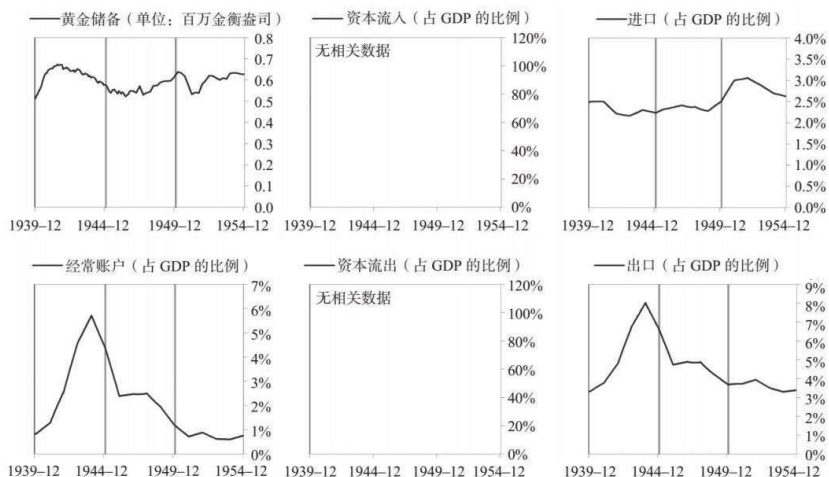
经济状况



市场状况



国际收支状况



政府与军事



挪威1984—1996年案例文本自动摘要



如右图所示，1984—1996年，挪威经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

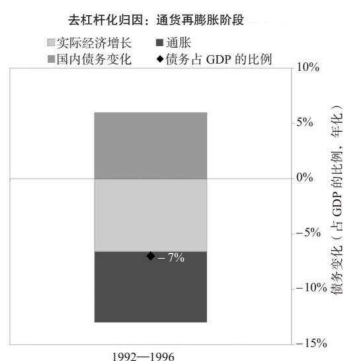
泡沫阶段

1984—1987年，挪威处于泡沫阶段。经济增长强劲，股市和房地产市场回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。到泡沫阶段结束时，挪威的债务已达到危机前的峰值，占GDP的211%。在本案例中，这些债务以挪威的本国货币计价，大多数债务的债权人是挪威人。在这一阶段，挪威的投资流入适度强劲，平均约占GDP的4%，这有助于其填补经常账户缺口（经常账户赤字占GDP的2%）。在这些资金的支撑下，挪威经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口

达到5%的峰值)。此外，房价在泡沫阶段的平均年化回报率为19%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者启动了大规模紧缩政策（将短期利率上调约700个基点）。挪威经济面临这些泡沫压力，货币与信贷环境不断收紧，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，挪威陷入自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为1987—1992年。在危机前的最高峰，挪威的偿债总额达到GDP的58%，这使挪威容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，大宗商品价格暴跌的影响波及挪威。挪威的GDP和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为4%和38%。挪威的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管挪威需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例在此期间基本保持平稳。



通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，挪威从1992年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的2%，利率最终降至4%，实际汇率平均为3%。在这一周期里，挪威积极地管控金融机构和处理坏账，采用了9个典型政策工具中的4个。特别是，挪威将银行国有化，并提供流动性。挪威还实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，挪威的名义经济增长率接近名义利率（在此期间，其经济增长率平均为6.1%，而主权长期利率降至5.5%）。如左边的去杠杆化归因图所示，

在这一阶段，挪威的失业率下降4%，债务占GDP的比例下降35%（年化降幅为7%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，在实际经济增速加快的主要支撑下，收入不断增加。其实际GDP用了5年时间才达到之前的峰值。

挪威1984—1996年分类图示附录

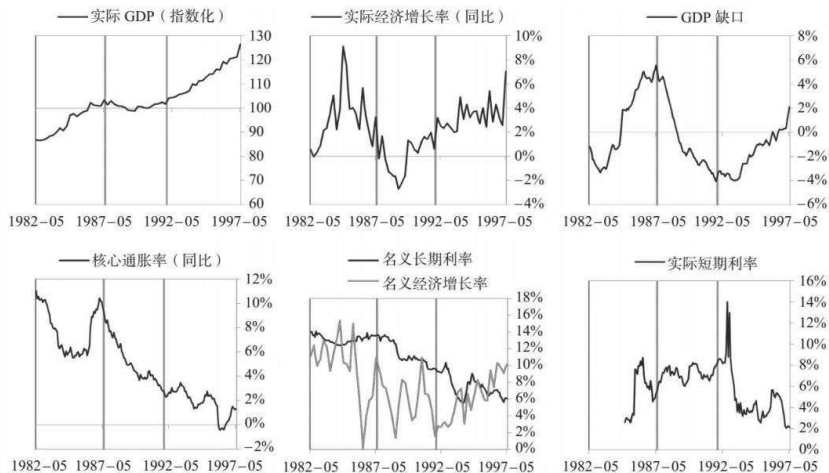
负债状况



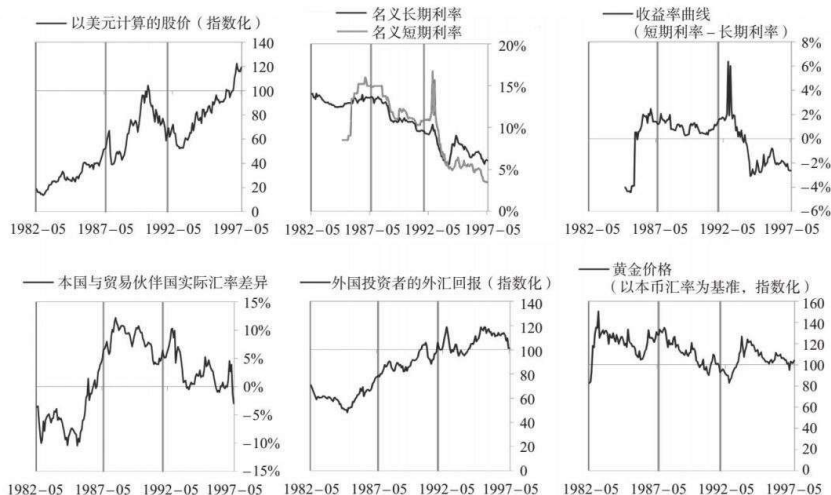
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况

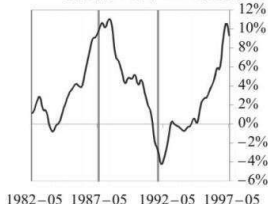


国际收支状况

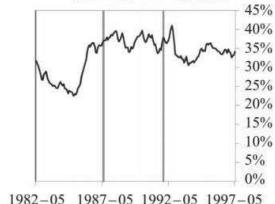
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



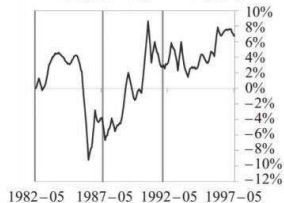
——资本流入（占 GDP 的比例）



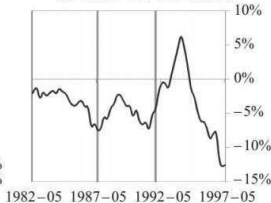
——进口（占 GDP 的比例）



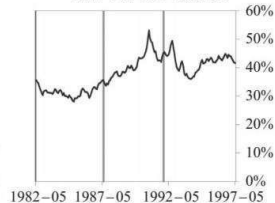
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



芬兰1987—2001年案例文本自动摘要



如右图所示，1987—2001年，芬兰经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

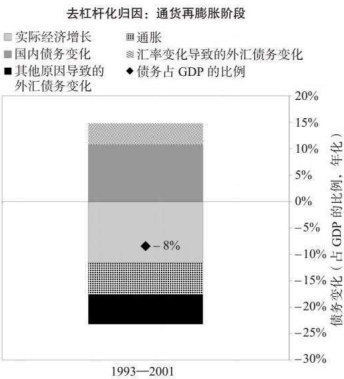
泡沫阶段

1987—1989年，芬兰处于泡沫阶段。经济增长强劲和股市回报丰厚促成一个自我强化的泡沫周期。到泡沫阶段结束时，芬兰的债务已达到危机前的顶峰，占GDP的272%。在本案例中，这些债务都以芬兰的本国货币计价，但很大一部分债务的债权人并非芬兰人，这使芬兰比较容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，芬兰的投资流入较少但为正，平均约占GDP的3%，同时，其经常账户赤字占GDP的3%。在这些资金

的支撑下，芬兰经济增长强劲（增速达到5%）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为18%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者启动了大规模紧缩政策（将短期利率上调约700个基点）。因为芬兰的实际汇率达到24%的峰值，其竞争力变成一个问题。芬兰面临这些泡沫压力，依赖外资流入，货币与信贷环境收紧，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为1989—1993年。高债务水平使芬兰容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，资产价格下跌导致银行偿付能力减弱。芬兰的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为12%、36%和32%，失业率上升13%。芬兰的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管芬兰需要去杠杆化，但因为收入减少，其债务占GDP的比例增加了32%（年化增幅为9%）。



通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间略长于平均水平。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，芬兰从1993年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达到GDP的7%，利率最终降至3%，实际汇率平均为-10%。在这一周期里，芬兰非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，芬兰将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。这些刺激性举措的作用下，芬兰的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为6%，而主权长期利率降至

4%)。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，芬兰的失业率下降6%，债务占GDP的比例下降72%（年化降幅为8%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速加快，推动收入不断增加。其实际GDP用了7年时间才达到之前的峰值，以美元计算的股价在5年里恢复。

芬兰1987—2001年分类图示附录

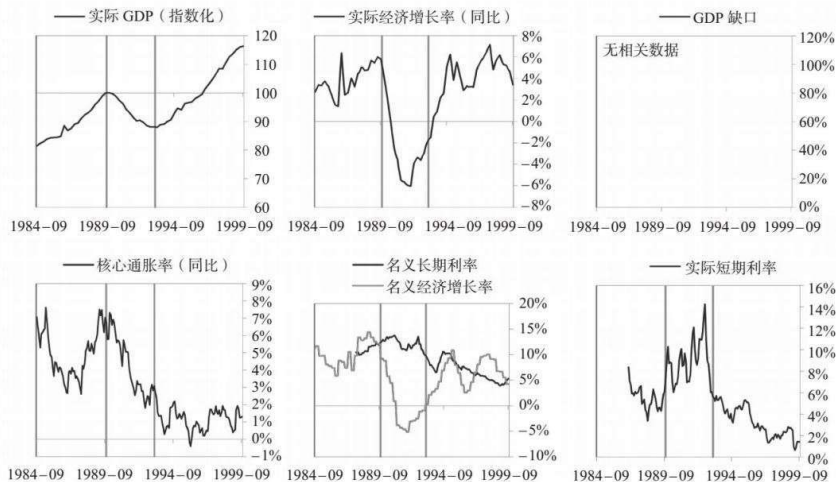
负债状况



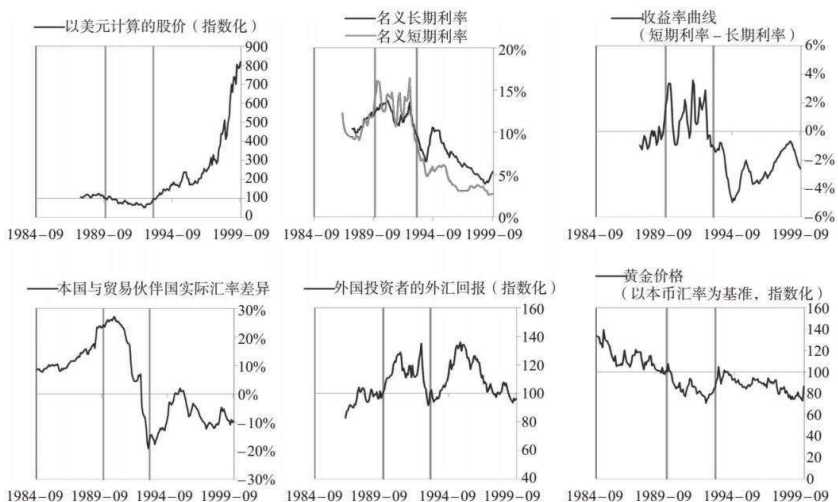
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况



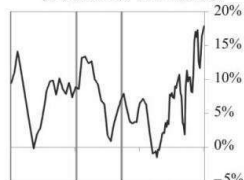
国际收支状况

——外汇储备（以美元为基准，指数化）



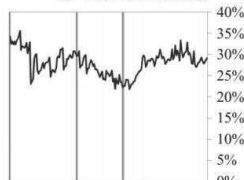
1984-09 1989-09 1994-09 1999-09

——资本流入（占 GDP 的比例）



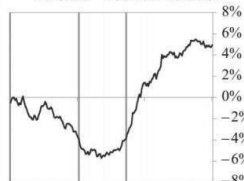
1984-09 1989-09 1994-09 1999-09

——进口（占 GDP 的比例）



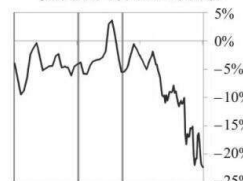
1984-09 1989-09 1994-09 1999-09

——经常账户（占 GDP 的比例）



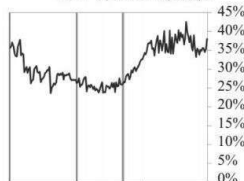
1984-09 1989-09 1994-09 1999-09

——资本流出（占 GDP 的比例）



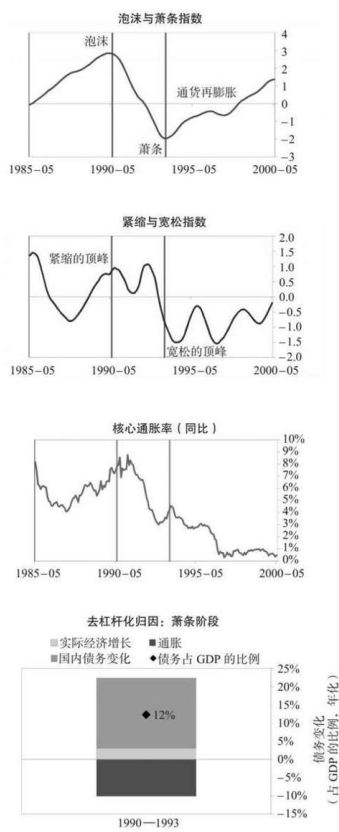
1984-09 1989-09 1994-09 1999-09

——出口（占 GDP 的比例）



1984-09 1989-09 1994-09 1999-09

瑞典1987—2000年案例文本自动摘要



如右图所示，1987—2000年，瑞典经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

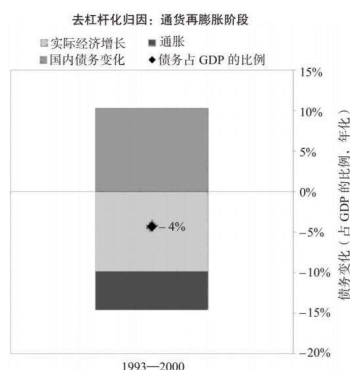
泡沫阶段

1987—1990年，瑞典处于泡沫阶段。债务不断增加，经济增长强劲，房地产市场回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，瑞典的债务达到危机前的峰值，占GDP的239%，增幅为GDP的15%。在本案例中，这些债务都以瑞典的本国货币计价，大多数债务的债权人是瑞典人。在这一阶段，瑞典的投资流入较少但为正，平均约占GDP的2%，同时，瑞典的经常账户赤字占GDP的3%。在债务与资金增加的支撑下，瑞典经济温和增长（增速为2%），经济活力处于高

位（GDP缺口达到4%的峰值）。同时，决策者启动了大规模紧缩政策（将短期利率上调约500个基点）。因为瑞典的实际汇率达到了15%的峰值，其竞争力变成一个问题。瑞典面临这些泡沫压力，货币与信贷环境收紧，这些因素共同促成不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为1990—1993年。在危机前的最高峰，瑞典的偿债总额达到GDP的65%，这使瑞典容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，房地产价格下跌导致银行偿付能力减弱。瑞典的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为6%、34%和7%，失业率上升9%。瑞典的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管瑞典需要去杠杆化，但由于收入减少，而且政府需要举借新债应对危机（在痛苦的去杠杆化阶段，财政赤字占GDP的比例达到10%的峰值），其债务占GDP的比例增加了40%（年化增幅为12%）。



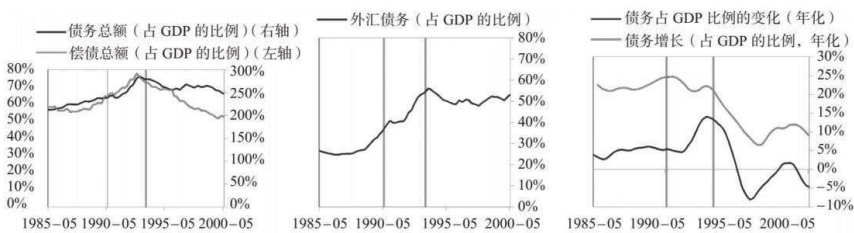
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较短。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，瑞典从1993年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的5%，利率最终降至3%，实际汇率平均为-5%。在这一周期里，瑞典非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，瑞典将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。瑞典还实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，瑞典的名义经济增长率高于名义利率（在此期

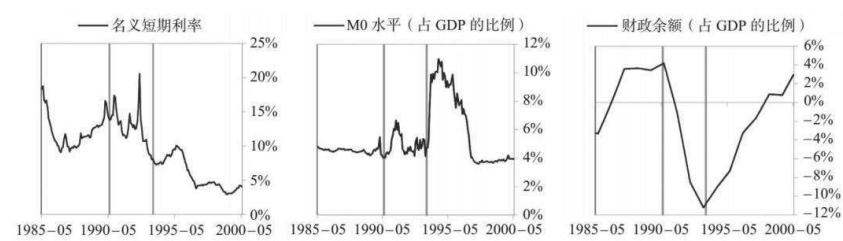
间，其经济增长率平均为5%，而主权长期利率降至4%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，瑞典的失业率下降1%，债务占GDP的比例下降28%（年化降幅为4%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速加快，推动收入不断增加。其实际GDP用了3年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在4年里恢复。

瑞典1987—2000年分类图示附录

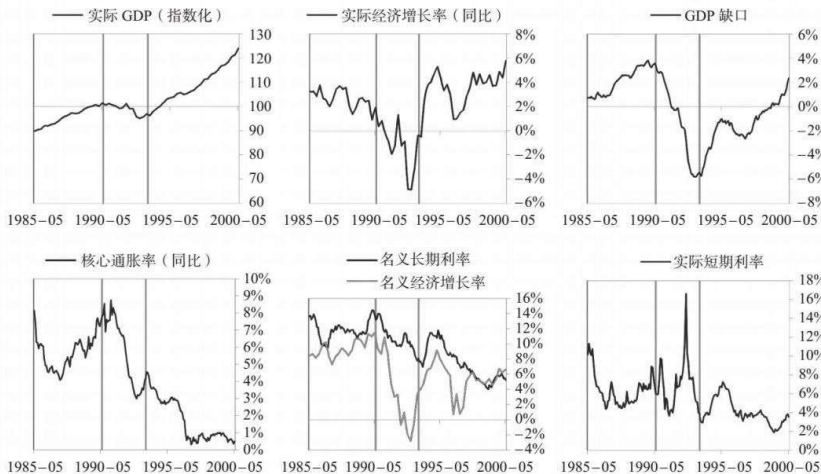
负债状况



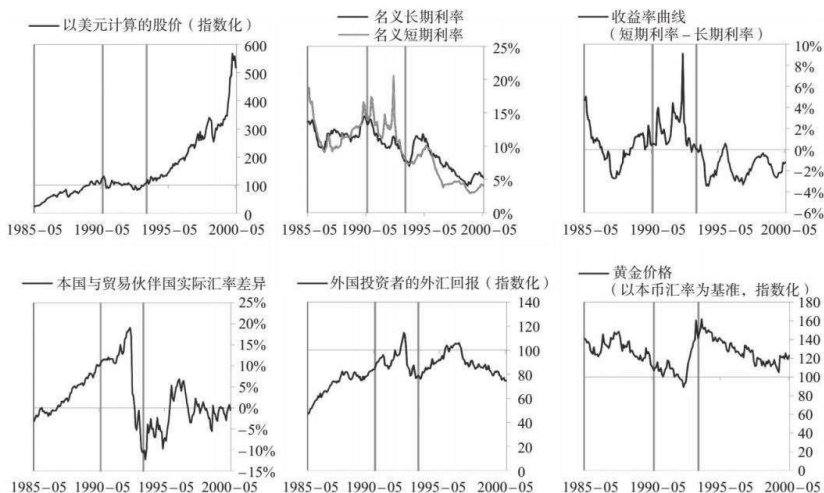
货币政策与财政政策



经济状况

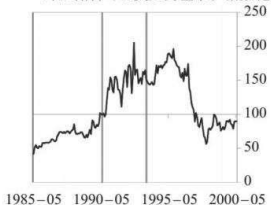


市场状况

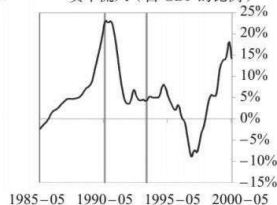


国际收支状况

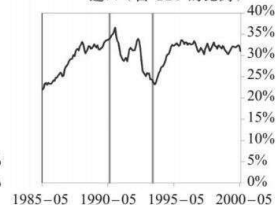
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



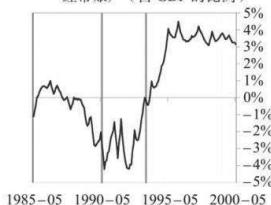
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



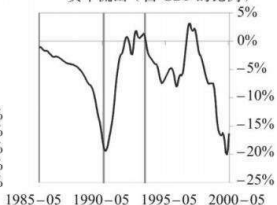
—— 进口（占 GDP 的比例）



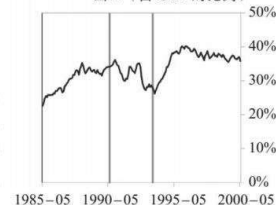
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



日本1987—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，1987—2017年，日本经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

泡沫阶段

1987—1989年，日本处于泡沫阶段，债务不断增加，经济增长强劲，资产回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，日本的债务达到危机前的峰值，占GDP的307%，增幅为GDP的24%。在本案例中，这些债务都以日元计价，大多数债务的债权人是日本人，而且日本是净债权国（即使在资本回流构成冲击的情况下，日本也维持了坚挺的汇率）。在泡沫阶段，日本的投资流入较少，平均约占

GDP的1%。在债务不断增加的支撑下，日本经济增长强劲（增速达到5%），经济活力处于高位（GDP缺口达到4%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为28%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者启动了一场大规模紧缩政策（将短期利率上调约450个基点）。日本面临这些泡沫压力，货币与信贷环境收紧，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为1989—2013年。在危机前的最高峰，日本的偿债总额达到GDP的78%，这使日本容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，房地产市场与股市崩盘。日本的股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为67%和43%，失业率上升3%。日本的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管日本需要去杠杆化，但主要由于举借新债以支付利息，其债务占GDP的比例增加了59%（年化增幅为3%）。



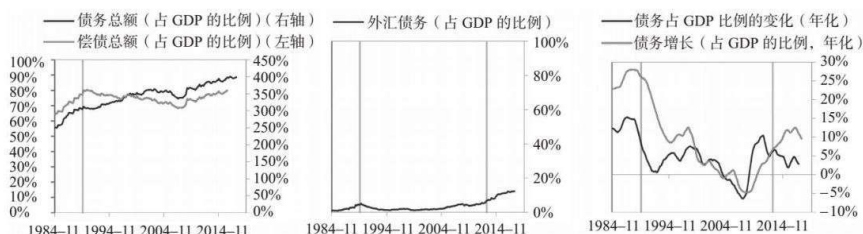
通货再膨胀阶段

在本案例中，日本解决债务问题的速度非常缓慢。央行的货币宽松力度不足，因此在较长时间里，日本的名义GDP增速低于名义利率。但最终，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，日本从2013年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达到GDP的58%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-10%。在这一周期里，日本非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，日本将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。日本还实施了结构性改革，旨

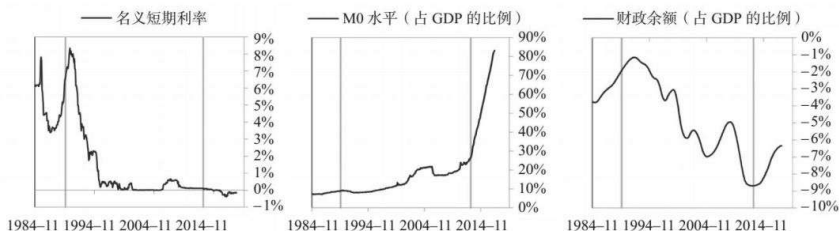
在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，日本的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为2%，而主权长期利率降至0%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，日本的失业率保持平稳，债务占GDP的比例下降43%（年化降幅为9%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降主要是因为债务货币化，其次是因为实际收入不断增加。

日本1987—2017年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

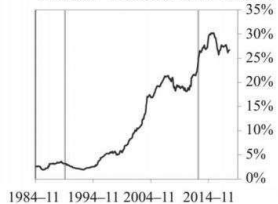


市场状况

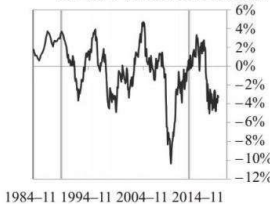


国际收支状况

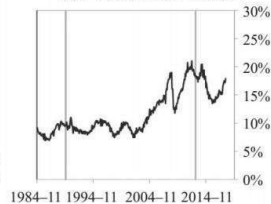
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



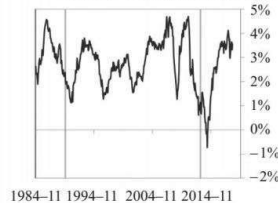
——资本流入（占潜在 GDP 的比例）



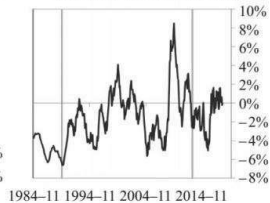
——进口（占潜在 GDP 的比例）



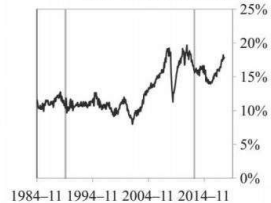
——经常账户（占潜在 GDP 的比例）



——资本流出（占潜在 GDP 的比例）



——出口（占潜在 GDP 的比例）



美国2004—2014年案例文本自动摘要



如右图所示，2004—2014年，美国经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

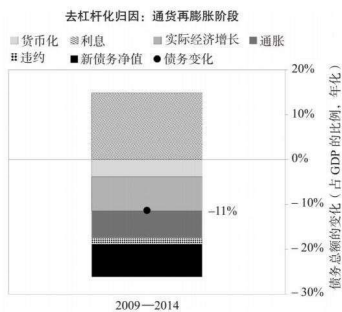
泡沫阶段

2004—2007年，美国处于泡沫阶段。债务不断增加，经济增长强劲，资产回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，美国的债务达到危机前的峰值，占GDP的349%，增幅为GDP的38%。在本案例中，这些债务都以美元计价，大多数债务的债权人是美国人。在泡沫阶段，美国的投资流入较为强劲，平均约占GDP的8%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的6%）。在债务与资金不断增加的支撑下，美国经济增长强劲（增速达到3%），经济

活力处于高位（GDP缺口达到3%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为14%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在此期间，决策者启动了大规模紧缩政策（将短期利率上调约400个基点）。美国面临这些泡沫压力，货币与信贷环境收紧，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2007—2009年。在危机前的最高峰，美国的偿债总额达到GDP的68%，这使美国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，房地产市场崩盘。美国的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为4%、50%和28%，失业率上升5%。美国的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管美国需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了23%（年化增幅为15%），这主要是因为举借新债以支付利息，其次是因为实际收入减少。



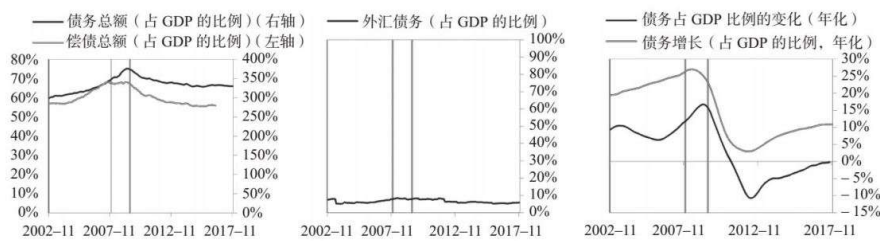
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，美国从2009年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的16%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-10%。在这一周期里，美国非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，美国将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。在这些刺激性举措的作用下，美国的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为3%，而主权长期利率降至2%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，美国的失业率下降

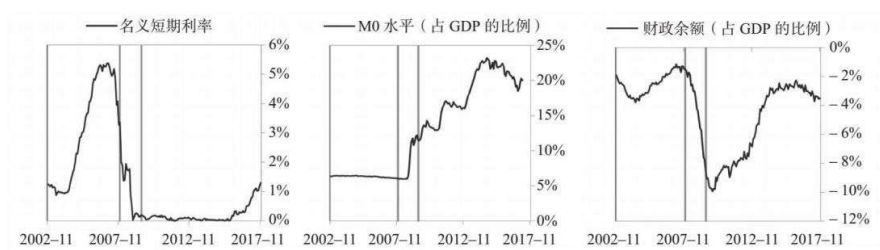
3%，债务占GDP的比例下降59%（年化降幅为11%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是实际收入增多，通货膨胀，以及偿还旧债。但上述降幅被举借新债以支付利息部分抵销。其实际GDP用了4年时间才达到之前的峰值，以美元计算的股价在5年里恢复。

美国2004—2014年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



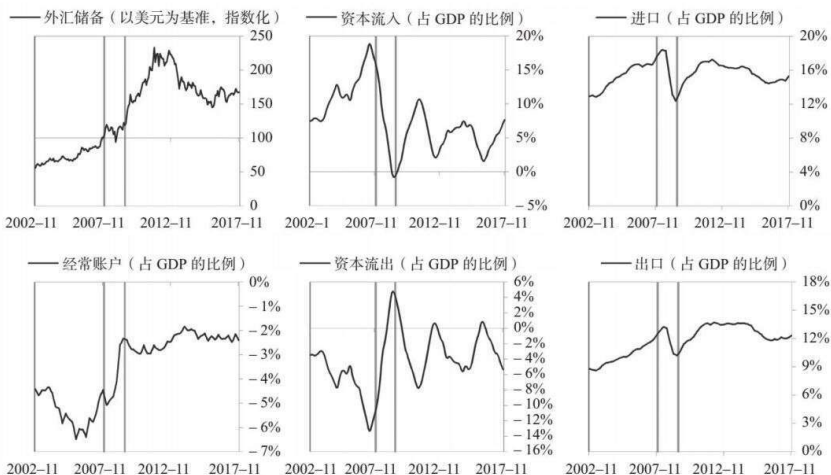
经济状况



市场状况



国际收支状况



奥地利2005—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2017年，奥地利经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

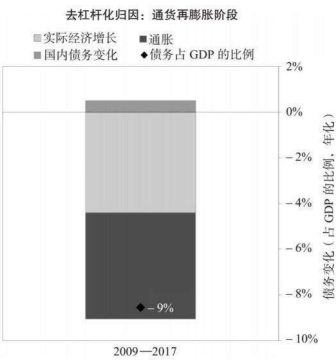
泡沫阶段

2005—2008年，奥地利处于泡沫阶段，最显著的特征是股市回报丰厚。在这一阶段，奥地利的债务达到危机前的峰值，占GDP的279%，增幅为GDP的19%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，虽然欧元实际上是奥地利的本国货币，但奥地利对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非奥地利人，这使奥地利比较容易受到外资撤出的影响。在这些资金的支撑下，奥地利经济增长强劲（增速达到

3%)。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为20%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者启动了温和的紧缩政策（将短期利率上调约200个基点）。奥地利面临这些泡沫压力，依赖外资流入，货币与信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2009年。在危机前的最高峰，奥地利的偿债总额达到GDP的69%，这使奥地利容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。奥地利的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为4%和66%。奥地利的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管奥地利需要去杠杆化，但由于收入减少，其债务占GDP的比例增加了39%（年化增幅为32%）。



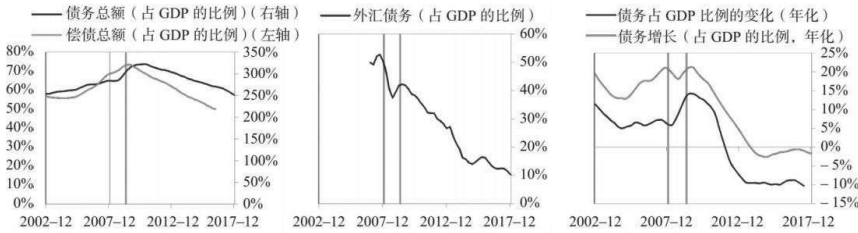
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较短。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，奥地利从2009年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的19%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-2%。在这一周期里，奥地利积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。特别是，奥地利将银行国有化，并提供流动性。在这些刺激性举措的作用下，奥地利的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为3%，而主权长期利率降至0%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，奥地利的失业率保持平稳，

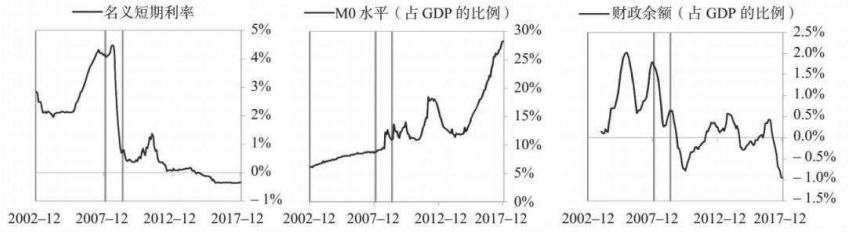
债务占GDP的比例下降74%（年化降幅为9%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，通胀率提升推动收入增加。其实际GDP用了3年时间达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

奥地利2005—2017年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况



市场状况

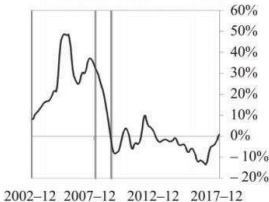


国际收支状况

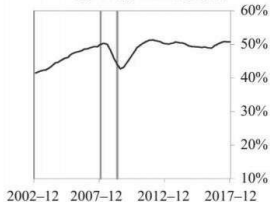
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



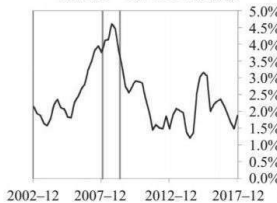
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



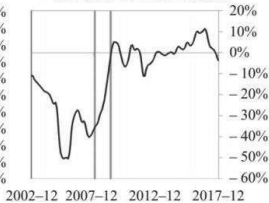
—— 进口（占 GDP 的比例）



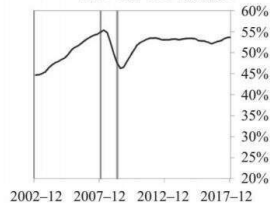
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



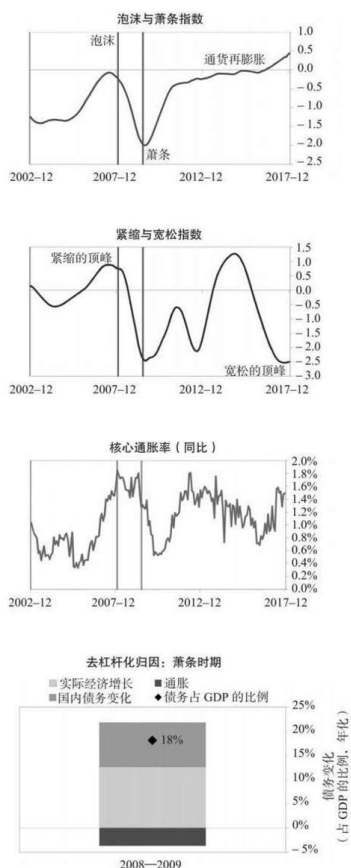
—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



德国2006—2017年案例文本自动摘要



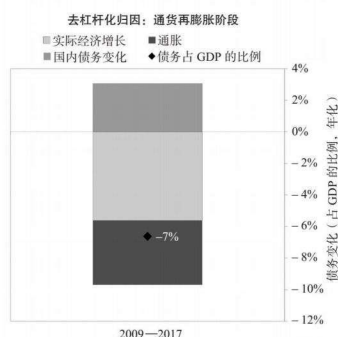
如右图所示，2006—2017年，德国经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，德国并未普遍出现泡沫，但与德国联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，德国确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的261%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，虽然欧元实际上是德国的本国货币，但德国对其没有控制权。大多数债务的债权人是德国人。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2009年。在危机前的最高峰，德国的偿债总额达到GDP的51%，这使德国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。德国的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为7%和53%。德国的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管德国需要去杠杆化，但由于收入减少，其债务占GDP的比例增加了26%（年化增幅为18%）。

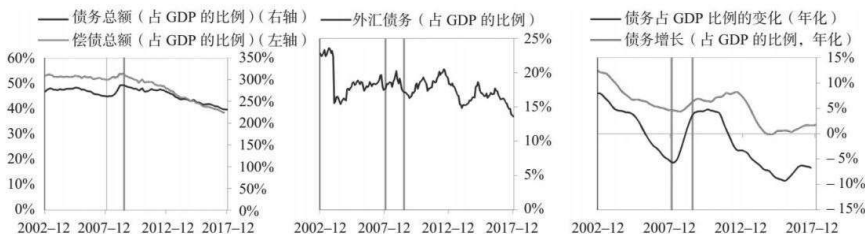


通货再膨胀阶段

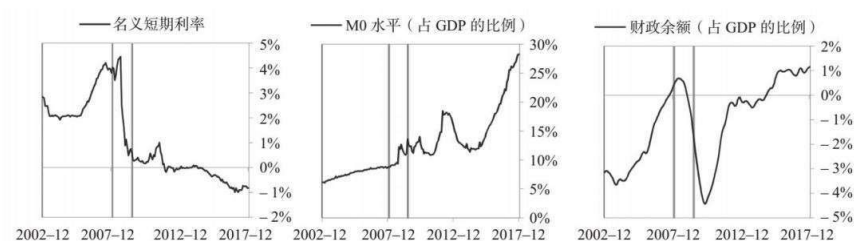
这一萧条阶段的持续时间略短于平均水平。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，德国从2009年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的14%，利率最终降至-1%，实际汇率平均为-4%。在这一周期里，德国非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，德国将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。在这些刺激性举措的作用下，德国的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为3%，而主权长期利率降至0%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，德国的失业率下降4%，债务占GDP的比例下降56%（年化降幅为7%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速提升推动收入增加。其实际GDP用了3年时间达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

德国2006—2017年分类图示附录

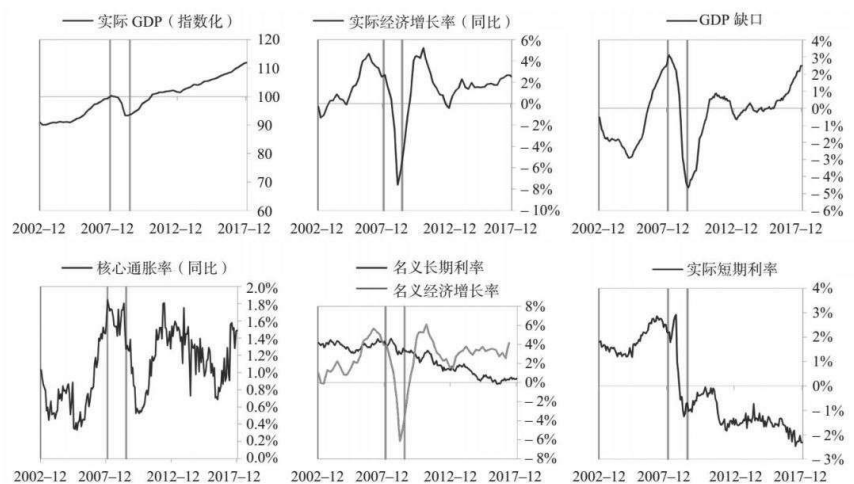
负债状况



货币政策与财政政策



经济状况



市场状况



国际收支状况



希腊2005—2018年案例文本自动摘要



如右图所示，从2005年开始，希腊经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

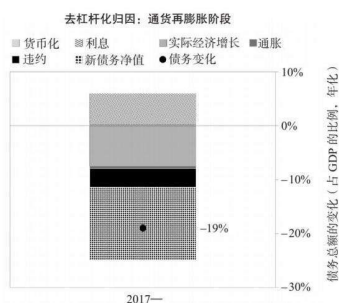
泡沫阶段

2005—2008年，希腊处于泡沫阶段，债务不断增加，经济增长强劲，资产回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，希腊的债务达到危机前的峰值，占GDP的206%，增幅为GDP的40%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，虽然欧元实际上是希腊的本国货币，但希腊对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非希腊人，这使希腊比较容易受到外资撤出的影响。在此期间，希腊的投资流入强劲，平均约占GDP的22%，这有助于其填补经常账户缺口

（此时的经常账户赤字占GDP的13%）。在债务与资金不断增加的支撑下，希腊经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到10%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为19%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约200个基点）。希腊面临这些泡沫压力，依赖外资流入，货币与信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2017年。在危机前的最高峰，希腊的偿债总额达到GDP的42%，这使希腊容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。希腊的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的34%），导致货币政策收紧（短期利率上调86%），进而导致其GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为27%、91%和42%，失业率上升15%。希腊的金融机构也面临巨大压力。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管希腊需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了101%（年化增幅为11%），这主要是因为实际收入减少，其次是因为举借新债以支付利息。



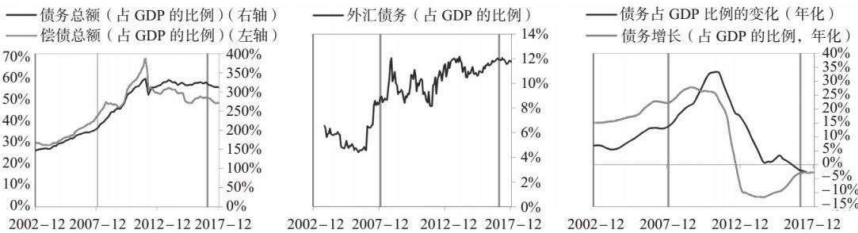
通货再膨胀阶段

截至目前，希腊尚未过渡到和谐的去杠杆化阶段，因为希腊没有采取充足的货币宽松政策，以使名义经济增长率高于名义利率。

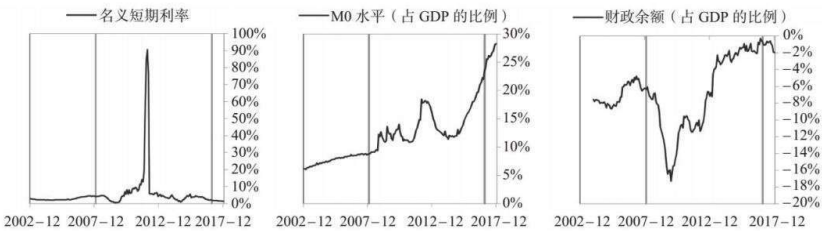
这场危机对希腊政局造成显著影响，为阿莱克西斯·齐普拉斯上台搭建了舞台，而许多人认为齐普拉斯是一名民粹主义领导人。

希腊2005—2018年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



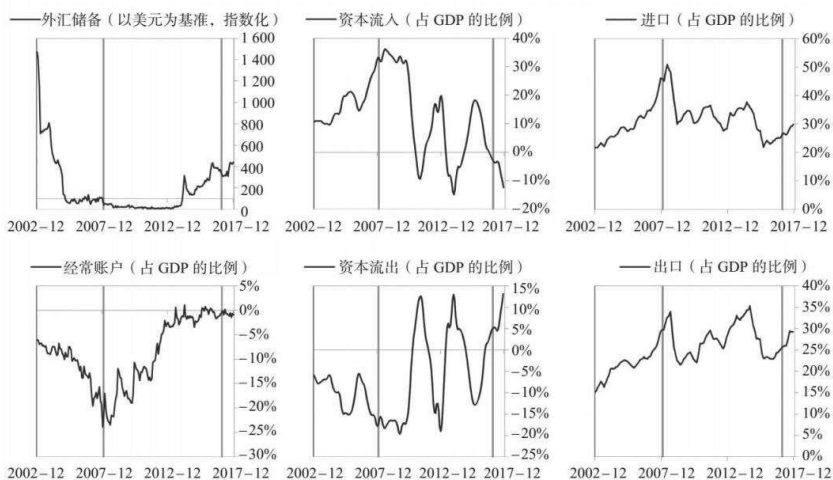
经济状况



市场状况



国际收支状况



匈牙利2005—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2017年，匈牙利经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

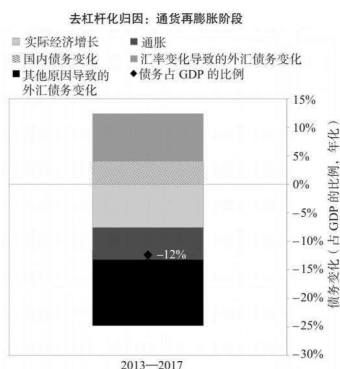
泡沫阶段

2005—2008年，匈牙利处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，匈牙利的债务达到危机前的峰值，占GDP的214%，增幅为GDP的45%。在本案例中，这些债务都以匈牙利本国货币计价，但很大一部分债务的债权人并非匈牙利人，这使匈牙利比较容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，匈牙利的投资流入较为强劲，平均约占GDP的6%，这

有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的8%）。在债务和资金不断增加的支撑下，匈牙利经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到5%的峰值）。此外，股票在泡沫时期的平均年化回报率为14%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。匈牙利面临这些泡沫压力，依赖外资流入，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2013年。在危机前的最高峰，匈牙利的偿债总额达到GDP的31%，这使匈牙利容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。匈牙利的外资流入减少（投资组合流入降幅为GDP的12%），导致货币政策收紧（短期利率上调5%），进而导致其GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为7%、73%和16%，失业率上升3%。匈牙利的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管匈牙利需要去杠杆化，但由于收入减少，而且政府需要举借新债应对危机（在痛苦的去杠杆化阶段，财政赤字占GDP的比例达到5%的峰值），其债务占GDP的比例增加了37%（年化增幅为7%）。



通货再膨胀阶段

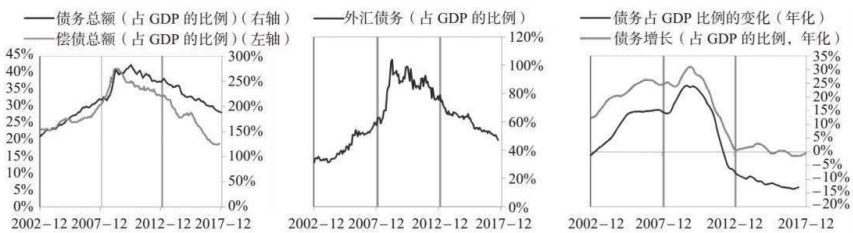
这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，匈牙利从2013年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的4%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-6%。在这一周期

里，匈牙利积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的4个。匈牙利还受益于一项IMF援助计划。在这些刺激性举措的作用下，匈牙利的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为5%，而主权长期利率降至2%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，匈牙利的失业率下降7%，债务占GDP的比例下降51%（年化降幅为12%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速加快推动收入不断增加。其实际GDP用了6年时间才达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

这场危机对匈牙利政局造成显著影响，为维克托·欧尔班上台搭建了舞台，而许多人认为欧尔班是一名民粹主义领导人。

匈牙利2005—2017年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

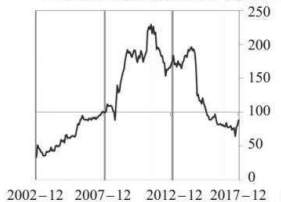


市场状况

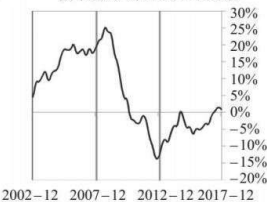


国际收支状况

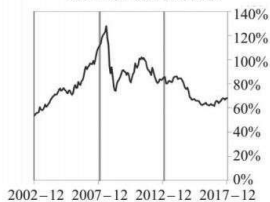
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



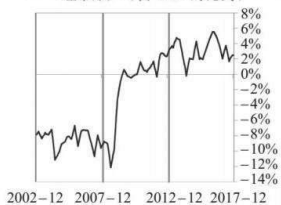
——资本流入（占 GDP 的比例）



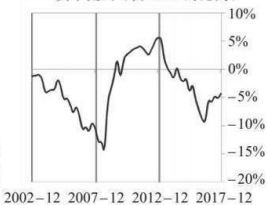
——进口（占 GDP 的比例）



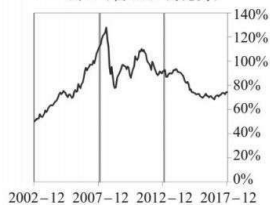
——经常账户（占 GDP 的比例）



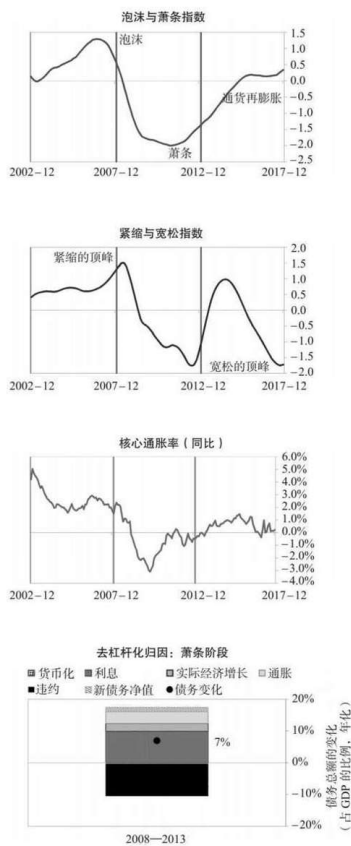
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



爱尔兰2005—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2017年，爱尔兰经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

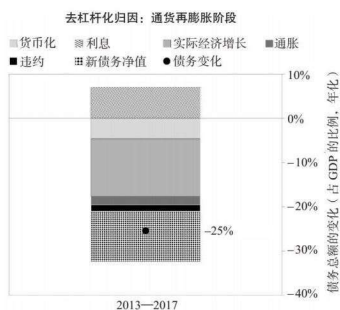
泡沫阶段

2005—2008年，爱尔兰处于泡沫阶段。债务不断增加，经济增长强劲，房地产市场回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，爱尔兰的债务达到危机前的峰值，占GDP的271%，增幅为GDP的94%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，尽管欧元实际上是爱尔兰的本国货币，但爱尔兰对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非爱尔兰人，这使爱尔兰比较容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，爱尔兰投资流入强劲，平均约占GDP的95%，这有助于其

填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的5%）。在债务和资金不断增加的支撑下，爱尔兰经济增长强劲（增速达到5%），经济活力处于高位（GDP缺口达到8%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为5%，适度的资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约220个基点）。因为爱尔兰的实际汇率达到17%的峰值，其竞争力变成一个问题。爱尔兰面临这些泡沫压力，依赖外资流入，货币和信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2013年。在危机前的最高峰，爱尔兰的偿债总额达到GDP的77%，这使爱尔兰容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是欧洲债务危机。爱尔兰的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为9%、73%和53%，失业率上升9%。爱尔兰的金融机构也面临巨大压力。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管爱尔兰需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了35%（年化增幅为7%），这主要是因为举借新债以支付利息，其次是因为通货紧缩。但这一增幅被债务违约部分抵销。



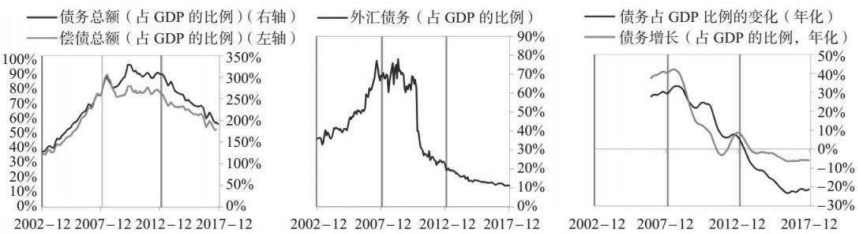
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，爱尔兰从2013年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的14%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-19%。在这一周期里，爱尔兰非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9

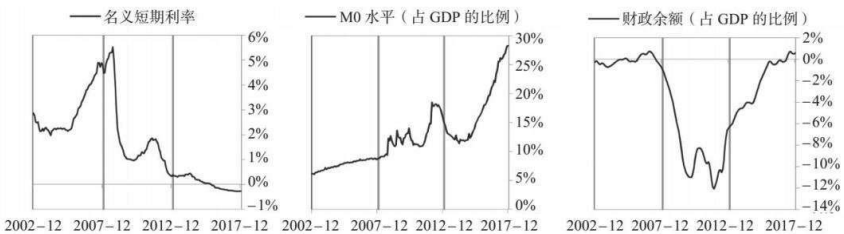
个典型政策工具中的7个。特别是，爱尔兰将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。爱尔兰还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，爱尔兰的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为6%，而主权长期利率降至0%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，爱尔兰的失业率下降8%，债务占GDP的比例下降116%（年化降幅为25%）。在这段和谐的去杠杆化时期，由于实际收入增加和偿还旧债，债务与收入比率下降。其实际GDP用了6年时间才达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

爱尔兰2005—2017年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

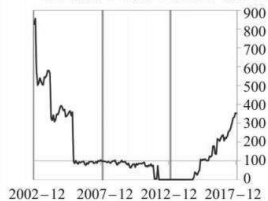


市场状况

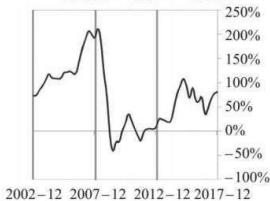


国际收支状况

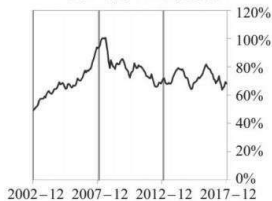
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



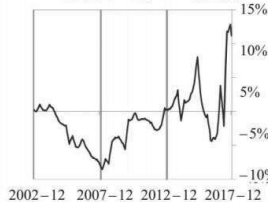
——资本流入（占 GDP 的比例）



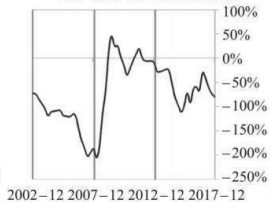
——进口（占 GDP 的比例）



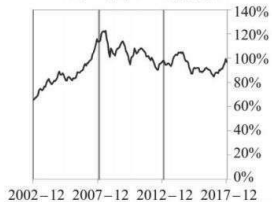
——经常账户（占 GDP 的比例）



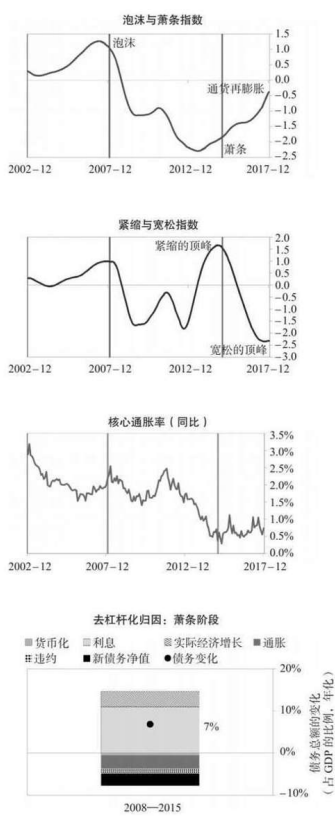
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



意大利2005—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2017年，意大利经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

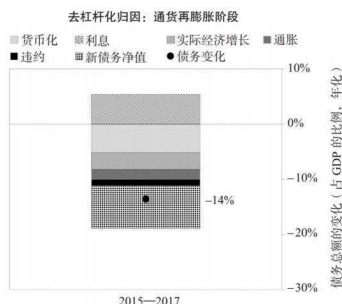
泡沫阶段

2005—2008年，意大利处于泡沫阶段。债务不断增加，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，意大利的债务达到危机前的峰值，占GDP的270%，增幅为GDP的29%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，尽管欧元实际上是意大利的本国货币，但意大利对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非意大利人，这使意大利比较容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，意大利投资流入较为强劲，平均约占GDP的7%，这有助于其填补经常账户缺口

（此时的经常账户赤字占GDP的1%）。在债务和资金不断增加的支撑下，意大利经济温和增长（增速为2%），经济活力处于高位（GDP缺口达到4%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为7%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约200个基点）。意大利面临这些泡沫压力，依赖外资流入，货币和信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2015年。在危机前的最高峰，意大利的偿债总额达到GDP的58%，这使意大利容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是欧洲债务危机。由于意大利的外资流入减少（投资组合流入降幅为GDP的14%），其GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为9%、67%和15%，失业率上升6%。意大利的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管意大利需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了48%（年化增幅为7%），这主要是因为举借新债以支付利息，其次是因为实际收入减少。



通货再膨胀阶段

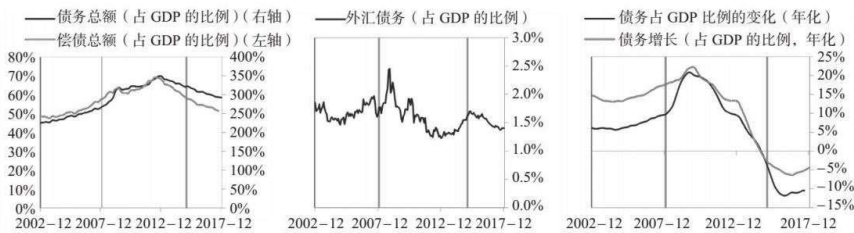
这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，意大利从2015年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的16%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-1%。在这一周期里，意大利积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的4个。意大利还实施了结构性改革，旨在增强劳动力市

场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，意大利的名义经济增长率高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为1.8%，而主权长期利率降至1.2%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，意大利的失业率下降1%，债务占GDP的比例下降36%（年化降幅为14%）。在这段和谐的去杠杆化时期，由于债务货币化和偿还旧债，债务与收入比率下降。其实际GDP至今尚未达到之前的峰值，以美元计算的股价也尚未完全恢复。

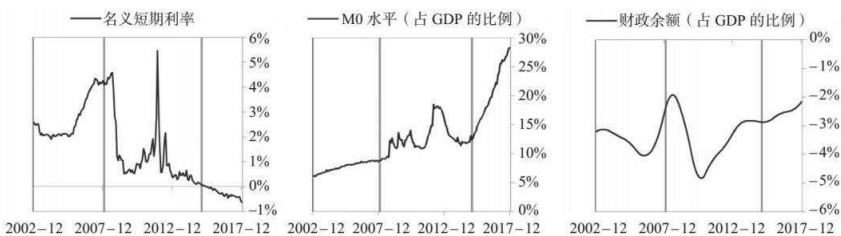
这场危机对意大利政局造成显著影响，为朱塞佩·孔特上台搭建了舞台，而许多人认为孔特是一名民粹主义领导人。

意大利2005—2017年分类图示附录

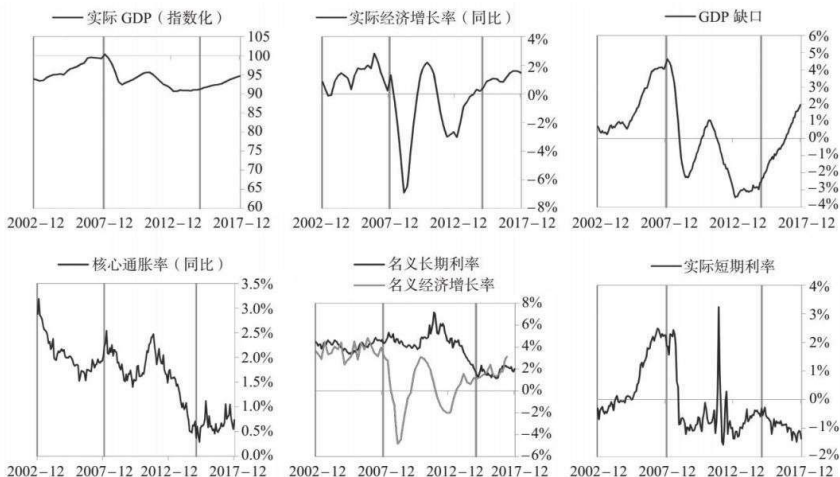
负债状况



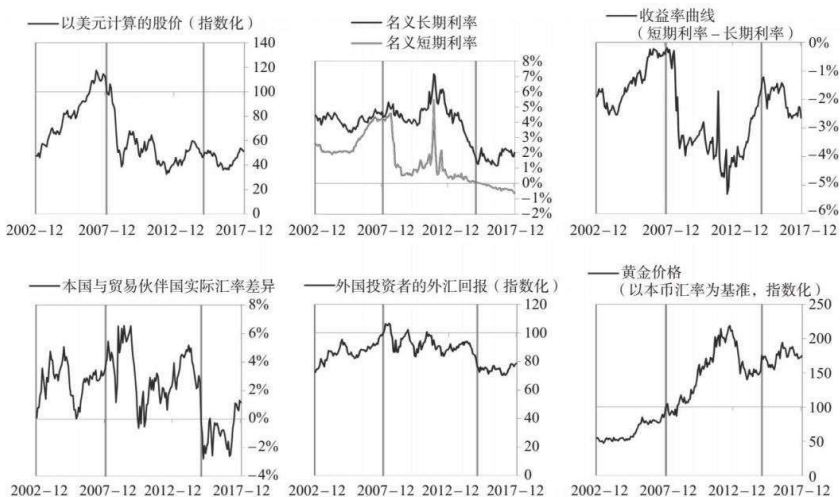
货币政策与财政政策



经济状况

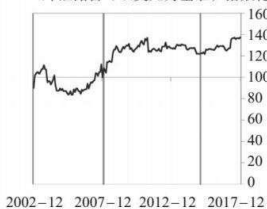


市场状况

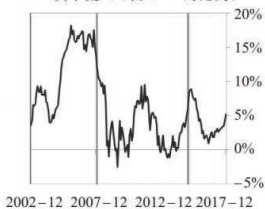


国际收支状况

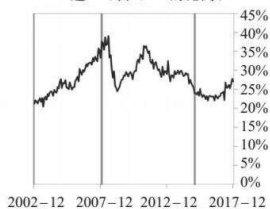
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



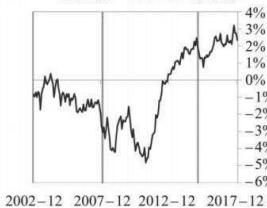
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



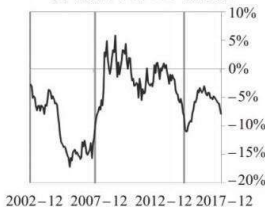
—— 进口（占 GDP 的比例）



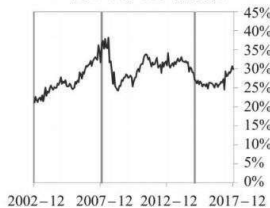
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



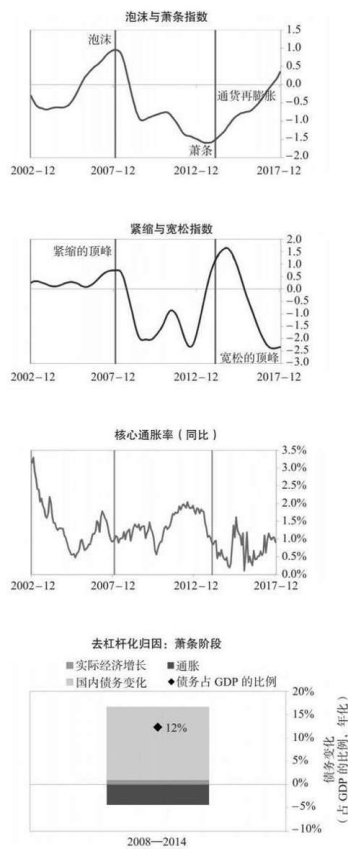
—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



荷兰2006—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2006—2017年，荷兰经历了一场典型的通缩性去杠杆化周期。

泡沫阶段

2006—2008年，荷兰处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，荷兰的债务达到危机前的峰值，占GDP的355%，增幅为GDP的10%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，尽管欧元实际上是荷兰的本国货币，但荷兰对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非荷兰人，这使荷兰比较容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，荷兰投资流入强劲，平均约占GDP的14%。在债务和资金不断增加的支撑

下，荷兰经济增长强劲（增速为3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到5%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为11%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约200个基点）。荷兰面临这些泡沫压力，依赖外资流入，货币和信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2014年。在危机前的最高峰，荷兰的偿债总额达到GDP的68%，这使荷兰很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。荷兰的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为4%、57%和20%，失业率上升4%。荷兰的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管荷兰需要去杠杆化，但由于收入减少，其债务占GDP的比例增加了74%（年化增幅为12%）。



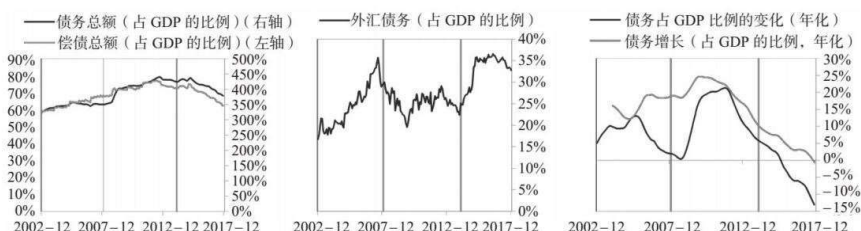
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，荷兰从2014年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的16%，利率最终降至-1%，实际汇率平均为-2%。在这一周期里，荷兰积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。特别是，荷兰将银行国有化，并提供流动性。在这些刺激性举措的作用下，荷兰的名义经济增长率远高于名义利率（在此

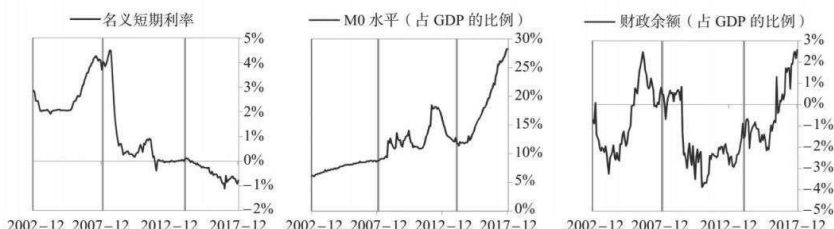
期间，其经济增长率平均为3%，而主权长期利率降至0%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，荷兰的失业率下降3%，债务占GDP的比例下降46%（年化降幅为12%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速提升推动收入不断增加。其实际GDP用了7年时间才达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

荷兰2006—2017年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

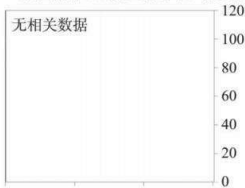


市场状况

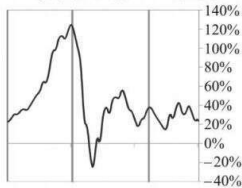


国际收支状况

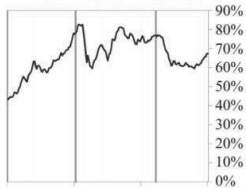
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



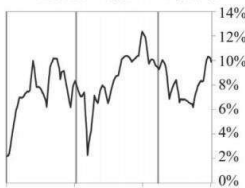
——资本流入（占 GDP 的比例）



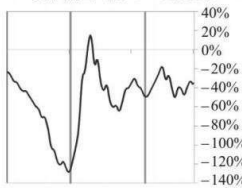
——进口（占 GDP 的比例）



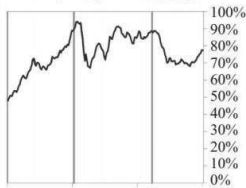
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



葡萄牙2007—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2007—2017年，葡萄牙经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

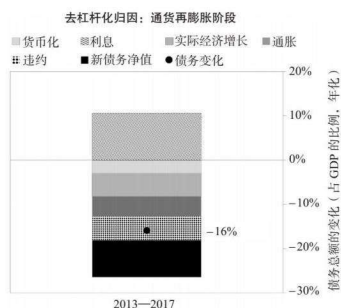
泡沫阶段

2007—2008年，葡萄牙处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，葡萄牙的债务达到危机前的峰值，占GDP的273%，增幅为GDP的36%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，尽管欧元实际上是葡萄牙的本国货币，但葡萄牙对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非葡萄牙人，这使葡萄牙比较容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，葡萄牙投资流入强劲，平均约占GDP的10%，这有助于其填补经

常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的11%）。在债务和资金不断增加的支撑下，葡萄牙经济温和增长（增速为2%），经济活力处于高位（GDP缺口达到3%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为16%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约220个基点）。葡萄牙面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，货币和信贷环境收紧，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2013年。在危机前的最高峰，葡萄牙的偿债总额达到GDP的48%，这使葡萄牙容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是欧洲债务危机。由于葡萄牙的外资流入减少（投资组合流入降幅为GDP的40%），其GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为10%、65%和18%，失业率上升9%。葡萄牙的金融机构也面临巨大压力。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管葡萄牙需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了105%（年化增幅为21%），原因是实际收入减少，举借新债以支付利息，以及净新借款。这些新债务部分源于政府增加借款以应对危机（在痛苦的去杠杆化阶段，财政赤字占GDP的比例达到8%的峰值）。



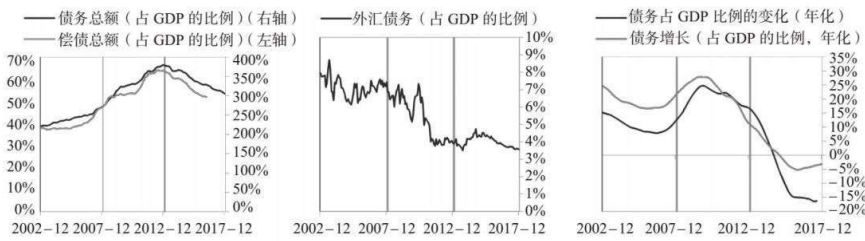
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，葡萄牙从2013年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的15%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-1%。

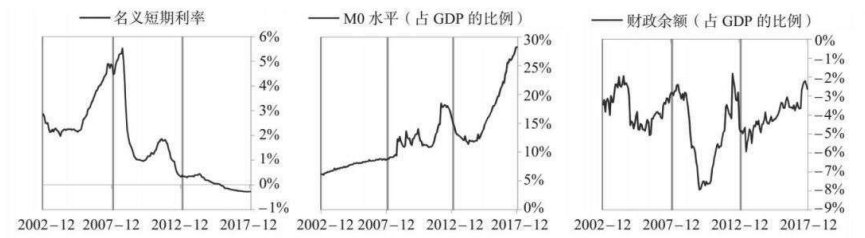
在这一周期里，葡萄牙积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的4个。葡萄牙还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，葡萄牙的名义经济增长率高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为2%，而主权长期利率降至1.7%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，葡萄牙的失业率下降9%，债务占GDP的比例下降77%（年化降幅为16%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的原因是债务违约和偿还旧债。其实际GDP用了9年时间才达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

葡萄牙2007—2017年分类图示附录

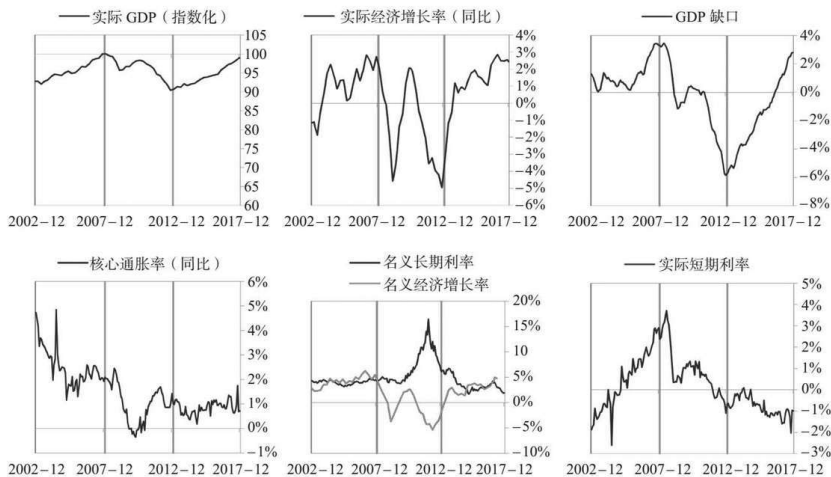
负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

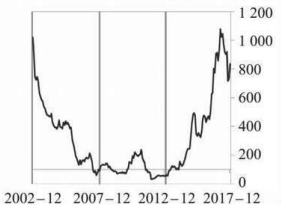


市场状况

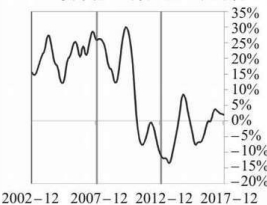


国际收支状况

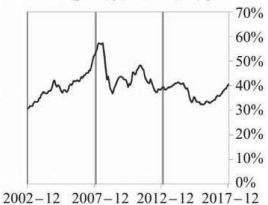
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



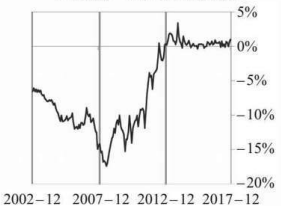
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



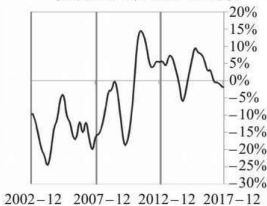
—— 进口（占 GDP 的比例）



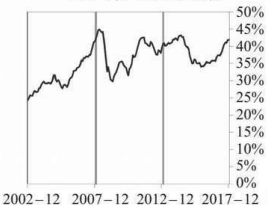
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



西班牙2005—2017年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2017年，西班牙经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

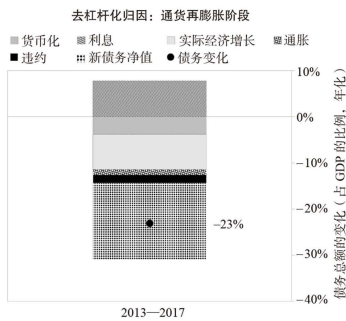
泡沫阶段

2005—2008年，西班牙处于泡沫阶段。债务不断增加，经济增长强劲，资产回报丰厚，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，西班牙的债务达到危机前的峰值，占GDP的313%，增幅为GDP的93%。在本案例中，这些债务都以欧元计价，尽管欧元实际上是西班牙的本国货币，但西班牙对其没有控制权。此外，很大一部分债务的债权人并非西班牙人，这使西班牙比较容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，西班牙投资流入强劲，平均约占GDP的27%，这有助于其填补经

常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的10%）。在债务和资金不断增加的支撑下，西班牙经济增长强劲（增速达到4%），经济活力处于高位（GDP缺口达到6%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为17%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。在这一阶段，决策者采取了温和的紧缩政策（将短期利率上调约200个基点）。西班牙面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，货币和信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间为2008—2013年。在危机前的最高峰，西班牙的偿债总额达到GDP的64%，这使西班牙容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是欧洲债务危机。由于外资流入减少（资金流入降幅为GDP的16%），西班牙的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为9%、60%和31%，失业率上升17%。西班牙的金融机构也面临巨大压力。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管西班牙需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了86%（年化增幅为17%），这主要是因为举借新债以支付利息，其次是因为实际收入减少。



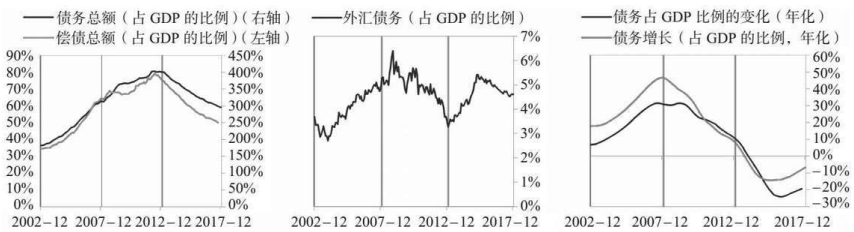
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间相对较长。之后，欧洲央行决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，西班牙从2013年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的15%，利率最终降至-1%，实际汇率平均为0%。在这一周期里，西班牙积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。特别是，西班牙提供流动性，并直接购买不良资

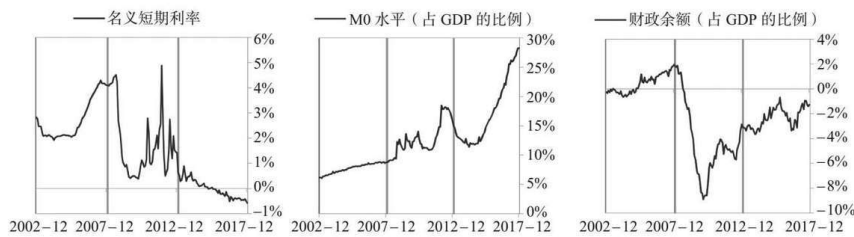
产。西班牙还实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，西班牙的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为2%，而主权长期利率降至1%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，西班牙的失业率下降10%，债务占GDP的比例下降112%（年化降幅为23%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降主要是因为偿还旧债，其次是因为实际收入增加。其实际GDP用了9年时间才达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

西班牙2005—2017年分类图示附录

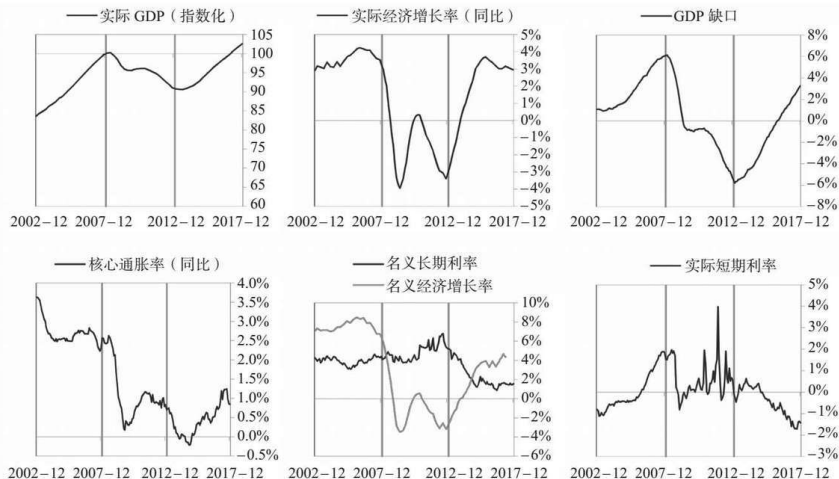
负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

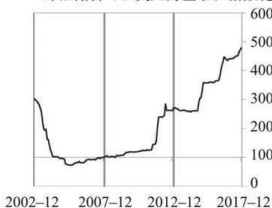


市场状况

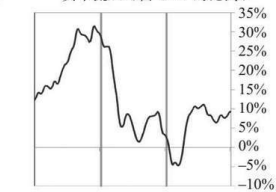


国际收支状况

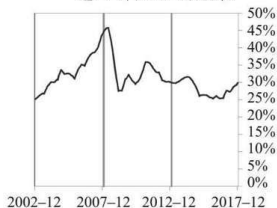
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



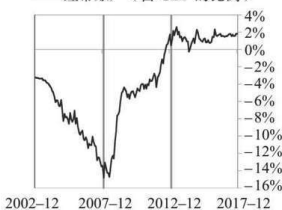
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



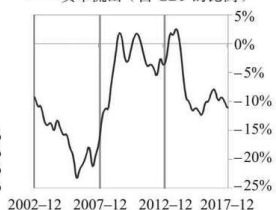
—— 进口（占 GDP 的比例）



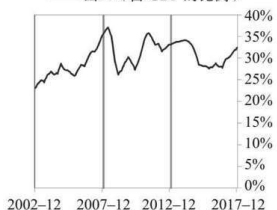
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



英国2005—2015年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2015年，英国经历了典型的通缩性去杠杆化周期。

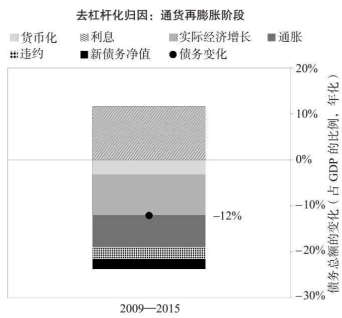
泡沫阶段

2005—2008年，英国处于泡沫阶段。债务不断增加与经济增长强劲促成自我强化的泡沫周期。在这一阶段，英国的债务达到危机前的峰值，占GDP的437%，增幅为GDP的89%。在本案例中，这些债务以英镑计价，大多数债务的债权人是英国人。在泡沫阶段，英国投资流入强劲，平均约占GDP的14%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的3%）。在债务和资金不断增加的助推下，英国经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到4%的

峰值)。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为8%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。英国面临这些泡沫压力，货币和信贷环境收紧，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和痛苦的去杠杆化，持续时间2008—2009年。在危机前的最高峰，英国的偿债总额达到GDP的82%，这使英国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。英国的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为6%、52%和19%，失业率上升3%。英国的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管英国需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了34%（年化增幅为24%），这主要是因为举借新债以支付利息，其次是因为实际收入减少。



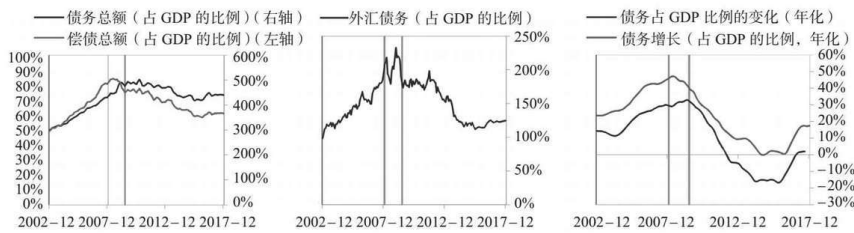
通货再膨胀阶段

这一萧条阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者提供了充足的经济刺激，将痛苦的去杠杆化转变为和谐的去杠杆化，英国从2009年开始步入通货再膨胀阶段。在这一经济刺激阶段，货币政策方面，M0增幅达GDP的10%，利率最终降至0%，实际汇率平均为-5%。在这一周期里，英国非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，英国将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。英国还实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。在这些刺激性举措的作用下，英国的名义经济增长率远高于名义利率（在此期间，其经济增长率平均为4%，而主权长期利率降至1%）。如左边的去杠杆化归因图所示，在这一阶段，英国的失业率下降2%，债务

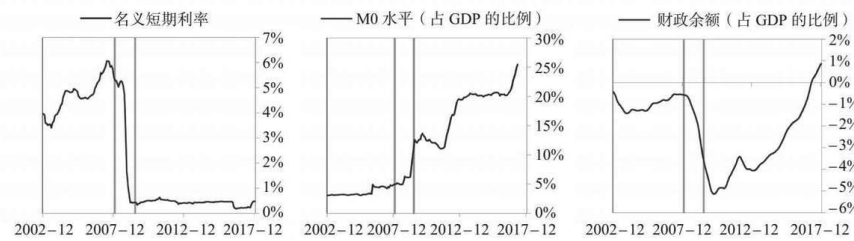
占GDP的比例下降73%（年化降幅为12%）。在这段和谐的去杠杆化时期，债务与收入比率下降的原因是实际收入增加和通胀，但其降幅被举借新债以支付利息部分抵销。其实际GDP用了5年时间才达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

英国2005—2015年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

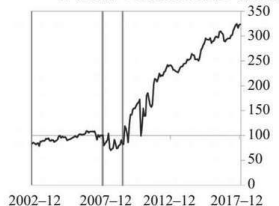


市场状况

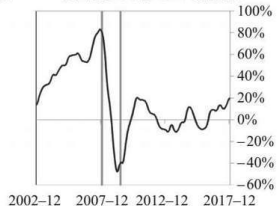


国际收支状况

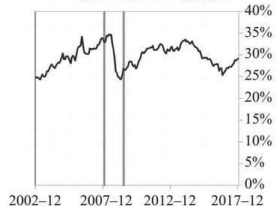
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



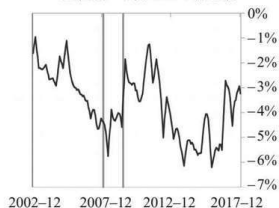
——资本流入（占 GDP 的比例）



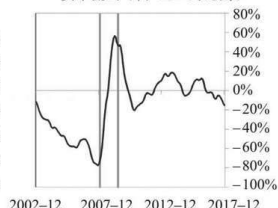
——进口（占 GDP 的比例）



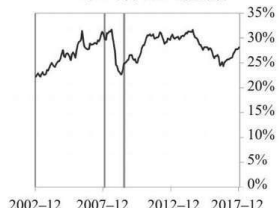
——经常账户（占 GDP 的比例）



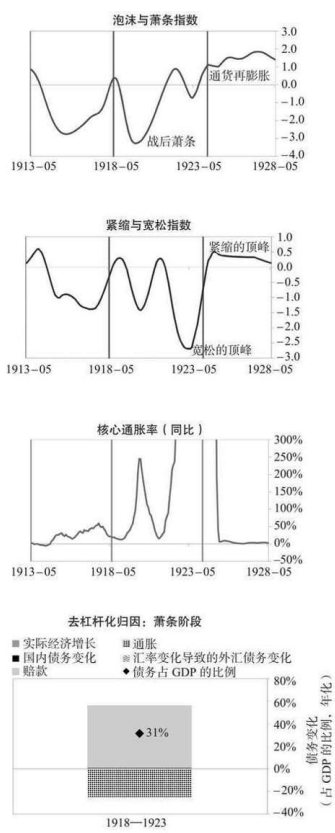
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



德国1918—1925年案例文本自动摘要



如右图所示，1918—1925年，德国经历了典型的战时恶性通胀性去杠杆化周期。正如重大战争战败国的典型情况，由于工业基础大面积受损，德国经历了漫长的战后萧条时期和更为痛苦的去杠杆化。

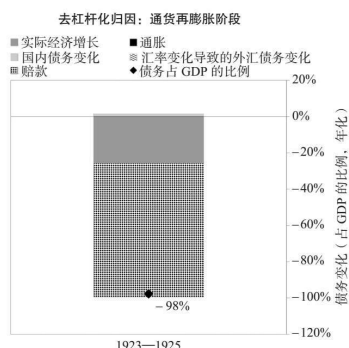
战争阶段

与典型的泡沫危机不同，这场债务危机的根源是一战。战争期间，德国大举借款以填补巨额财政赤字，将经济重点转向战争相关生产，大部分劳动力参与军事活动，或投入战争相关生产。由于这些原因，相关经济统计数据不能反映典型的经济关联性。战争期间，德国的债务上升到GDP的158%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的64%）。这段时期，德国受战争损失影响，经济增长疲软，增长率为-

6%。

战后阶段

战争结束后，德国进入了萧条阶段，并面临国际收支危机，持续时间为1918—1923年。由于德国是战败国，背负以外币计价的巨额债务，所以其战后萧条状况比战胜国严重得多。德国的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为5%和97%，失业率上升16%。德国的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管德国需要去杠杆化，但由于收入下降，而且政府继续承担战争相关开销（在痛苦的去杠杆化阶段，财政赤字占GDP的比例达到11%的峰值），其债务占GDP的比例增加了165%（年化增幅为31%）。

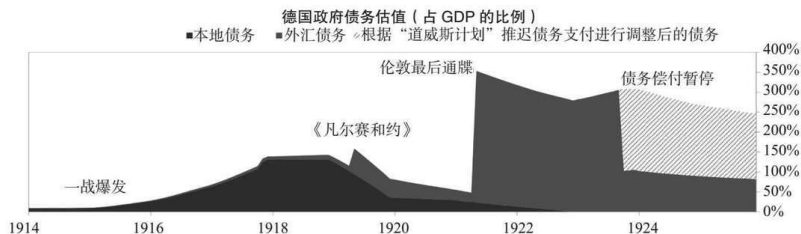


通货再膨胀阶段

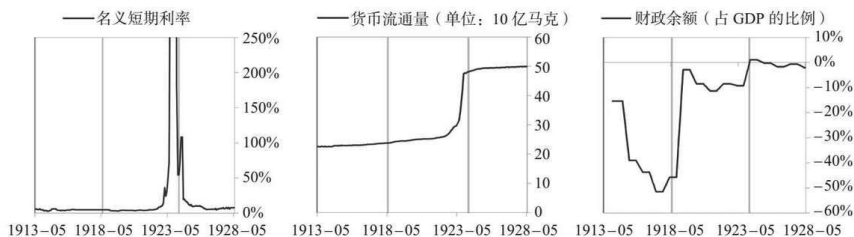
国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，由于紧缩措施不足以带来必要的调整，德国陷入汇率下跌和恶性通胀的漩涡，通胀率最高时超过10 000%。这合乎逻辑，因为当时德国存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是财政赤字）。德国积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。但与典型情况一样，要想阻止通胀率螺旋式上升，德国最终需要加大结构性改革力度。德国在1924年放弃极度贬值的纸马克，采用帝国马克。其实际GDP用了15年时间才达到之前的峰值。

德国1818—1925年分类图示附录

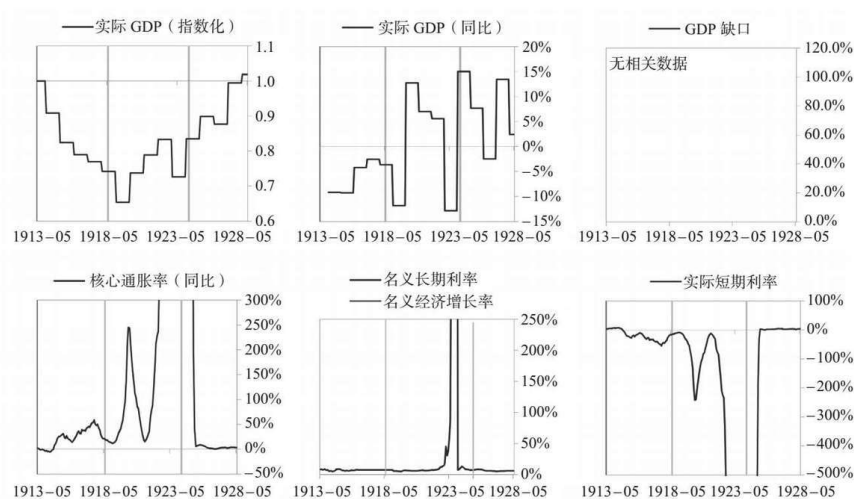
负债状况



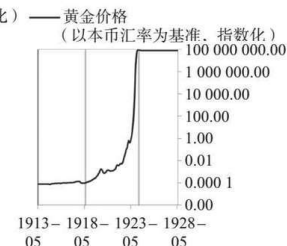
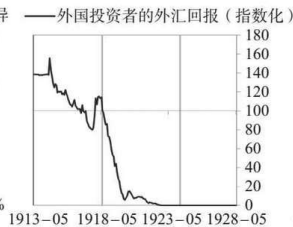
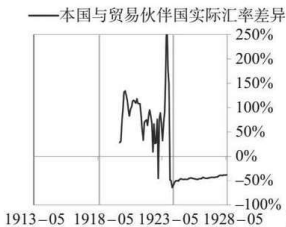
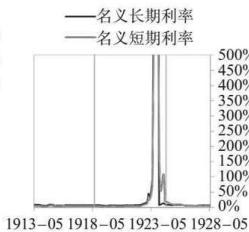
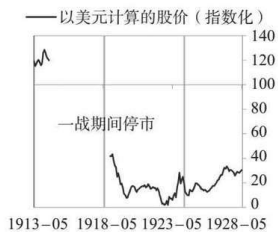
货币政策与财政政策



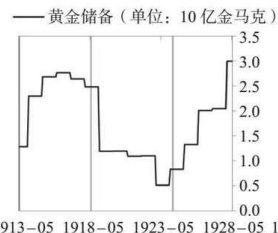
经济状况



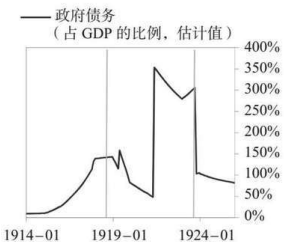
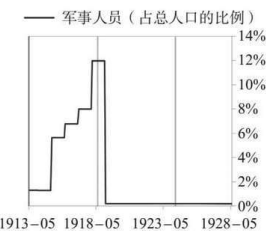
市场状况



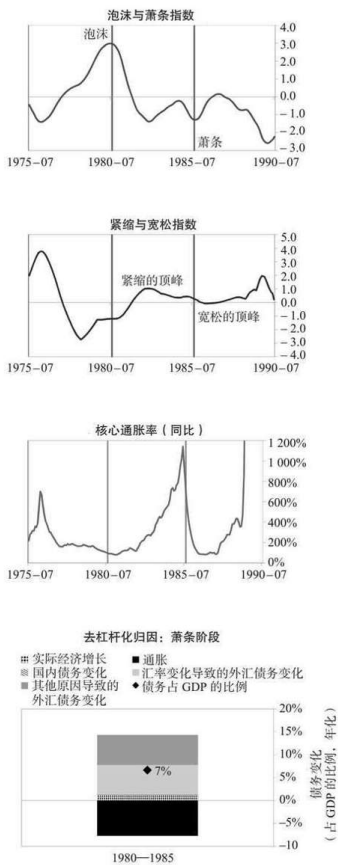
国际收支状况



政府与军事



阿根廷1977—1988年案例文本自动摘要



如右图所示，1977—1988年，阿根廷经历了典型的恶性通胀性去杠杆化周期。

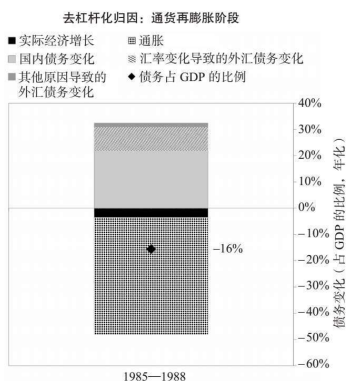
泡沫阶段

1977—1980年，阿根廷处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。泡沫阶段结束时，阿根廷的债务已达到危机前的峰值，占GDP的39%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的15%），这使阿根廷很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，阿根廷的投资流入较少但为正，平均约占GDP的2%。在债务和资金不断增加的助推下，阿根廷经济温和

增长（增速为2%），经济活力处于高位（GDP缺口达到8%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为52%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。因为阿根廷的实际汇率达到了70%的峰值，其竞争力变成一个问题。阿根廷面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1980—1985年。高债务水平使阿根廷很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是20世纪80年代的拉丁美洲债务危机。阿根廷的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的9%），导致货币政策收紧（短期利率上调逾250%），货币大幅贬值（实际汇率下降93%）。同时，阿根廷的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为14%和91%，失业率上升3%。由于货币疲软，阿根廷的通胀率高企且不断上升。阿根廷的金融机构也面临巨大压力。央行动用外汇储备维持货币稳定（外汇储备减少了83%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管阿根廷需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了33%（年化增幅为7%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到5%的峰值）。



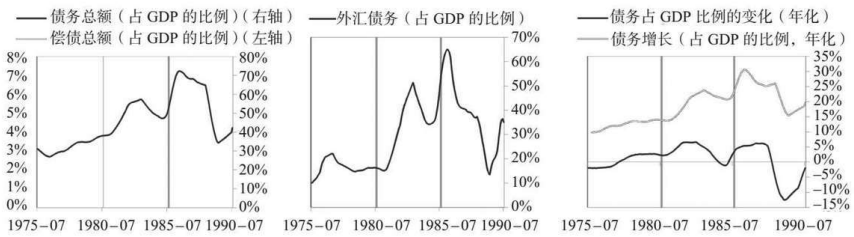
通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带

来痛苦)，还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，由于紧缩措施未能带来必要的调整，阿根廷陷入汇率急剧下跌和恶性通胀的旋涡，实际汇率触底，降至-138%，通胀率达到峰值，超过1 000%。这合乎情理，因为当时阿根廷存在大约一半导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是实际短期利率较低）。阿根廷比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的3个。特别是，阿根廷将银行国有化，并提供流动性。阿根廷还受益于一项IMF援助计划。但与典型情况一样，要想阻止通胀率螺旋式上升，阿根廷最终需要加大结构性改革力度。阿根廷于1983年放弃极度贬值的旧比索，采用新比索。其实际GDP用了7年时间才达到之前的峰值。

阿根廷1977—1988年分类图示附录

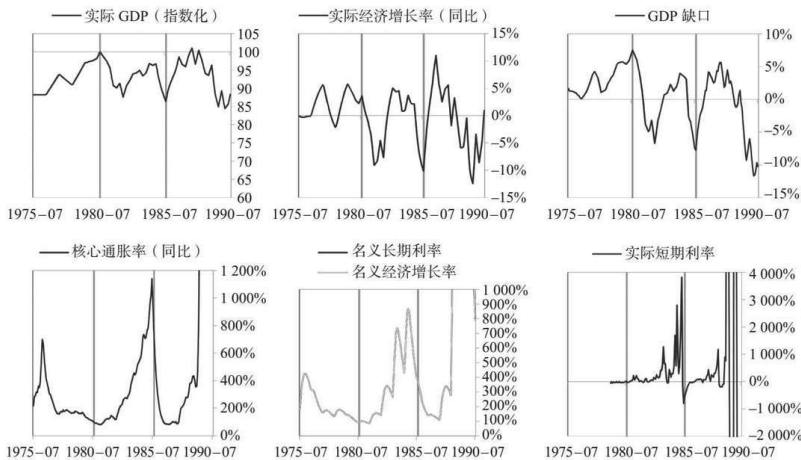
负债状况



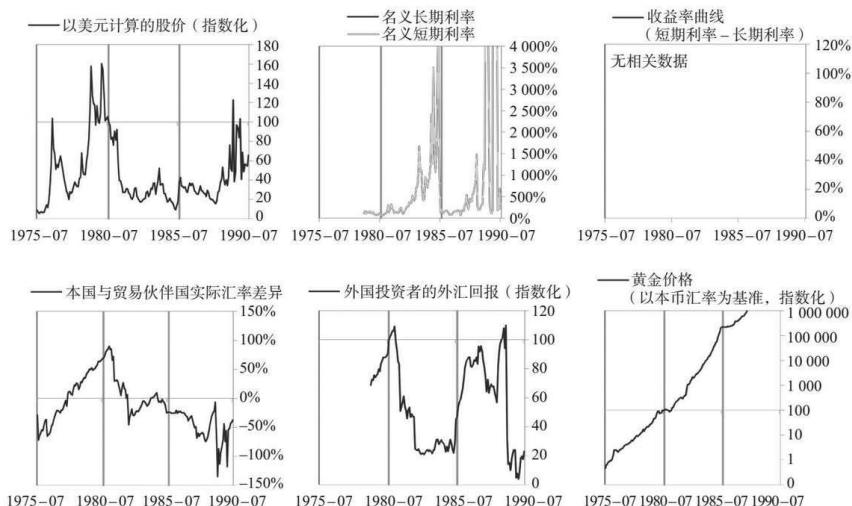
货币政策与财政政策



经济状况

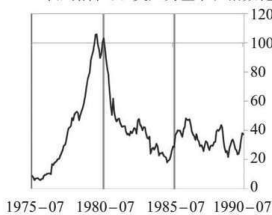


市场状况

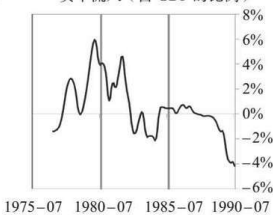


国际收支状况

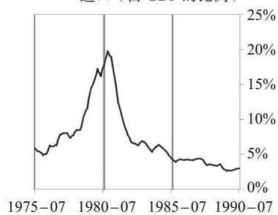
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



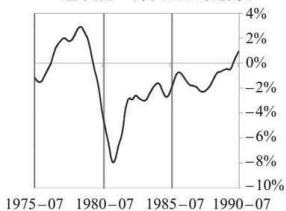
——资本流入（占 GDP 的比例）



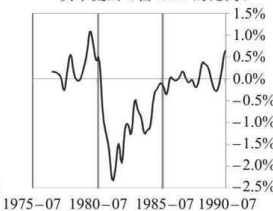
——进口（占 GDP 的比例）



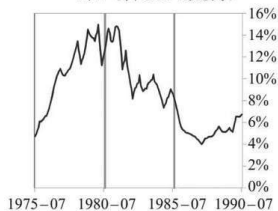
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



巴西1977—1987年案例文本自动摘要



如右图所示，1977—1987年，巴西经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

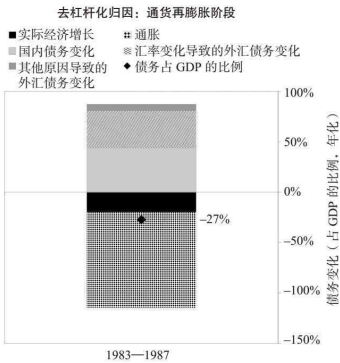
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，巴西没有普遍出现泡沫，但与巴西联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，由于外资以不可持续的方式强劲流入，巴西确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的158%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的70%），这使巴西很容易受到外资撤出的影响。巴西还比较依赖持续流入的外资（在危机前的几年里，投资流入平均为GDP的6%），经常账户赤字占GDP的5%。最终，巴西肩负高额

债务，依赖外资流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1980—1983年。高债务水平使巴西容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是20世纪80年代的拉丁美洲债务危机。巴西的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的5%），导致货币政策收紧（短期利率上调234%），货币大幅贬值（实际汇率下降20%）。同时，巴西的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为6%和51%。此外，由于货币疲软，巴西的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到124%，这与其他类似案例相比是很高的水平。这合乎情理，因为当时巴西存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是实际短期利率较低）。巴西的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了70%），但最终决策者放弃捍卫货币。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管巴西需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了54%（年化增幅为18%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到11%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，巴西放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略长于

平均水平。之后，决策者实施了足够的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的3%），提高本国货币的吸引力。巴西积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的4个。特别是，巴西将银行国有化，并提供流动性。巴西还受益于一项IMF援助计划。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，巴西的债务占GDP的比例下降了121%（年化降幅为27%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-33%的低点），巴西重新获得竞争力。其实际GDP用了4年时间才达到之前的峰值，以美元计算的股价在1.9年里恢复。

巴西1977—1987年分类图示附录

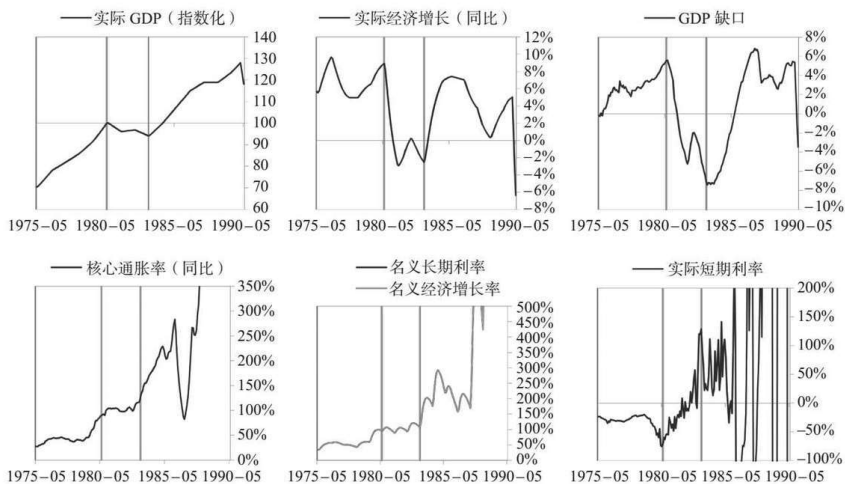
负债状况



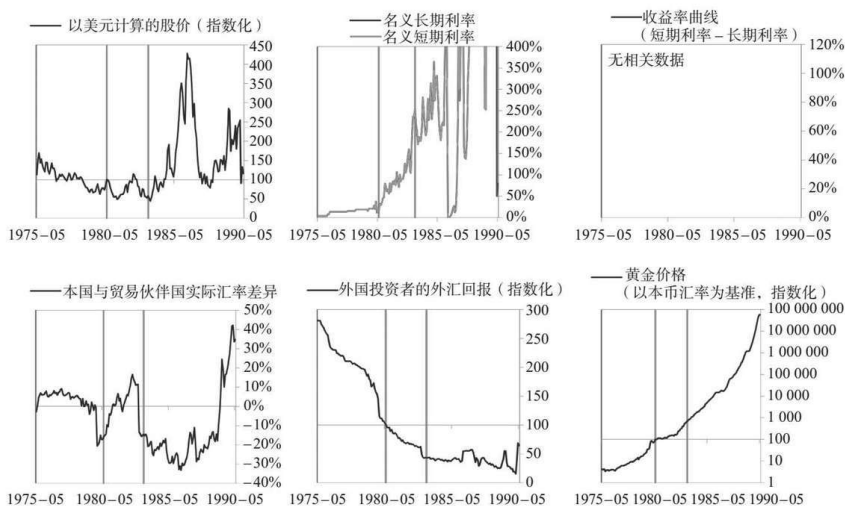
货币政策与财政政策



经济状况

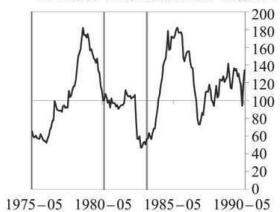


市场状况

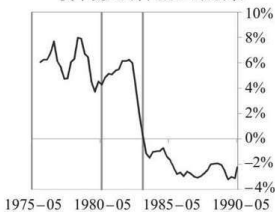


国际收支状况

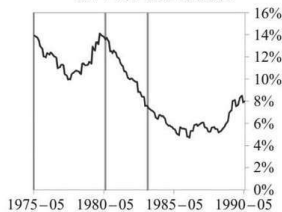
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



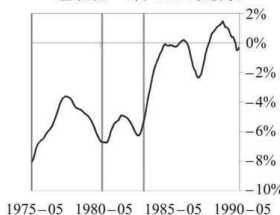
——资本流入（占 GDP 的比例）



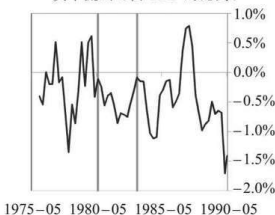
——进口（占 GDP 的比例）



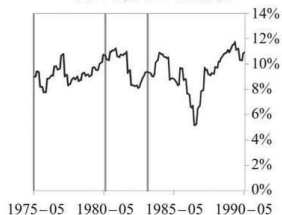
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



智利1978—1995年案例文本自动摘要



如右图所示，1978—1995年，智利经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

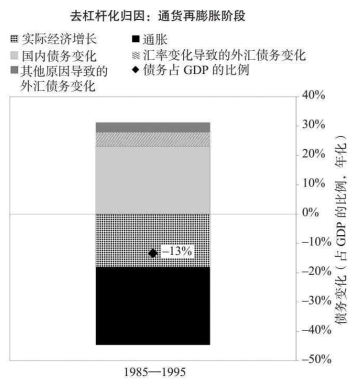
泡沫阶段

1978—1981年，智利处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，智利的债务达到危机前的峰值，占GDP的145%，升幅为GDP的86%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的32%），这使智利很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，智利的投资流入强劲，平均约占GDP的14%，这有助于其填

补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的11%）。在债务和资金不断增加的支撑下，智利经济增长强劲（增速达到7%），经济活力处于高位（GDP缺口达到11%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为36%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。因为智利的实际汇率达到了36%的峰值，其竞争力变成一个问题。智利面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1981—1985年。在危机前的最高峰，智利的偿债总额达到GDP的45%，这使智利容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是20世纪80年代的拉丁美洲债务危机。智利的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的40%），导致货币政策收紧（短期利率上调31%），货币大幅贬值（实际汇率下降50%）。同时，智利的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为14%和74%。此外，由于货币疲软，智利的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到33%，这与其他类似案例相比是正常水平，尽管当时智利存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是智利长期忽视对通胀的管控）。智利的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了53%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管智利需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了73%（年化增幅为19%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到4%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，智利放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略长于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的11%），提高本国货币的吸引力。智利积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。特别是，智利提供流动性，并购买不良资产。智利还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，智利的债务占GDP的比例下降了129%（年化降幅为13%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-32%的低点），智利重新获得竞争力。其实际GDP在5年后达到之前的峰值，以美元计算的股价在9年里恢复。

智利1978—1995年分类图示附录

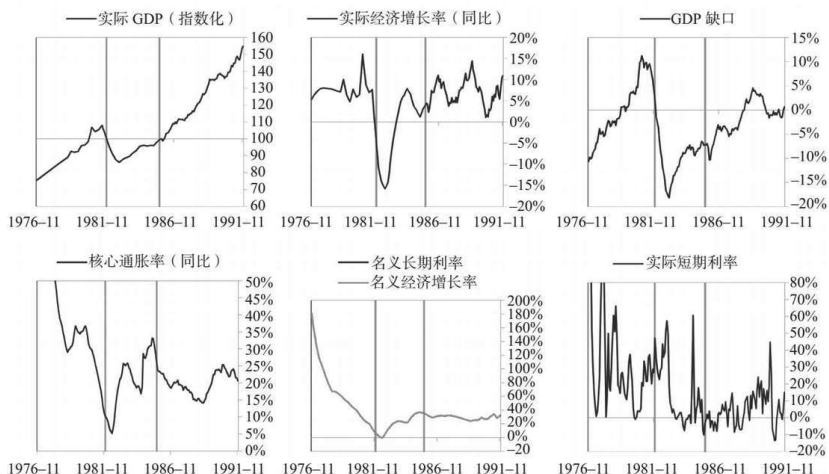
负债状况



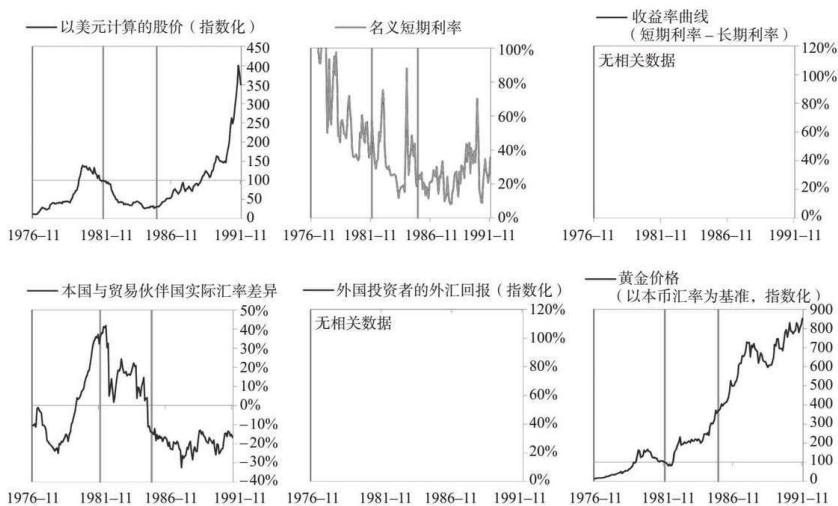
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况

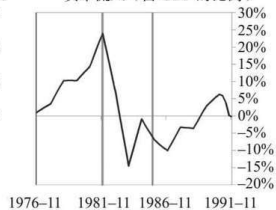


国际收支状况

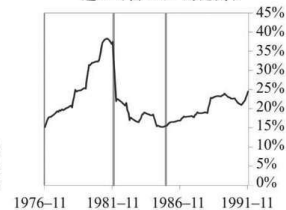
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



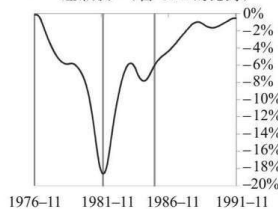
——资本流入（占 GDP 的比例）



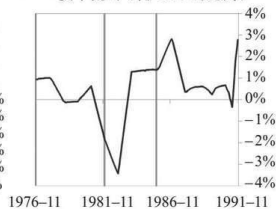
——进口（占 GDP 的比例）



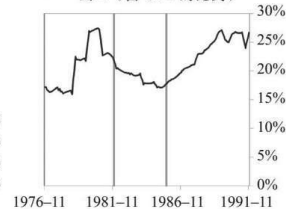
——经常账户（占 GDP 的比例）



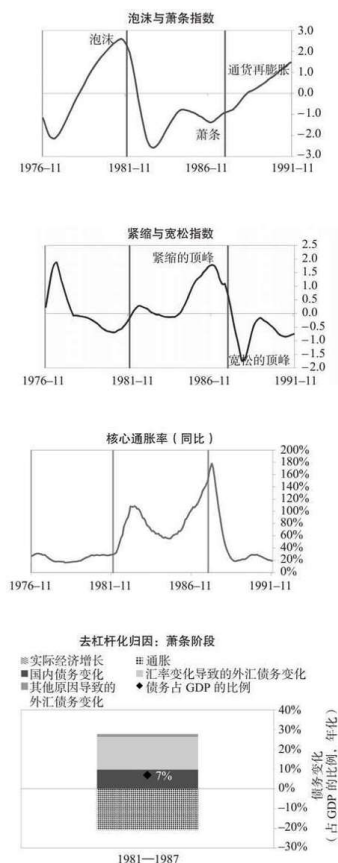
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



墨西哥1979—1991年案例文本自动摘要



如右图所示，1979—1991年，墨西哥经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

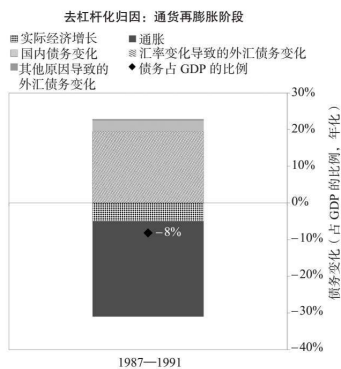
泡沫阶段

1979—1981年，墨西哥处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。泡沫阶段结束时，墨西哥的债务达到危机前的峰值，占GDP的65%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的26%），这使墨西哥很容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，墨西哥投资流入强劲，平均约占GDP的8%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常

账户赤字占GDP的6%)。在债务和资金不断增加的支撑下，墨西哥经济增长强劲（增速达到9%），经济活力处于高位（GDP缺口达到9%的峰值）。因为墨西哥的实际汇率达到了30%的峰值，其竞争力变成一个问题。墨西哥面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1981—1987年。在危机前的最高峰，墨西哥的偿债总额达到GDP的31%，这使墨西哥容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是20世纪80年代的拉丁美洲债务危机和油价下跌。墨西哥的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的17%），导致货币政策收紧（短期利率上调128%），货币大幅贬值（实际汇率下降74%）。同时，墨西哥的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为7%和86%。此外，由于货币疲软，通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到151%，这与其他类似案例相比是很高的水平。这合乎情理，因为当时墨西哥存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是财政赤字）。墨西哥的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了66%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管墨西哥需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了41%（年化增幅为7%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到13%的峰值）。



通货再膨胀阶段

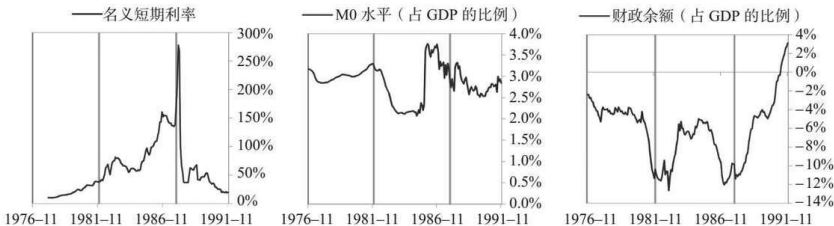
国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，墨西哥放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略长于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的10%），提高本国货币的吸引力。墨西哥没有积极地管控金融机构和坏账，使用了9个典型政策工具中的2个。墨西哥还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，墨西哥的债务占GDP的比例下降了31%（年化降幅为8%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-44%的低点），墨西哥重新获得竞争力。其实际GDP用了7年时间才达到之前的峰值，以美元计算的股价在6年里恢复。

墨西哥1979—1991年分类图示附录

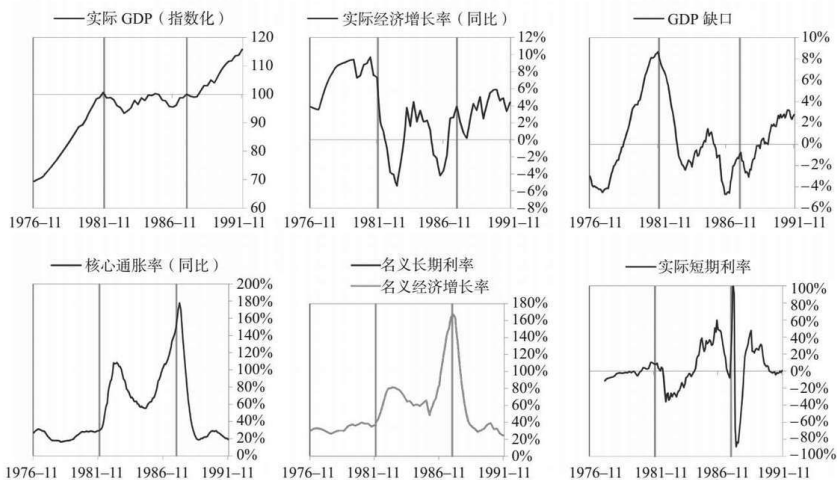
负债状况



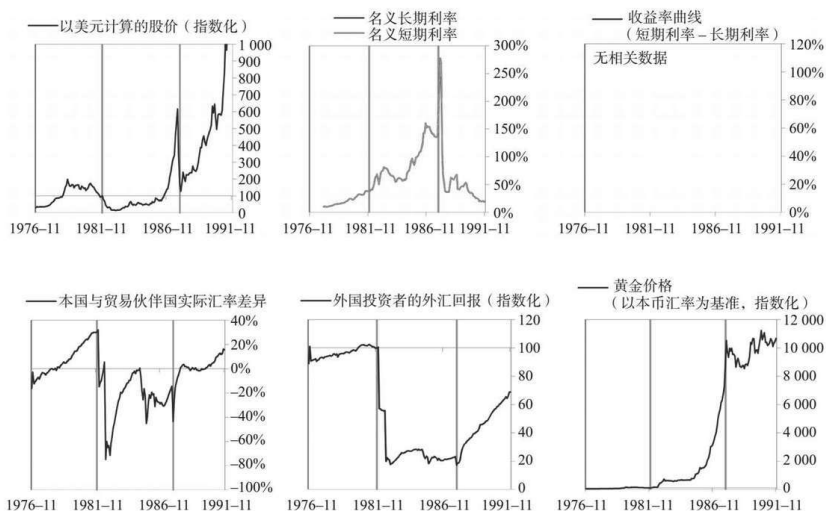
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况

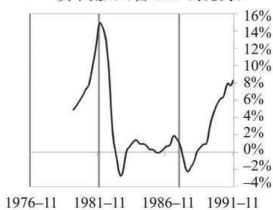


国际收支状况

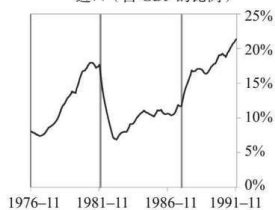
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



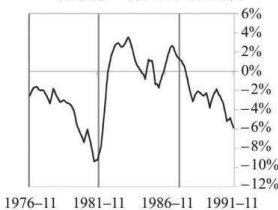
——资本流入（占 GDP 的比例）



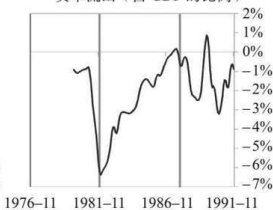
——进口（占 GDP 的比例）



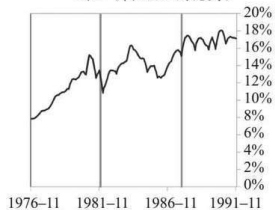
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



秘鲁1980—1986年案例文本自动摘要



如右图所示，1980—1986年，秘鲁经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

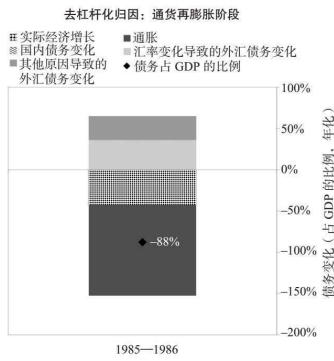
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，秘鲁没有普遍出现泡沫，但与秘鲁联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，秘鲁确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的107%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的106%），这使秘鲁很容易受到外资撤出的影响。此外，秘鲁变得依赖持续流入的外资，经常账户赤字占GDP的4%。最终，秘鲁肩负这些高额债务，依赖

外资持续流入，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1982—1985年。高债务水平使秘鲁很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是20世纪80年代的拉丁美洲债务危机。秘鲁的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为13%和56%，失业率上升5%。同时，由于货币疲软，秘鲁的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到190%，这与其他类似案例相比是很高的水平。这合乎情理，因为当时秘鲁存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是实际短期利率较低）。秘鲁的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了44%），但最终决策者放弃捍卫货币，货币贬值53%。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管秘鲁需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了163%（年化增幅为42%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到5%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，秘鲁放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段持续的时间略长于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常

账户余额增幅为GDP的13%)，提高本国货币的吸引力。秘鲁比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的3个。特别是，秘鲁将银行国有化，并提供流动性。秘鲁还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，秘鲁的债务占GDP的比例下降了88%（年化降幅为88%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-46%的低点），秘鲁重获竞争力。其实际GDP用了4年时间才达到之前的峰值，以美元计算的股价在6年里恢复。

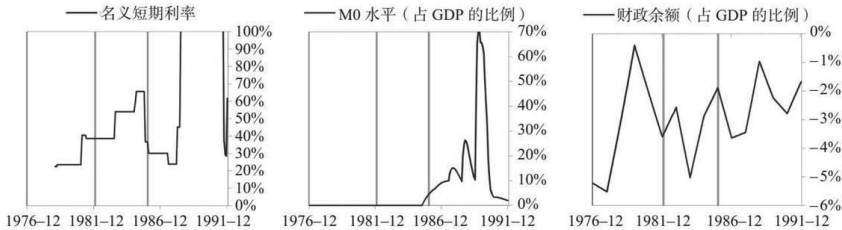
这场危机对秘鲁政局造成显著影响，为阿兰·加西亚·佩雷斯上台搭建了舞台，而许多人认为佩雷斯是一名民粹主义领导人。

秘鲁1980—1986年分类图示附录

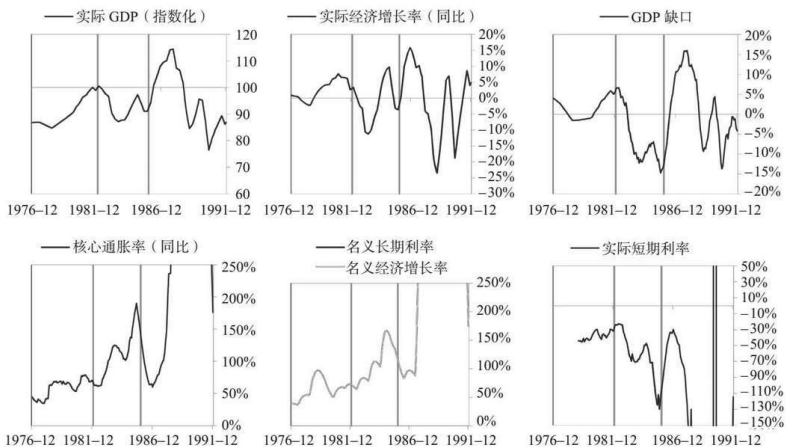
负债状况



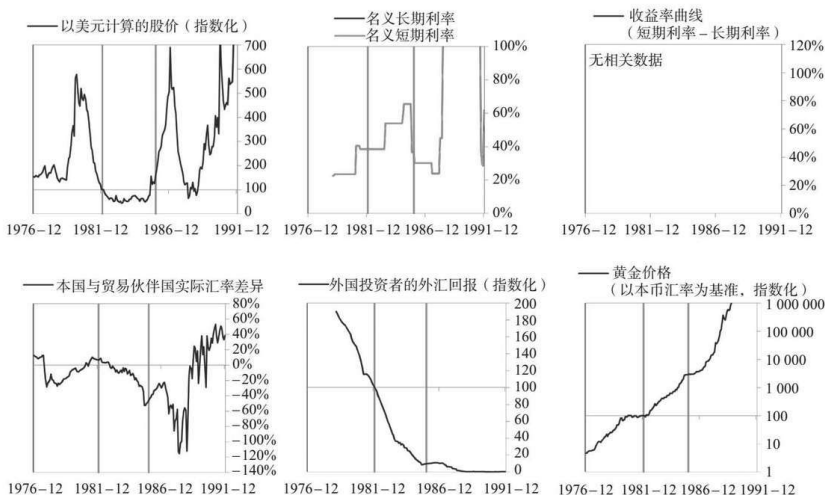
货币政策与财政政策



经济状况

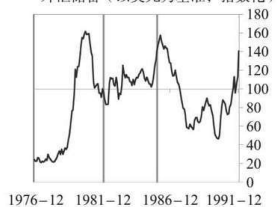


市场状况

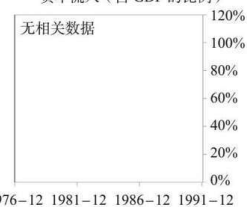


国际收支状况

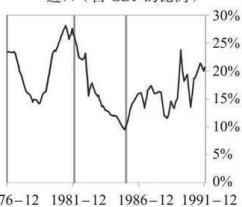
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



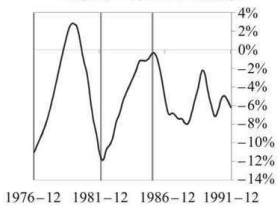
——资本流入（占 GDP 的比例）



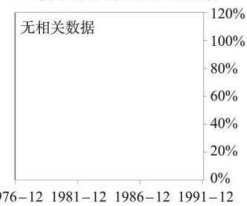
——进口（占 GDP 的比例）



——经常账户（占 GDP 的比例）



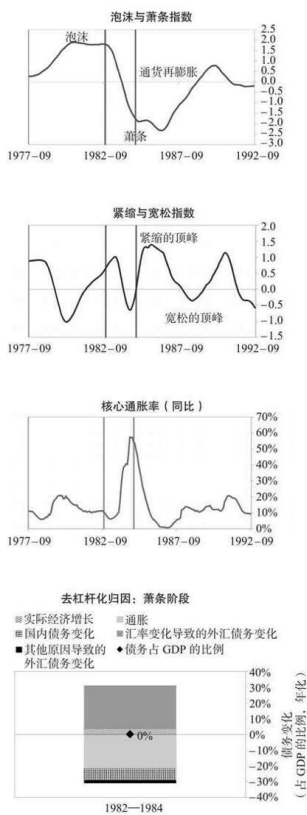
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



菲律宾1979—1992年案例文本自动摘要



如右图所示，1979—1992年，菲律宾暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子，虽然这使菲律宾暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

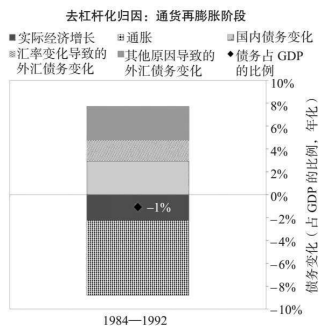
泡沫阶段

1979—1982年，菲律宾处于泡沫阶段。其最显著的特征是，资本流入强劲，货币回报丰厚，这些因素以不可持续的方式发展。在这一阶段，菲律宾的债务达到危机前的峰值，占GDP的77%，升幅为GDP的16%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的56%），这

使菲律宾很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，菲律宾投资流入强劲，平均约占GDP的9%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的7%）。在债务与资金不断增加的支撑下，菲律宾经济增长强劲（增速达到4%），经济活力处于高位（GDP缺口达到9%的峰值）。因为菲律宾的实际汇率达到了18%的峰值，其竞争力变成一个问题。菲律宾面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1982—1984年。高债务水平使菲律宾很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，大宗商品价格骤跌和政治暴力事件的发生。菲律宾的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的9%），导致货币政策收紧（短期利率上调34%），货币大幅贬值（实际汇率下降16%）。同时，菲律宾的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为11%和71%。此外，由于货币疲软，通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到58%，这与其他类似案例相比是正常水平。这合乎情理，因为当时菲律宾存在大约一半导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是以外币计价的高额债务）。菲律宾的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了100%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管菲律宾需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例在此期间大体保持平稳。

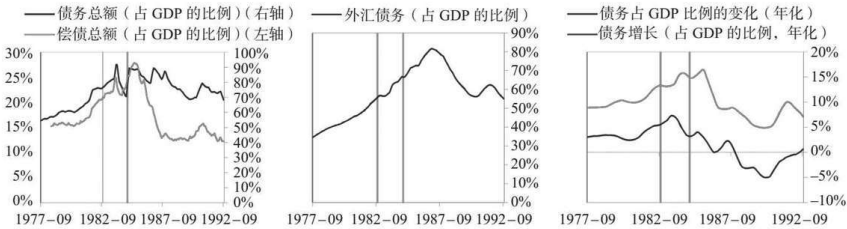


通货再膨胀阶段

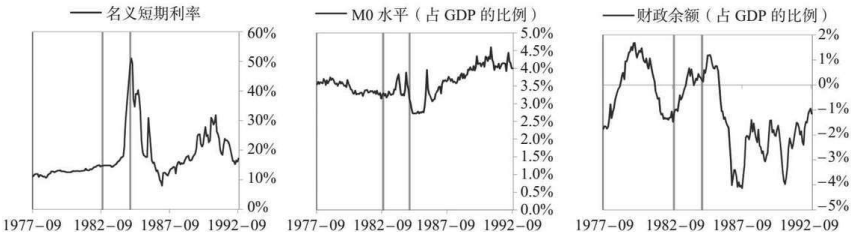
国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，菲律宾放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段持续的时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的7%），提高本国货币的吸引力。菲律宾非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，菲律宾将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。菲律宾还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，菲律宾的债务占GDP的比例下降了9%（年化降幅为1%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-19%的低点），菲律宾重获竞争力。其实际GDP用了6年时间才达到之前的峰值，以美元计算的股价在5年里恢复。

菲律宾1979—1992年分类图示附录

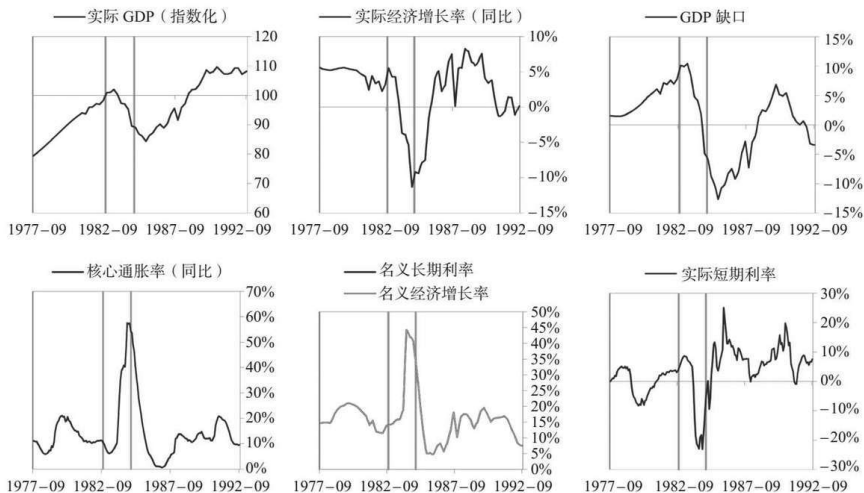
负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

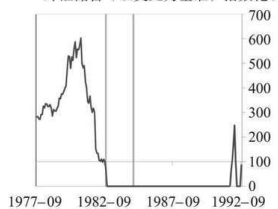


市场状况



国际收支状况

——外汇储备（以美元为基准，指数化）



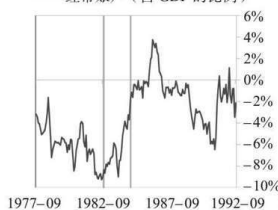
——资本流入（占 GDP 的比例）



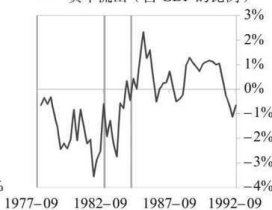
——进口（占 GDP 的比例）



——经常账户（占 GDP 的比例）



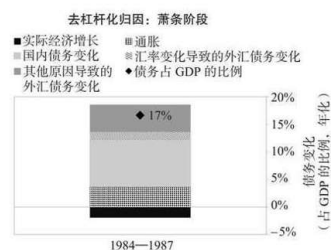
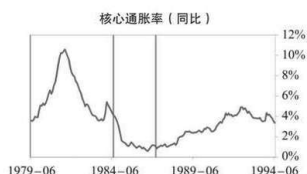
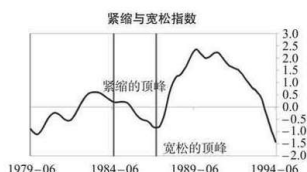
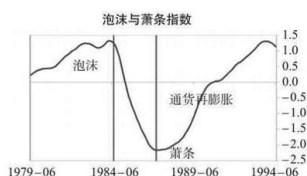
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



马来西亚1981—1990年案例文本自动摘要



如右图所示，1981—1990年，马来西亚暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子，虽然这使马来西亚暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

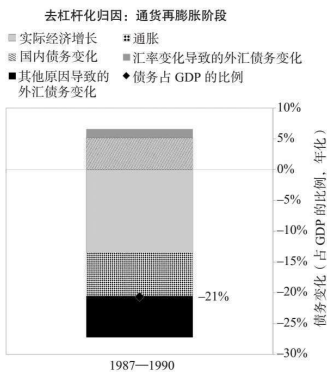
泡沫阶段

1981—1984年，马来西亚处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，马来西亚的债务达到危机前的峰值，占GDP

的153%，升幅为GDP的40%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的42%），这使马来西亚很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，马来西亚的投资流入强劲，平均约占GDP的14%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的10%）。在债务与资金不断增加的支撑下，马来西亚经济增长强劲（增速达到7%），经济活力处于高位（GDP缺口达到3%的峰值）。因为马来西亚的实际汇率达到了20%的峰值，其竞争力变成一个问题。马来西亚面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1984—1987年。高债务水平使马来西亚容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，大宗商品价格骤跌冲击出口。马来西亚的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的11%），导致货币大幅贬值（实际汇率下降19%）。同时，股价陷入自我强化式下跌，跌幅为56%，失业率上升2%。马来西亚的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了26%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管马来西亚需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了43%（年化增幅为17%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到10%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资

本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，马来西亚放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的9%），并提高本国货币的吸引力。马来西亚积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。特别是，马来西亚将银行国有化，并提供流动性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，马来西亚的债务占GDP的比例下降了74%（年化降幅为21%）。债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速提升，推动名义收入不断增加。同时，由于本国货币贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-12%的低点），马来西亚重新获得竞争力。其实际GDP用了1.8年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在6年里恢复。

马来西亚1981—1990年分类图示附录

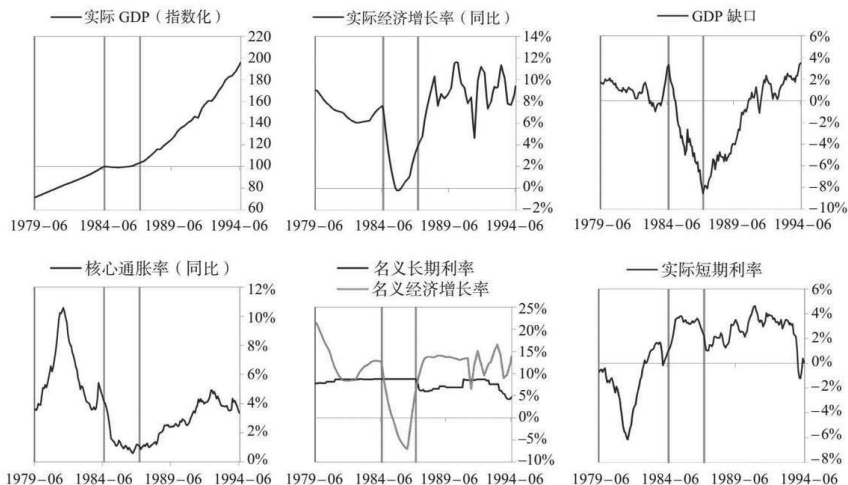
负债状况



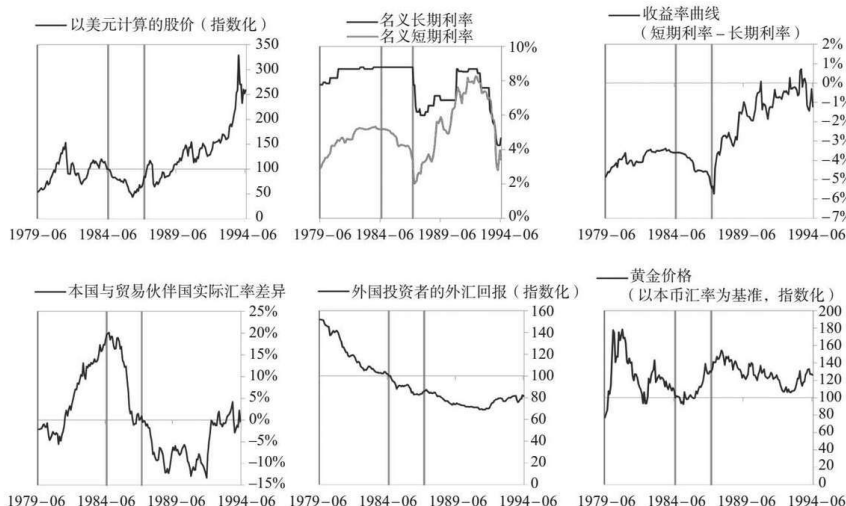
货币政策与财政政策



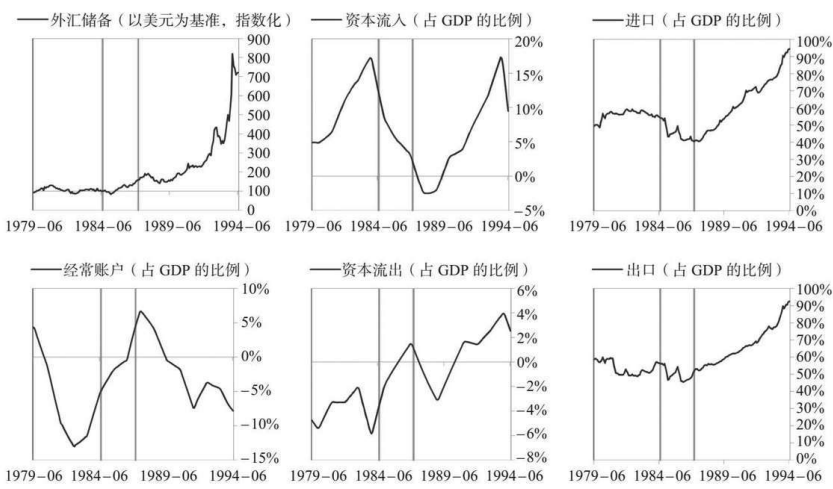
经济状况



市场状况



国际收支状况



秘鲁1986—1995年案例文本自动摘要



如右图所示，1986—1995年，秘鲁经历了典型的恶性通胀性去杠杆化周期。

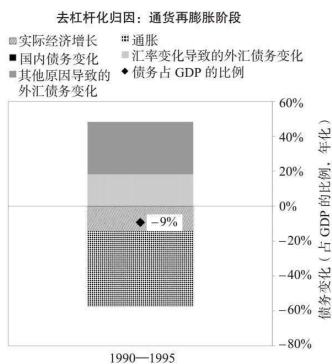
泡沫阶段

1986—1987年，秘鲁处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，秘鲁的债务达到危机前的峰值，占GDP的184%，升幅为GDP的55%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的182%），这使秘鲁很容易受到外资撤出的影响。秘鲁的经常账户赤字占GDP的3%。在债务不断增加的支撑下，秘鲁经济增长强劲（增速达到5%），

经济活力处于高位（GDP缺口达到11%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为124%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。秘鲁面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1987—1990年。高债务水平使秘鲁很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，领导层不愿与国际债权人合作。秘鲁的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为30%和91%。秘鲁的金融机构也面临巨大压力。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管陷入了痛苦的去杠杆化，但秘鲁的债务占GDP的比例降低了106%（年化降幅为30%）。债务与收入比率下降的主要原因是，通胀率提升推动收入不断增加。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，由于紧缩措施未能带来必要的调整，秘鲁陷入了汇率下跌和恶性通胀的漩涡，实际汇率触底，跌至-115%，通胀率最高时超过10 000%。这合乎情理，因为当时秘鲁存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是实际短期利率较低）。秘鲁比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的3个。特别是，

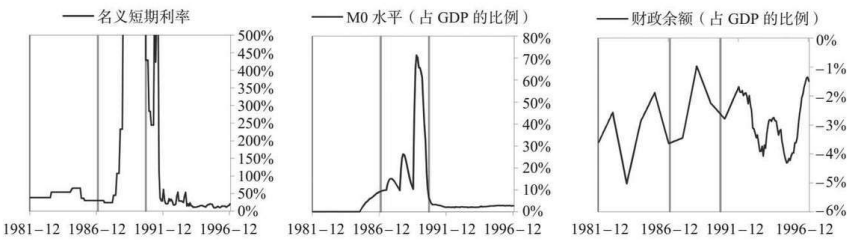
秘鲁将银行国有化，并提供流动性。秘鲁还实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。但与典型情况一样，要想阻止通胀率螺旋式上升，秘鲁最终需要加大结构性改革力度。秘鲁在1991年放弃极度贬值的印蒂，采用索尔。其实际GDP用了9年时间才达到之前的峰值。

秘鲁1986—1995年分类图示附录

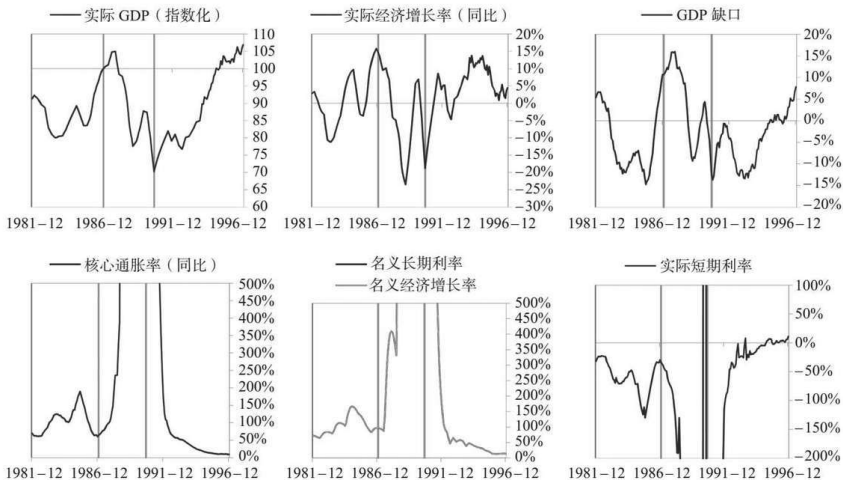
负债状况



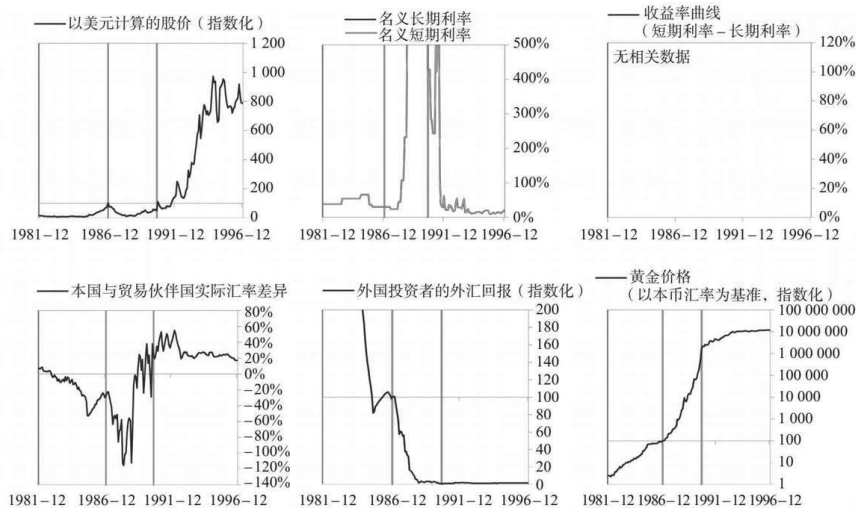
货币政策与财政政策



经济状况

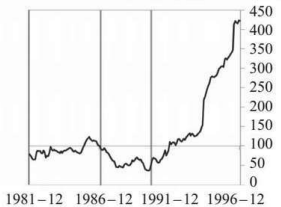


市场状况

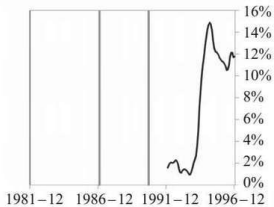


国际收支状况

——外汇储备（以美元为基准，指数化）



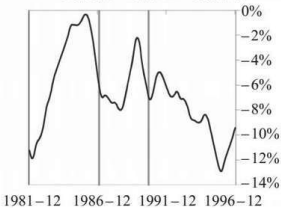
——资本流入（占 GDP 的比例）



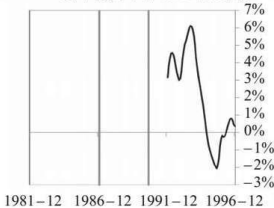
——进口（占 GDP 的比例）



——经常账户（占 GDP 的比例）



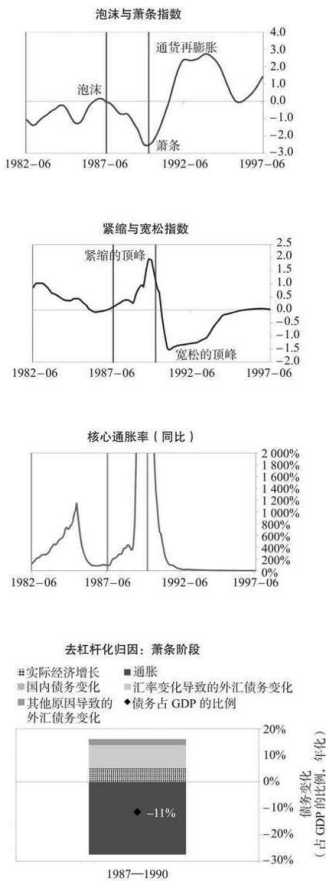
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



阿根廷1987—1993年案例文本自动摘要



如右图所示，1987—1993年，阿根廷经历了典型的恶性通胀性去杠杆化周期。

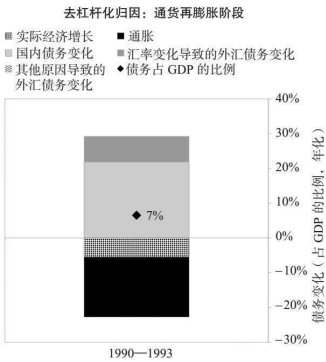
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，阿根廷没有普遍出现泡沫，但与阿根廷联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且，阿根廷确实积累了大量债务，在杠杆化期间，债务总额达到危机前的峰值，占GDP的70%，升幅为GDP的15%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的39%），这使阿根廷很容易受到外资撤出的影响。最终，这些高额债务与阿根廷经济的结构性弱点

共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1987—1990年。高债务水平使阿根廷容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，大宗商品价格下跌冲击出口。阿根廷的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的4%），导致货币政策收紧（短期利率上调逾250%），货币大幅贬值（实际汇率下跌60%）。同时，阿根廷的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为16%和33%，失业率上升3%。由于货币疲软，阿根廷的通胀率高企且不断上升。阿根廷的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来稳定货币（外汇储备减少了26%），但最终决策者放弃捍卫货币。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管陷入了痛苦的去杠杆化，但阿根廷的债务占GDP的比例降低了30%（年化降幅为11%）。债务与收入比率降低的主要原因是，通胀率提升推动收入不断增加。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，由于紧缩措施未能带来必要的调整，阿根廷陷入汇率下跌和恶性通胀的漩涡，实际汇率跌至-135%的低点，通胀率最高时超过10 000%。这合乎情理，因为当时阿根廷存在大约一半导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是阿根廷长期忽视对通胀的管控）。阿根廷比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政

策工具中的3个。阿根廷还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。但与典型情况一样，要想阻止通胀率螺旋式上升，阿根廷最终需要加大结构性改革力度。阿根廷放弃极度贬值的奥斯特拉尔，采用目前的阿根廷比索（最初钉住美元）。其实际GDP用了4年时间才回到之前的峰值，以美元计算的股价在2年里恢复。

这场危机对阿根廷政局造成显著影响，为卡洛斯·梅内姆上台搭建了舞台，而许多人认为梅内姆是一名民粹主义领导人。

阿根廷1987—1993年分类图示附录

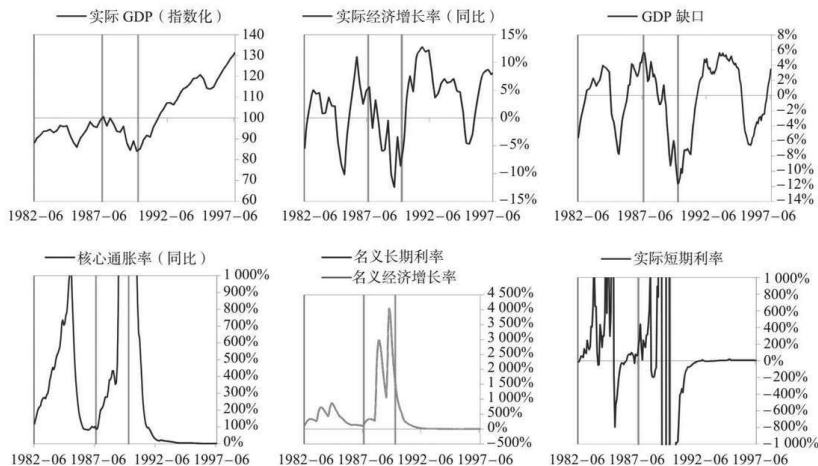
负债状况



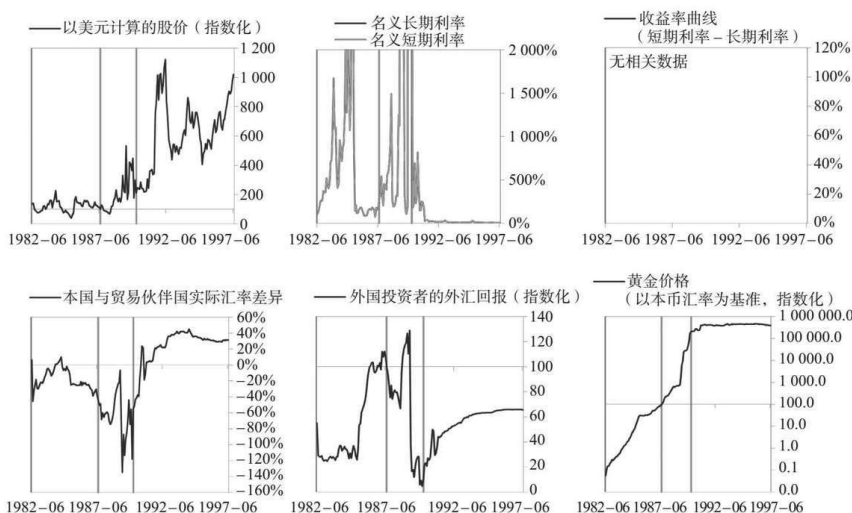
货币政策与财政政策



经济状况

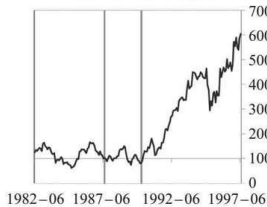


市场状况

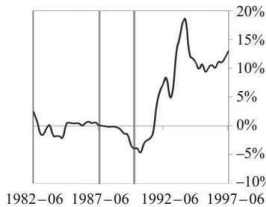


国际收支状况

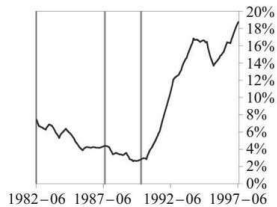
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



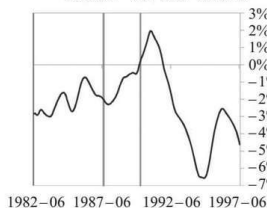
——资本流入（占 GDP 的比例）



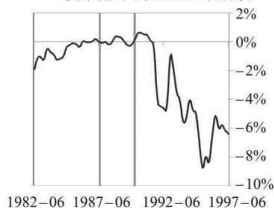
——进口（占 GDP 的比例）



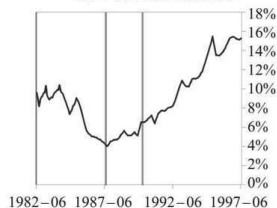
——经常账户（占 GDP 的比例）



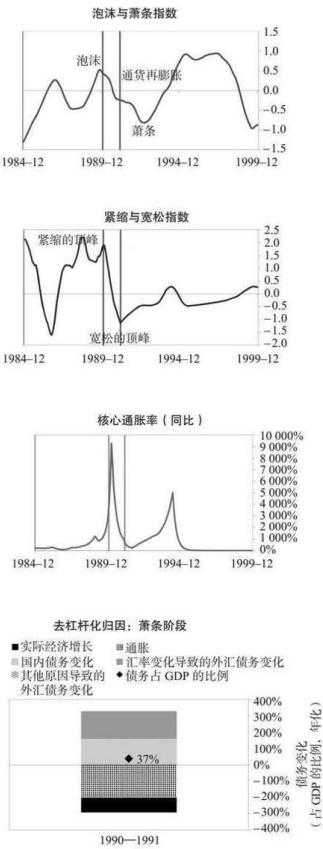
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



巴西1987—1995年案例文本自动摘要



如右图所示，1987—1995年，巴西经历了典型的恶性通胀性去杠杆化周期。

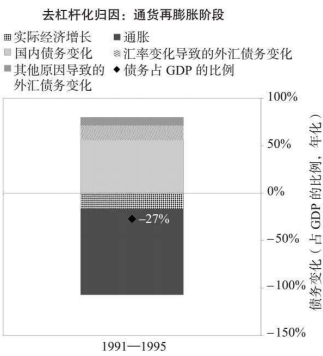
泡沫阶段

1987—1990年，巴西处于泡沫阶段，债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，巴西的债务达到危机前的顶峰，占GDP的177%，升幅为GDP的69%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的26%），这使巴西很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，巴西的投资流入较少，平均约占GDP的-3%。在债务不断增加的支撑下，巴西经济增长强

劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到7%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为16%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。因为巴西的实际汇率达到了35%的峰值，其竞争力变成一个问题。巴西面临这些泡沫压力，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1990—1991年。高债务水平使巴西容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是价格管控失灵和通胀影响。巴西的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为7%和70%，失业率上升4%。同时，由于货币疲软，巴西的通胀率高企。巴西的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了28%），但最终决策者放弃捍卫货币，货币贬值19%。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管巴西需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了40%（年化增幅为37%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到19%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何应对不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机必要的措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，由于紧缩措施未能带来必要的调整，巴西陷入汇率下跌和恶性通胀的漩涡，实际汇率跌至-16%的低点，通胀率最高时超过5 000%。这合

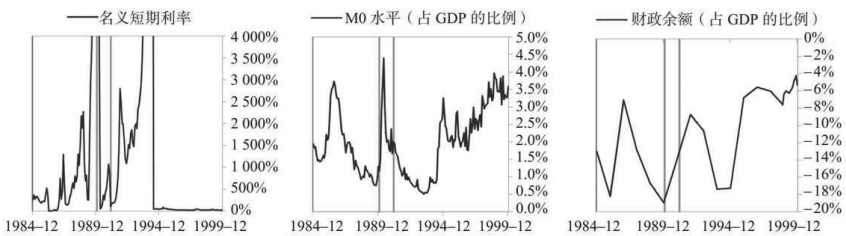
乎情理，因为当时巴西存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是巴西长期忽视对通胀的管控）。巴西没有积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的2个。巴西还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。但与典型情况一样，要想阻止通胀率螺旋式上升，巴西最终需要加大结构性改革力度。巴西放弃极度贬值的克鲁扎多，先是采用克鲁塞罗，之后在1994年采用现代的雷亚尔。其实际GDP用了1.4年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在3年里恢复。

巴西1987—1995年分类图示附录

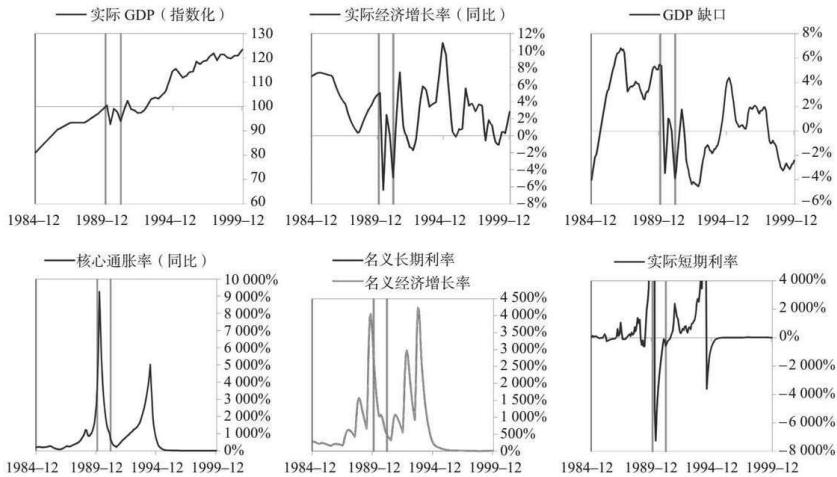
负债状况



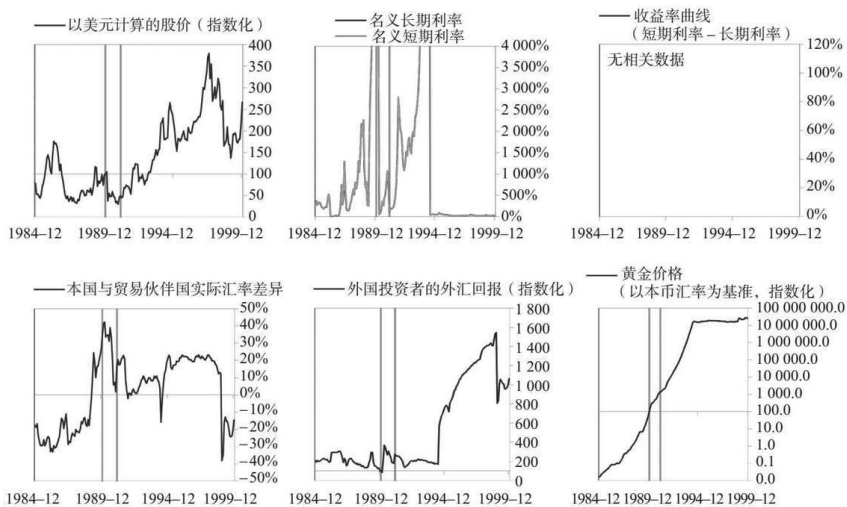
货币政策与财政政策



经济状况

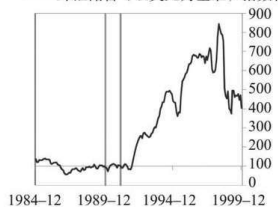


市场状况

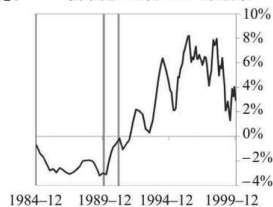


国际收支状况

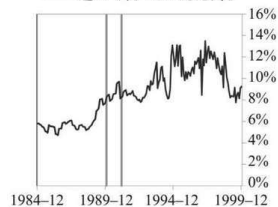
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



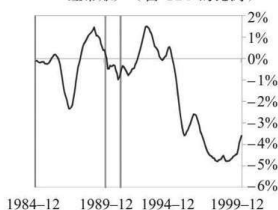
——资本流入（占 GDP 的比例）



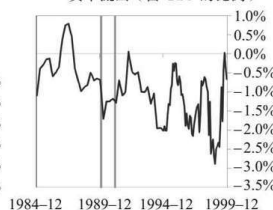
——进口（占 GDP 的比例）



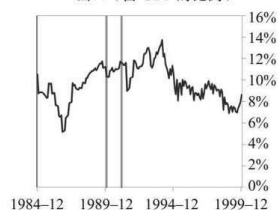
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



土耳其1990—1995年案例文本自动摘要



如右图所示，1990—1995年，土耳其经历了典型的恶性通胀性去杠杆化周期。

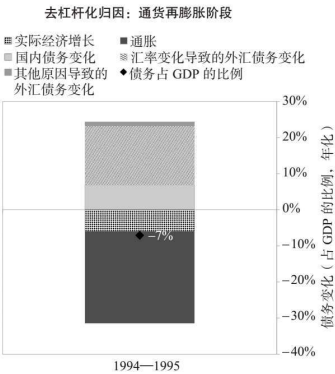
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，土耳其没有普遍出现泡沫，但在危机前，土耳其确实积累了大量债务，债务总额升至GDP的41%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的26%），这使土耳其很容易受到外资撤出的影响。此外，土耳其变得依赖持续流入的外资，在危机爆发前的几年里，投资流入平均为GDP的2%。最终，土耳其肩负这些高额债务，而且依赖外资流入，这些因素共同促成了不

可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1993—1994年。高债务水平使土耳其很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，政府采取措施削弱央行的独立性。土耳其的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的8%），导致货币政策收紧（短期利率上调203%），货币大幅贬值（实际汇率下跌26%）。同时，土耳其的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为12%和70%。此外，由于货币疲软，土耳其的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到117%，这与其他类似案例相比是很高的水平，尽管当时土耳其只存在1/4导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是土耳其长期忽视对通胀的管控）。土耳其的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了99%），但最终决策者放弃捍卫货币。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管土耳其需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例增加了9%（年化增幅为17%）。



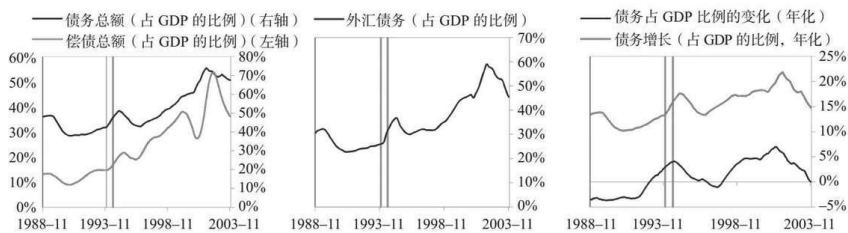
通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间相对较短。之后，决策者实施了充

足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的5%），提高本国货币的吸引力。土耳其比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的3个。土耳其还受益于一项IMF援助计划。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，土耳其的债务占GDP的比例降低了11%（年化降幅为7%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-21%的低点），土耳其重新获得竞争力。其实际GDP用了1.6年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在4年里恢复。

土耳其1990—1995年分类图示附录

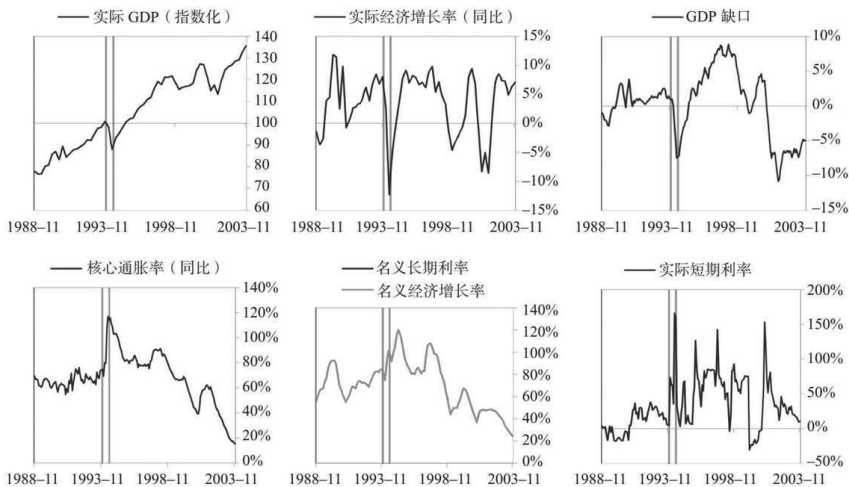
负债状况



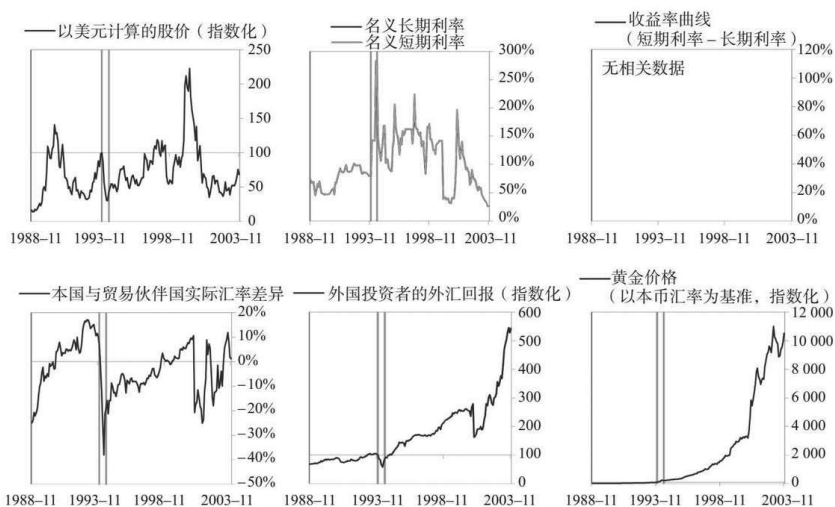
货币政策与财政政策



经济状况

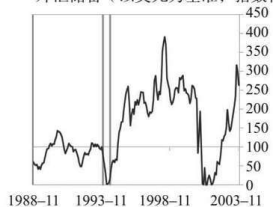


市场状况

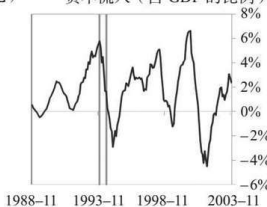


国际收支状况

—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



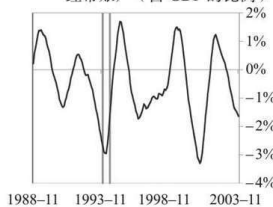
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



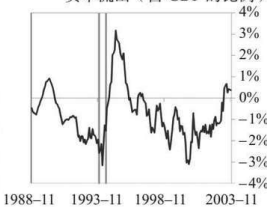
—— 进口（占 GDP 的比例）



—— 经常账户（占 GDP 的比例）



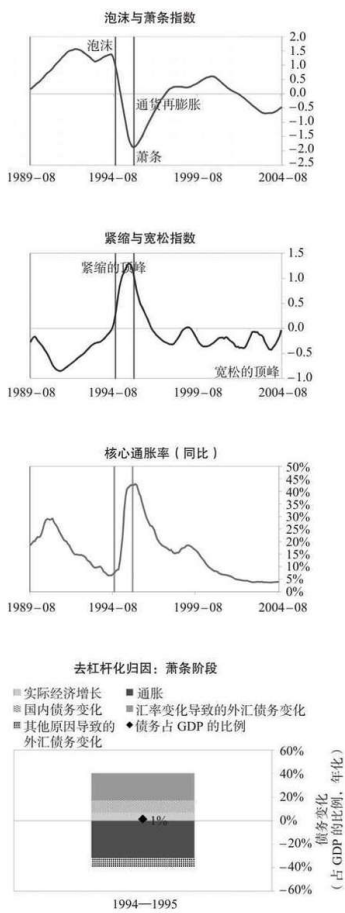
—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



墨西哥1991—2005年案例文本自动摘要



如右图所示，1991—2005年，墨西哥经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

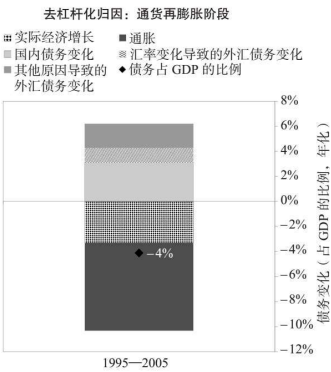
泡沫阶段

1991—1994年，墨西哥处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，股市回报丰厚，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在这一阶段，墨西哥的债务达到危机前的顶峰，升至GDP的85%，升幅为GDP的10%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的25%），这使墨西哥很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶

段，墨西哥的投资流入强劲，平均约占GDP的8%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的7%）。在债务和资金不断增加的支撑下，墨西哥经济增长强劲（增速达到4%），经济活力处于高位（GDP缺口达到3%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为25%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。墨西哥面临这些泡沫压力，而且依赖外国资金流入，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1994—1995年。高债务水平使墨西哥很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是政治暴力事件的爆发。墨西哥的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为10%和66%，失业率上升3%。同时，由于货币疲软，墨西哥的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到43%，这与其他类似案例相比是正常水平。这合乎情理，因为当时墨西哥存在大约一半导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是墨西哥长期忽视对通胀的管控）。墨西哥的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了100%），但最终决策者放弃捍卫货币保卫，货币贬值37%。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管墨西哥需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例在此期间基本保持平稳。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资

本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，墨西哥放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间相对较短。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的7%），提高本国货币的吸引力。墨西哥非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，墨西哥将银行国有化，提供流动性，直接购买不良资产。墨西哥还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，墨西哥的债务占GDP的比例下降了41%（年化降幅为4%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-26%的低点），墨西哥重新获得竞争力。其实际GDP用了2年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在10年里恢复。

墨西哥1991—2005年分类图示附录

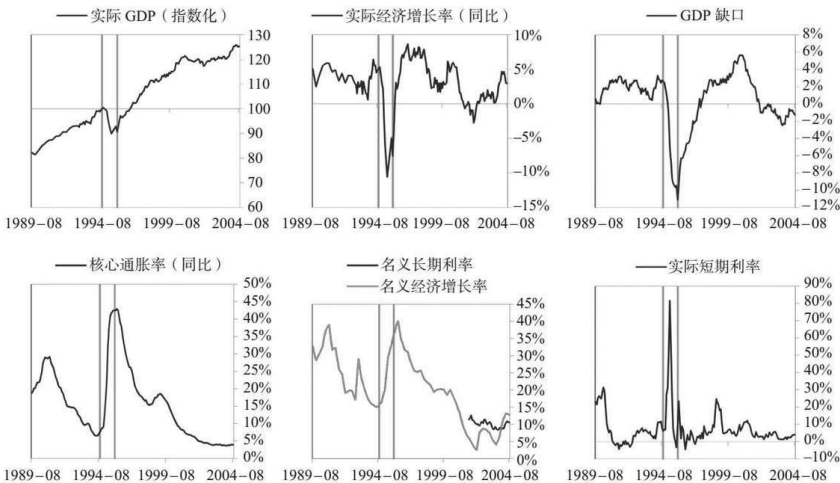
负债状况



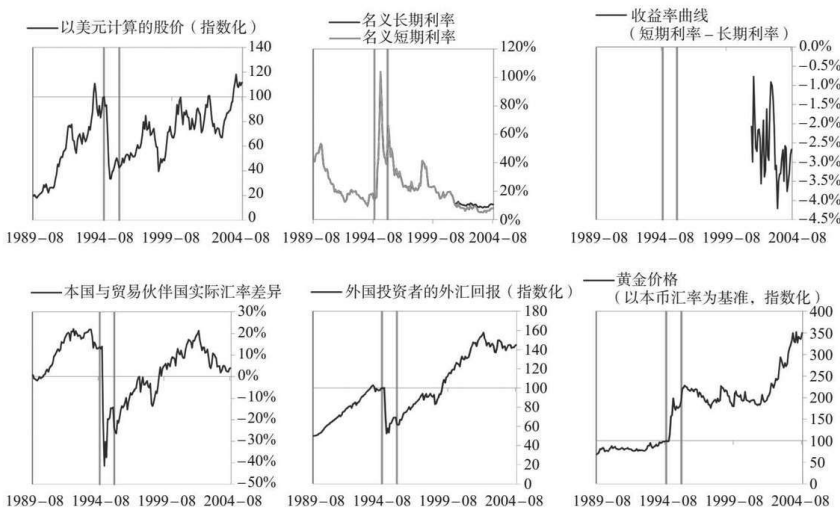
货币政策与财政政策



经济状况

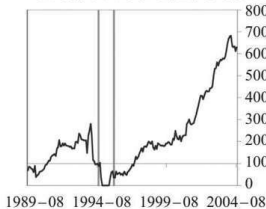


市场状况

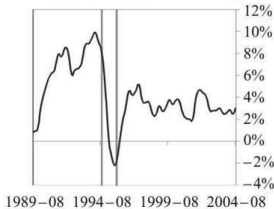


国际收支状况

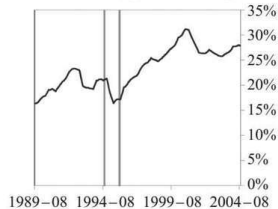
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



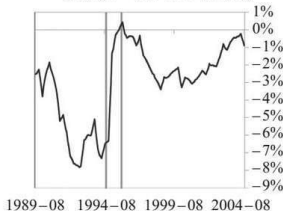
——资本流入（占 GDP 的比例）



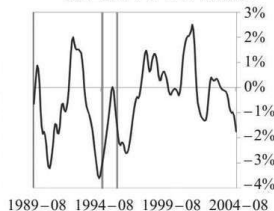
——进口（占 GDP 的比例）



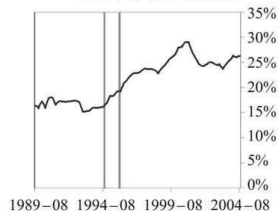
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）

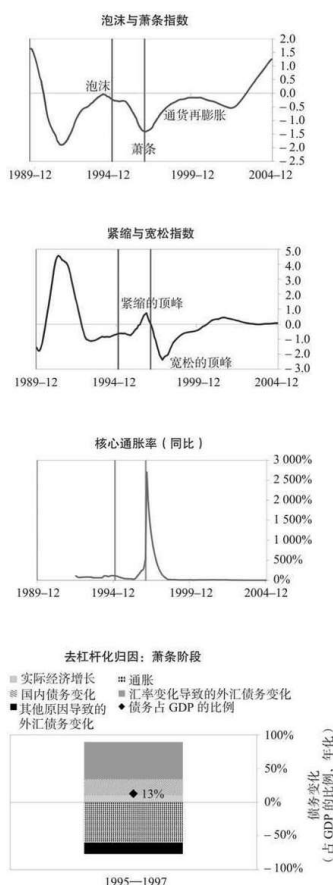


1989-08 1994-08 1999-08 2004-08

1989-08 1994-08 1999-08 2004-08

1989-08 1994-08 1999-08 2004-08

保加利亚1995—2003年案例文本自动摘要



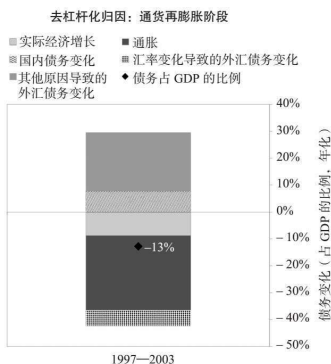
如右图所示，1995—2003年，保加利亚经历了典型的恶性通胀性去杠杆化周期。

泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，保加利亚没有普遍出现泡沫，但它确实积累了大量债务。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的82%），这使保加利亚很容易受到外资撤出的影响。此外，保加利亚变得依赖持续流入的外资，经常账户赤字占GDP的4%。最终，保加利亚肩负这些高额债务，而且依赖外资流入，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1995—1997年。高债务水平使保加利亚容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，企业/银行因负债过高而遭遇亏损潮。保加利亚的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的6%），导致货币政策收紧（短期利率上调228%），货币大幅贬值（实际汇率下降96%）。同时，保加利亚的GDP陷入自我强化式下跌，跌幅为13%。此外，由于货币疲软，保加利亚的通胀率高企且不断上升。保加利亚的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了75%），但最终决策者放弃捍卫货币。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但是会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案中，由于紧缩措施未能带来必要的调整，保加利亚陷入汇率下跌和恶性通胀的旋涡，实际汇率触底，降至-63%，通胀率最高时超过500%。这合乎情理，因为当时保加利亚存在大多数导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是保加利亚历来忽视对通胀的管控）。保加利亚积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的5个。特别是，保加利亚将银行国有化，提供流动性，直接购买不良资产。保加利亚还受益于一项IMF援助计划。但与典型情况一样，要想阻止通胀率螺旋式上升，保加利亚最终需要加大结构性改革力度。保加利亚将保加利亚列弗重新定价，将其与德国马克挂钩，并以外

汇储备作为支撑。其实际GDP用了8年时间达到之前的峰值。

保加利亚1995—2003年分类图示附录

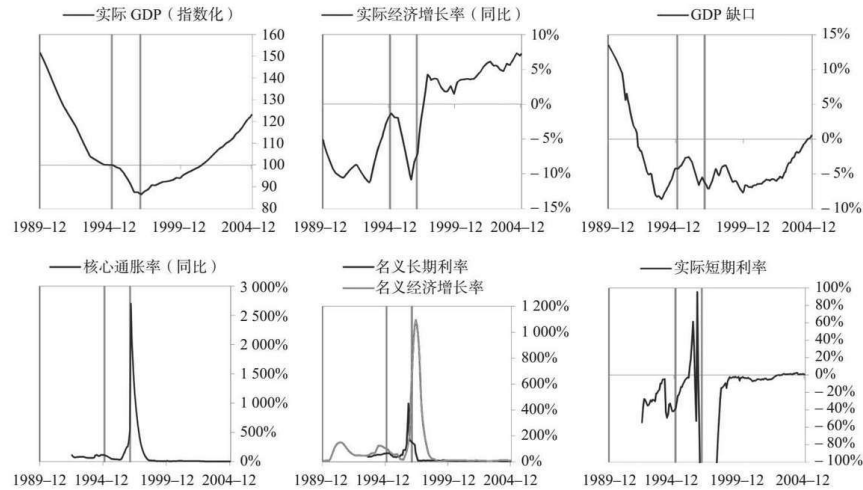
负债状况



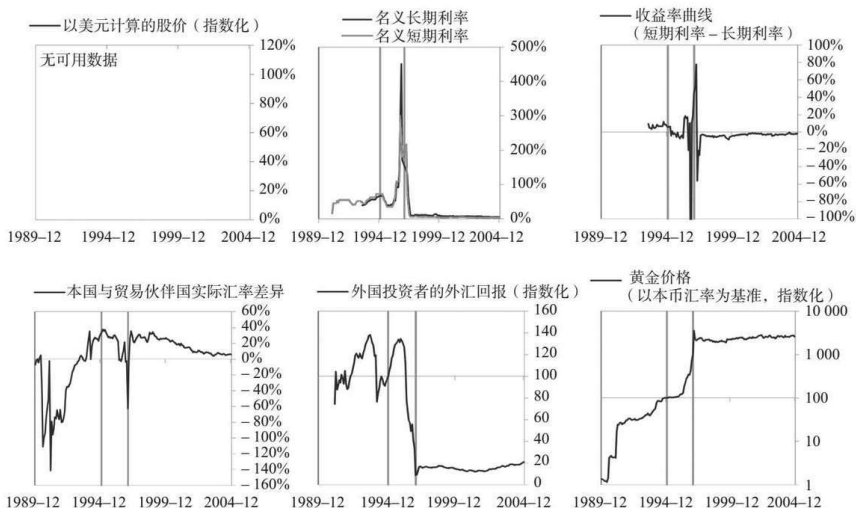
货币政策与财政政策



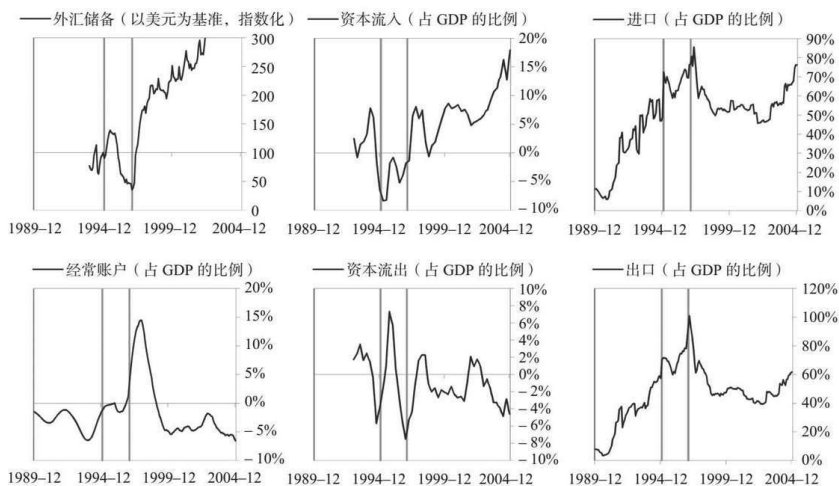
经济状况



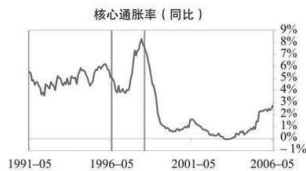
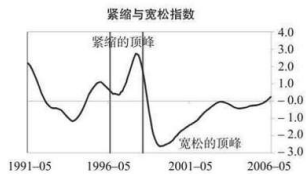
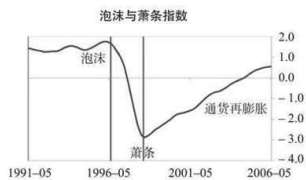
市场状况



国际收支状况



泰国1993—2004年案例文本自动摘要



如右图所示，1993—2004年，泰国暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使泰国暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

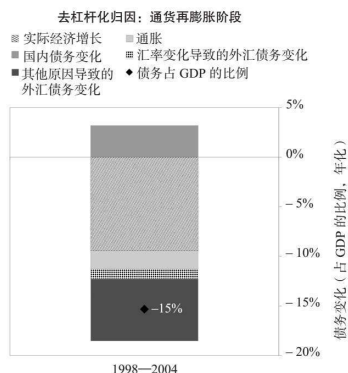
泡沫阶段

1993—1996年，泰国处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在泡沫阶段，泰国的债务达到危机前的峰值，

占GDP的183%，升幅为GDP的44%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的51%），这使泰国很容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，泰国投资流入强劲，平均约占GDP的15%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的9%）。在债务与资金不断增加的支撑下，泰国经济增长强劲（增速达到8%），经济活力处于高位（GDP缺口达到8%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为12%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。泰国面临这些泡沫压力，而且依赖外国资金流入，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1996—1998年。在危机前的最高峰，泰国的偿债总额达到GDP的49%，这使泰国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，企业/银行因负债过高而遭遇亏损潮。泰国的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的34%），导致货币政策收紧（短期利率上调11%），货币大幅贬值（实际汇率下降19%）。同时，泰国的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为14%和87%。此外，由于货币疲软，泰国的通胀率处于温和水平且不断上升，在萧条阶段最高达到8%，这与其他类似案例相比是较低水平。这合乎情理，因为当时泰国仅有约1/4导致通胀率螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是经常账户赤字）。泰国的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了100%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管泰国需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例在此期间增加了36%（年化增幅为18%）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，泰国放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的21%），提高本国货币的吸引力。泰国非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的8个。特别是，泰国将银行国有化，提供流动性，直接购买不良资产。泰国还受益于一项IMF援助计划。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，泰国的债务占GDP的比例下降了88%（年化降幅为15%）。债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速提升，推动名义收入不断增加。同时，由于本国货币贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-16%的低点），泰国重新获得竞争力。其实际GDP用了5年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在23年内恢复。

这场危机对泰国政局造成显著影响，为2010年他信·西那瓦上台搭建了舞台，而许多人认为他信是一名民粹主义领导人。

泰国1993—2004年分类图示附录

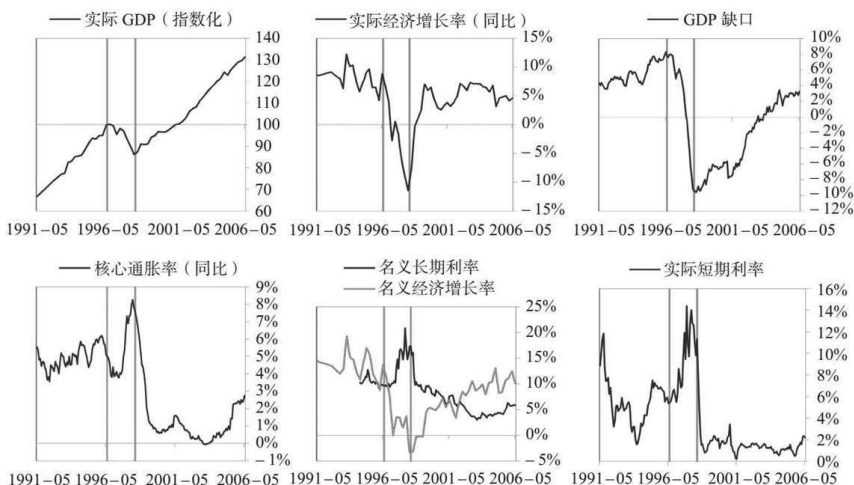
负债状况



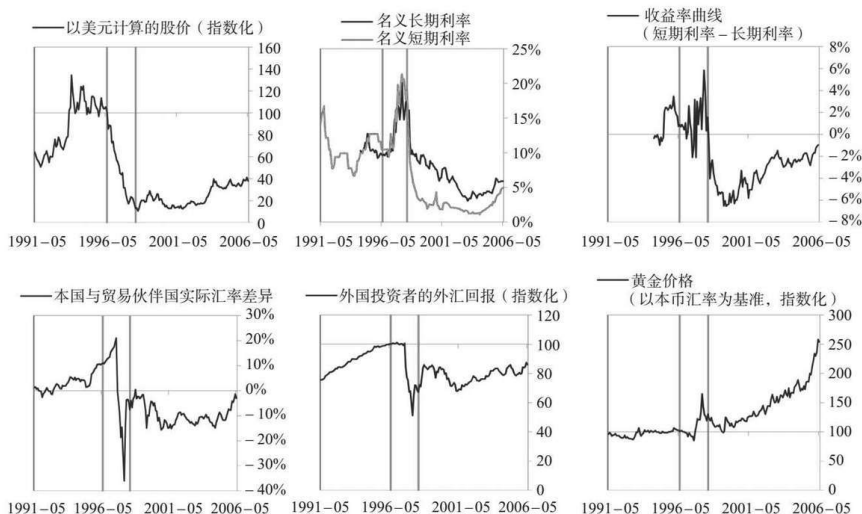
货币政策与财政政策



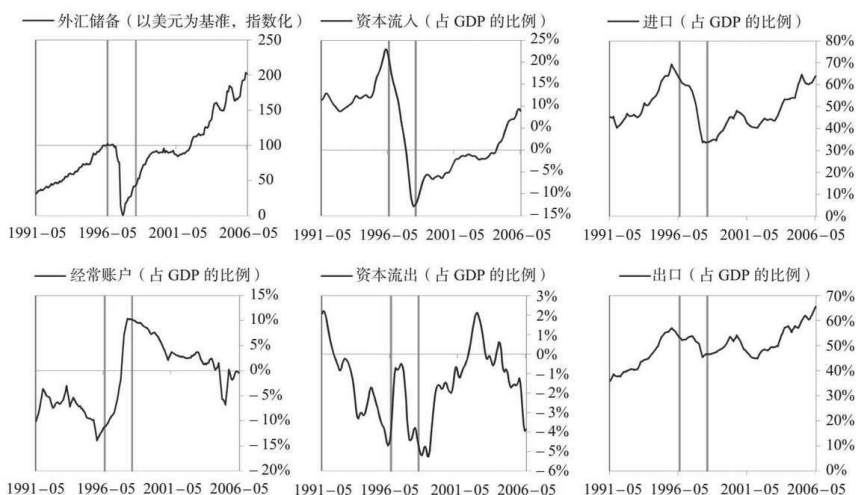
经济状况



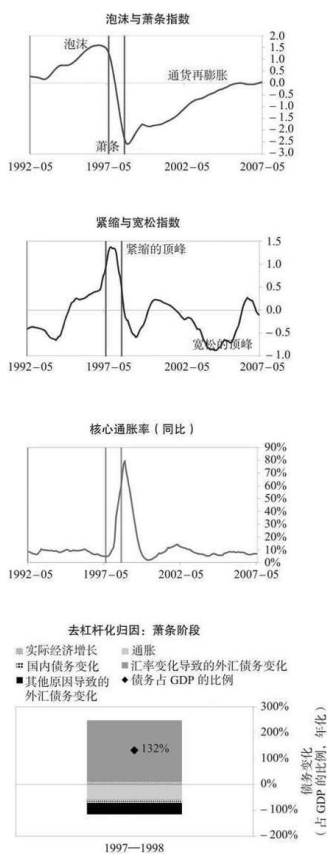
市场状况



国际收支状况



印度尼西亚1994—2012年案例文本自动摘要



如右图所示，1994—2012年，印度尼西亚暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使印度尼西亚暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

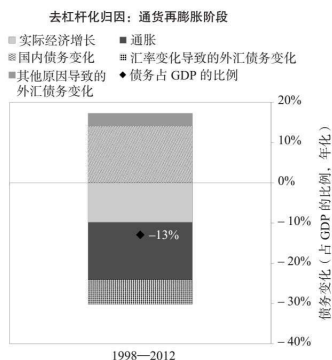
泡沫阶段

1994—1997年，印度尼西亚处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，股市回报丰厚，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。泡沫阶段结束时，印度尼西亚的债务达到危机前的峰值，占GDP的104%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占

GDP的51%)，这使印度尼西亚很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，印度尼西亚的投资流入较少但为正，平均约占GDP的5%，经常账户赤字占GDP的3%。在债务与资金不断增加的支撑下，印度尼西亚经济增长强劲（增速达到7%），经济活力处于高位（GDP缺口达到13%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为12%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。因为印度尼西亚的实际汇率达到了19%的峰值，其竞争力变成一个问题。印度尼西亚面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1997—1998年。高债务水平使印度尼西亚很容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是1997年的亚洲金融危机。印度尼西亚的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的13%），导致货币政策收紧（短期利率上调43%），货币大幅贬值（实际汇率下降110%）。同时，印度尼西亚的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为14%和89%。此外，由于货币疲软，其通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到59%，这与其他类似案例相比是正常水平，尽管当时印度尼西亚仅有约1/4导致通胀螺旋式上升的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是以外币计价的高额债务）。印度尼西亚的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了23%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管印度尼西亚需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例在此期间增加了132%（年化增幅为132%）。

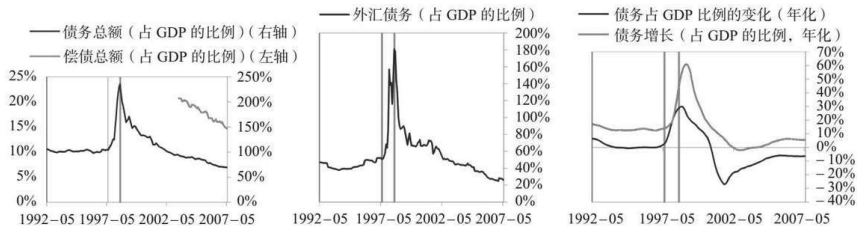


通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，印度尼西亚放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间相对较短。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的4%），提高本国货币的吸引力。印度尼西亚非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，印度尼西亚将银行国有化，提供流动性，并直接购买不良资产。印度尼西亚还受益于一项IMF援助计划。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，印度尼西亚的债务占GDP的比例下降了178%（年化降幅为13%）。债务与收入比率降低的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-90%的低点），印度尼西亚重新获得竞争力。其实际GDP用了5年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在13年内恢复。

印度尼西亚1994—2012年分类图示附录

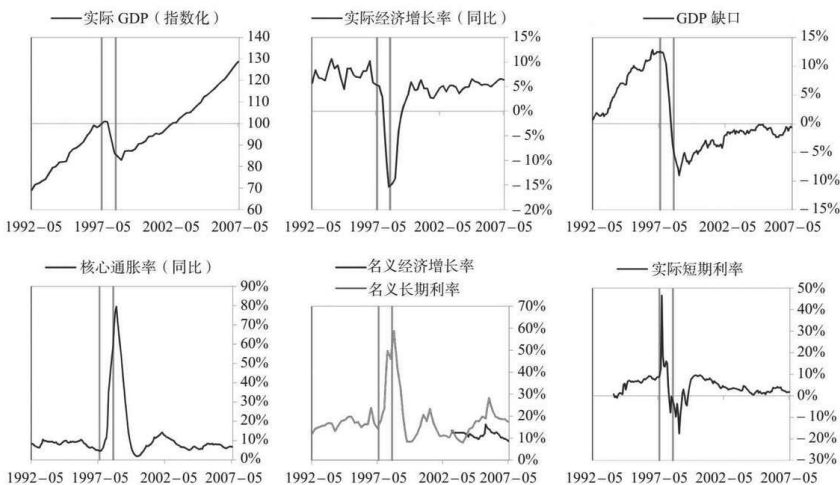
负债状况



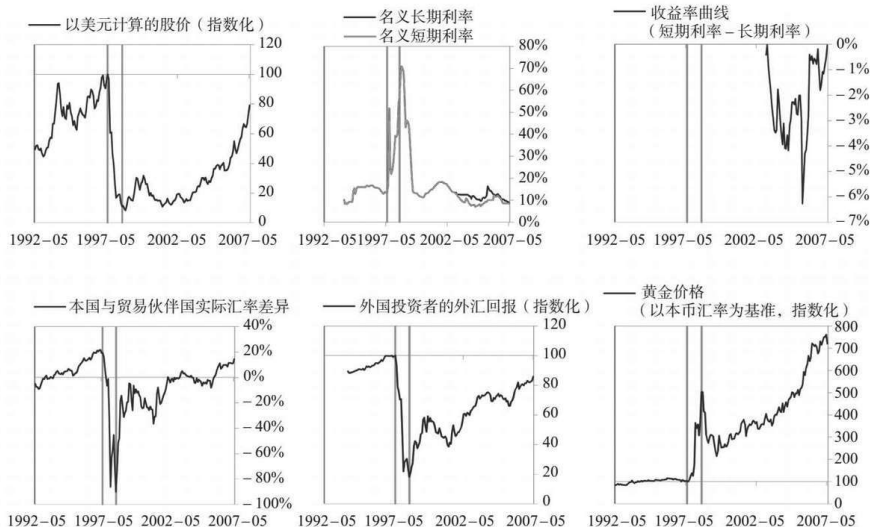
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况



国际收支状况



韩国1994—2001年案例文本自动摘要



如右图所示，1994—2001年，韩国暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使韩国暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

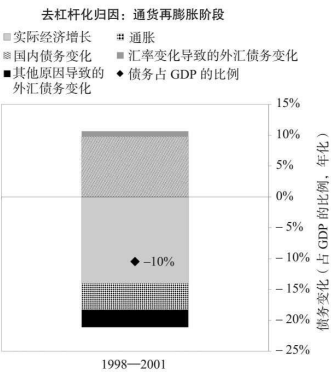
泡沫阶段

1994—1997年，韩国处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在此期间，韩国的债务达到危机前的峰值，占GDP的163%，升幅为GDP的23%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的27%），这使韩国很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，韩国的

投资流入适度强劲，平均约占GDP的8%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的3%。在债务与资金不断增加的支撑下，韩国经济增长强劲（增速达到8%），经济活动处于高位（GDP缺口达到5%的峰值）。韩国面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了一种不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1997—1998年。在危机前的最高峰，韩国的偿债总额达到GDP的42%，这使韩国容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是1997年的亚洲金融危机。韩国的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的9%），导致货币政策紧缩（短期利率上调14%），货币大幅贬值（实际汇率降至-50%）。同时，韩国的GDP、股价和房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为8%、75%和13%，失业率上升6%。由于货币疲软，韩国的通胀率处于温和水平，在萧条阶段最高达到7%，这与其他类似案例相比是较低的水平。这合乎情理，因为当时韩国仅存在约1/4导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是央行的外汇储备较少）。韩国的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了24%），但决策者最终放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管韩国需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例增加了19%（年化增幅为13%）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，韩国放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的7%），提高本国货币的吸引力。韩国非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，韩国将银行国有化，提供流动性，并直接购买问题资产。韩国还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，韩国的债务占GDP的比例下降了25%（年化降幅为10%）。债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速提升，推动名义收入不断增加。同时，由于本国货币贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-17%的低点），韩国重新获得竞争力。其实际GDP用了1.7年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在9年内恢复。

韩国1994—2001年分类图示附录

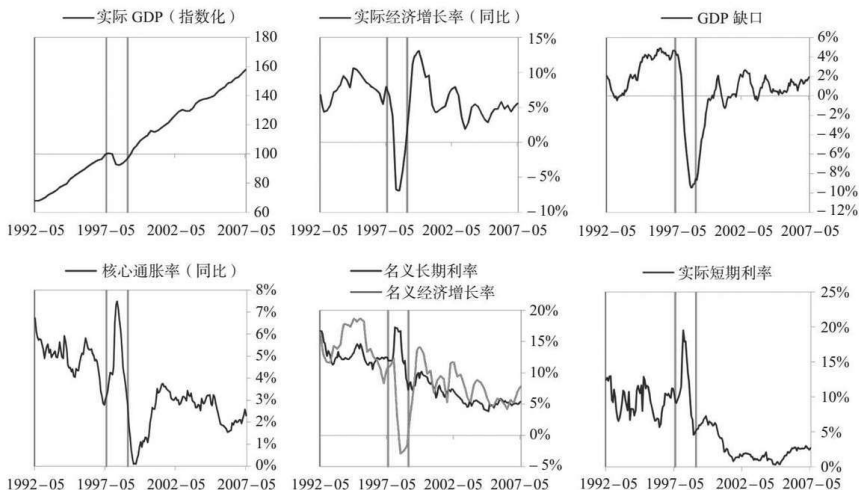
负债状况



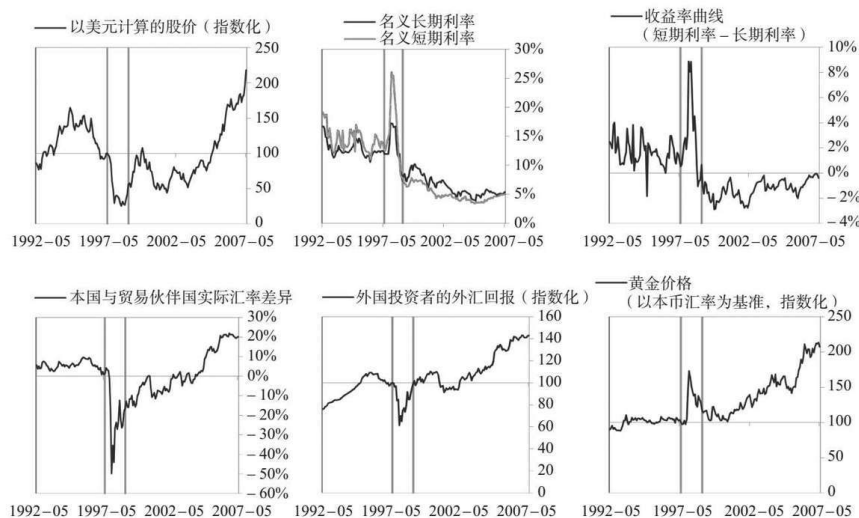
货币政策与财政政策



经济状况

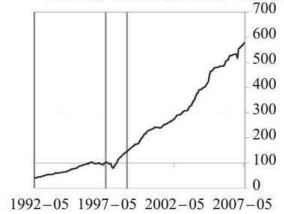


市场状况

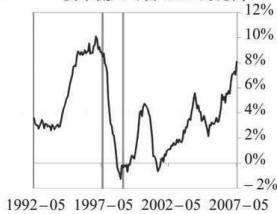


国际收支状况

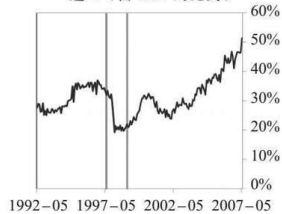
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



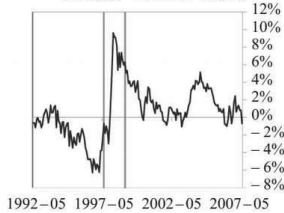
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



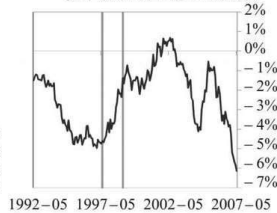
—— 进口（占 GDP 的比例）



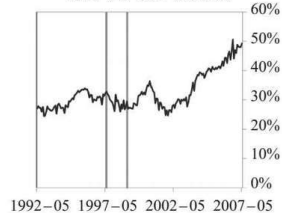
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



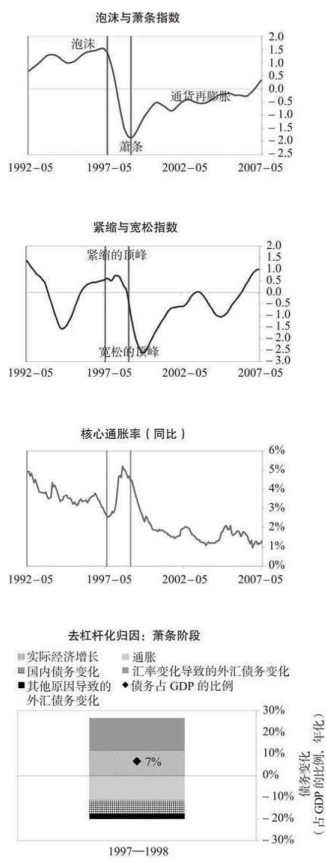
—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



马来西亚1994—2001年案例文本自动摘要



如右图所示，1994—2001年，马来西亚暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使马来西亚暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

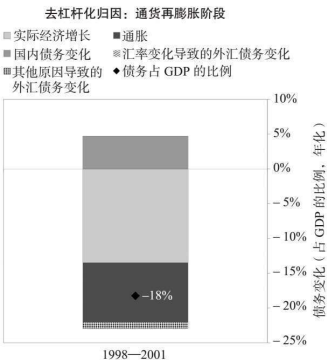
泡沫阶段

1994—1997年，马来西亚处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在此期间，马来西亚的债务达到危机前的峰值，占GDP的212%，升幅为GDP的53%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价

（占GDP的39%），这使马来西亚很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，马来西亚的投资流入适度强劲，平均约占GDP的6%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的8%）。在债务与资金不断增加的支撑下，马来西亚经济增长强劲（增速达到10%），经济活动处于高位（GDP缺口达到9%的峰值）。马来西亚面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1997—1998年。在危机前的最高峰，马来西亚的偿债总额达到GDP的45%，这使马来西亚容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是1997年的亚洲金融危机。马来西亚的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的5%），导致货币政策紧缩（短期利率上调4%），货币大幅贬值（实际汇率下降24%）。同时，马来西亚的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为9%和83%。此外，由于货币疲软，马来西亚的通胀率不断上升，在萧条阶段最高达到5%，这与其他类似案例相比是较低的水平。这合乎情理，因为当时马来西亚仅存在约1/4导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是经常账户赤字）。马来西亚的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了27%），但决策者最终放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管马来西亚需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例增加了10%（年化增幅为7%）。

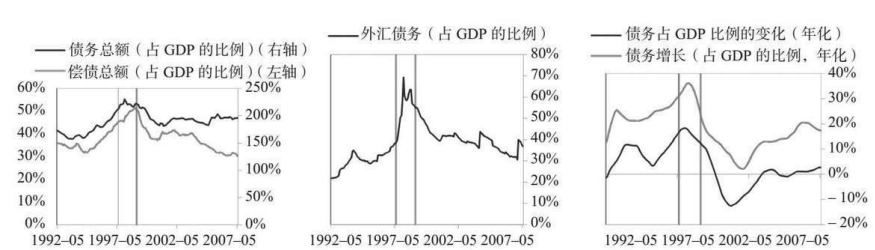


通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，马来西亚放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的19%），提高本国货币的吸引力。马来西亚非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，马来西亚将银行国有化，提供流动性，并直接购买问题资产。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，马来西亚的债务占GDP的比例下降了41%（年化降幅为18%）。债务与收入比率下降的主要原因是，实际经济增速提升，推动名义收入不断增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-9%的低点），马来西亚重新获得竞争力。其实际GDP用了2年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在14年内恢复。

马来西亚1994—2001年分类图示附录

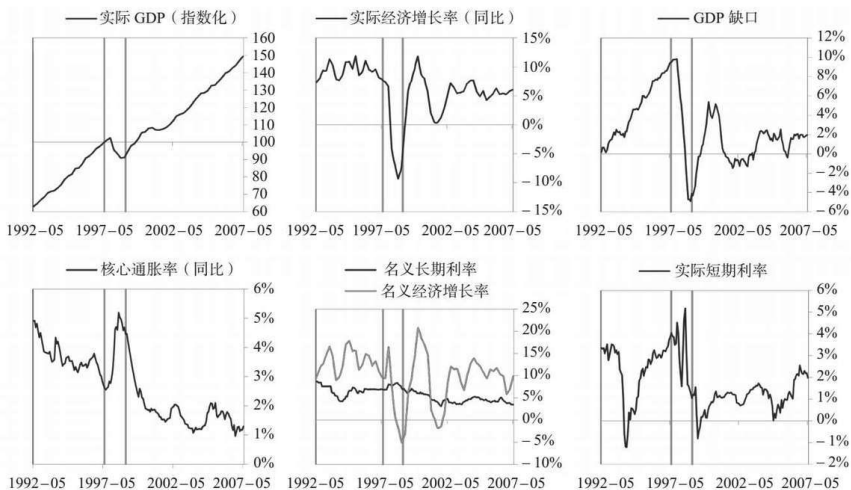
负债状况



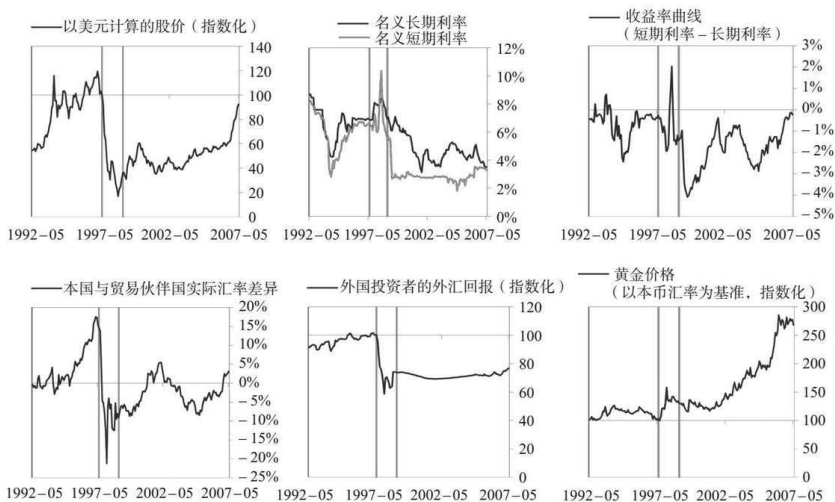
货币政策与财政政策



经济状况

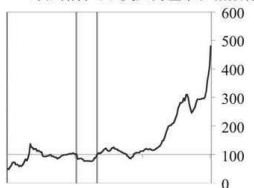


市场状况



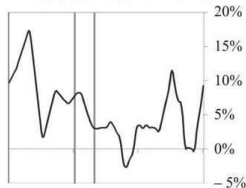
国际收支状况

— 外汇储备 (以美元为基准, 指数化)



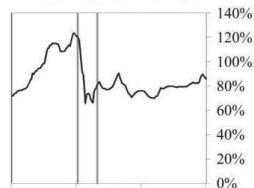
1992-05 1997-05 2002-05 2007-05

— 资本流入 (占 GDP 的比例)



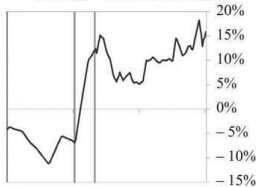
1992-05 1997-05 2002-05 2007-05

— 进口 (占 GDP 的比例)



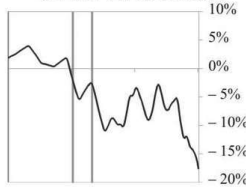
1992-05 1997-05 2002-05 2007-05

— 经常账户 (占 GDP 的比例)



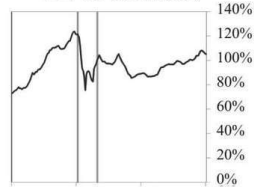
1992-05 1997-05 2002-05 2007-05

— 资本流出 (占 GDP 的比例)



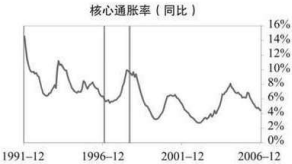
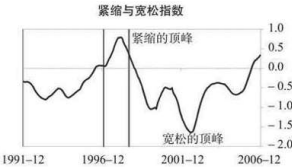
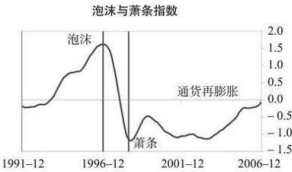
1992-05 1997-05 2002-05 2007-05

— 出口 (占 GDP 的比例)



1992-05 1997-05 2002-05 2007-05

菲律宾1994—2008年案例文本自动摘要



如右图所示，1994—2008年，菲律宾暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使菲律宾暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

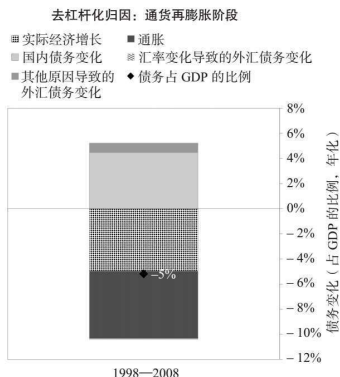
泡沫阶段

1994—1997年，菲律宾处于泡沫阶段。其最显著的特征是，资本流入强劲，货币回报丰厚，这些因素以不可持续的方式发展。在此期间，菲律宾的债务达到危机前的峰值，占GDP的95%，升幅为GDP的12%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的51%），这

使菲律宾很容易受到外资撤出的影响。在泡沫阶段，菲律宾的投资流入强劲，平均约占GDP的12%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的5%）。在债务与资金不断增加的支撑下，菲律宾经济增长强劲（增速达到5%），经济活力适度（GDP缺口达到2%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为8%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。因为菲律宾的实际汇率达到了23%的峰值，其竞争力变成一个问题。菲律宾面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1997—1998年。在危机前的最高峰，菲律宾的偿债总额达到GDP的25%，这使菲律宾容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是1997年的亚洲金融危机。菲律宾的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的19%），导致货币政策紧缩（短期利率上调9%），货币大幅贬值（实际汇率下降29%）。同时，菲律宾的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为3%和79%。由于货币疲软，菲律宾的通胀率处于温和水平且不断上升，在萧条阶段最高达到10%，这与其他类似案例相比是较低的水平。这合乎情理，因为当时菲律宾仅存在约1/4导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是央行的外汇储备较少）。菲律宾的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了60%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管菲律宾需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例增加了24%（年化增幅为15%）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，菲律宾放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的11%），提高本国货币的吸引力。菲律宾比较积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的3个。菲律宾还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，菲律宾的债务占GDP的比例下降了51%（年化降幅为5%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-24%的低点），菲律宾重新获得竞争力。最终，其GDP萎缩仅持续较短时间，以美元计算的股价在16年内恢复。

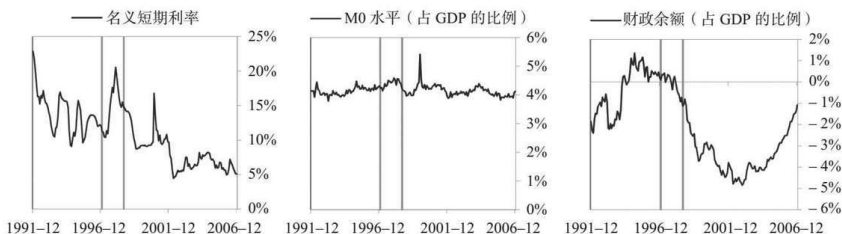
这场危机对菲律宾政局造成显著影响，为约瑟夫·埃斯特拉达上台搭建了舞台，而许多人认为埃斯特拉达是一名民粹主义领导人。

菲律宾1994—2008年分类图示附录

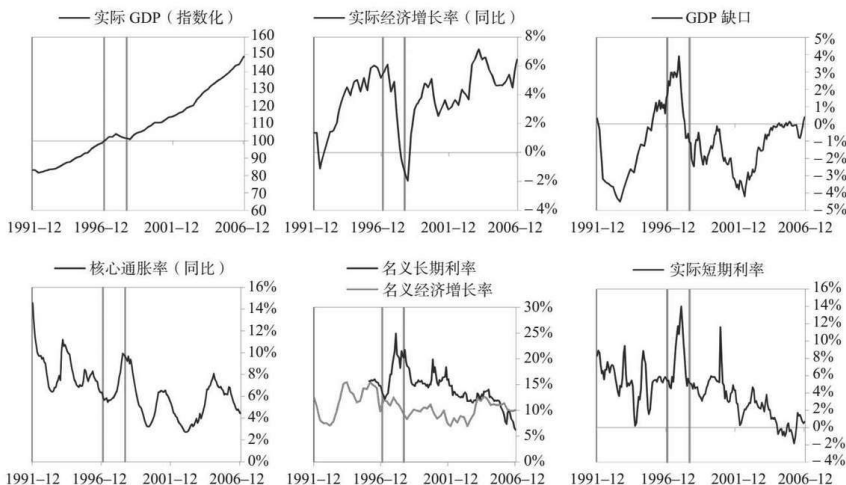
负债状况



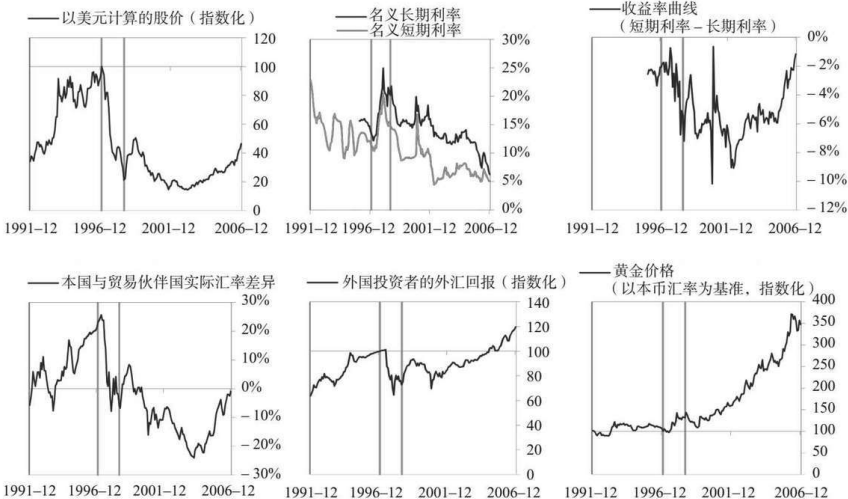
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况



国际收支状况



俄罗斯1996—2006年案例文本自动摘要



如右图所示，1996—2006年，俄罗斯暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使俄罗斯暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

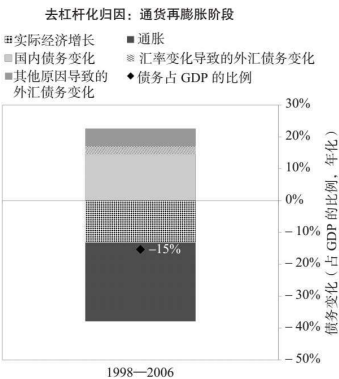
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，俄罗斯没有普遍出现泡沫，但与俄罗斯联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，由于外资以不可持续的方式强劲流入，俄罗斯确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的112%。在本案例中，很

大一部分债务以外币计价（占GDP的38%），这使俄罗斯很容易受到外资撤出的影响。俄罗斯还比较依赖持续流入的外资，在危机前的几年里，投资流入平均为GDP的5%。最终，俄罗斯肩负高额债务，依赖外资流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1997—1998年。在危机前的最高峰，俄罗斯的偿债总额达到GDP的90%，这使俄罗斯容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，1997年亚洲金融危机的影响波及俄罗斯，以及油价下跌。俄罗斯的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的5%），导致货币政策紧缩（短期利率上调逾250%），货币大幅贬值（实际汇率下降72%）。同时，俄罗斯的GDP与股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为10%和85%。由于货币疲软，俄罗斯的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高时达91%，这与其他类似案例相比是很高的水平。这合乎情理，因为当时俄罗斯存在约一半导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是俄罗斯长期忽视对通胀的管控）。俄罗斯的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了55%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管俄罗斯需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了63%（年化增幅为58%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到5%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，俄罗斯放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的8%），提高本国货币的吸引力。俄罗斯非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，俄罗斯将银行国有化，提供流动性，并直接购买问题资产。俄罗斯还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，俄罗斯的债务占GDP的比例下降了119%（年化降幅为15%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-43%的低点），俄罗斯重新获得竞争力。其实际GDP用了1.8年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在6年内恢复。

俄罗斯1996—2006年分类图示附录

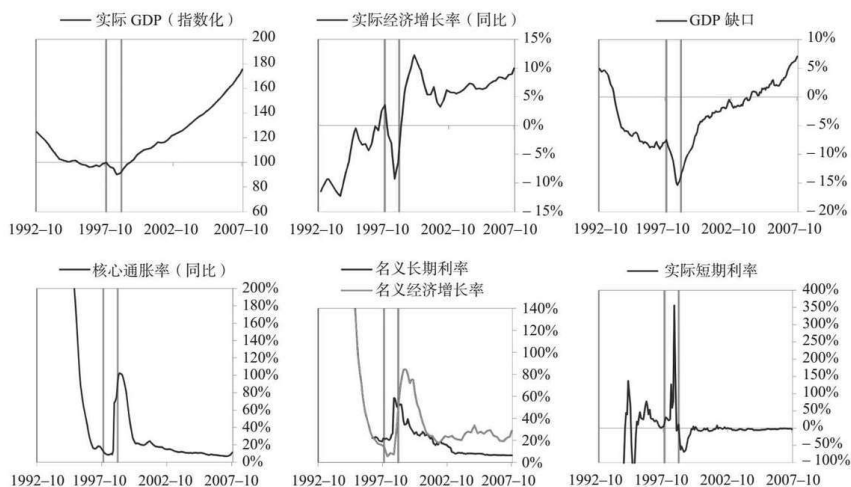
负债状况



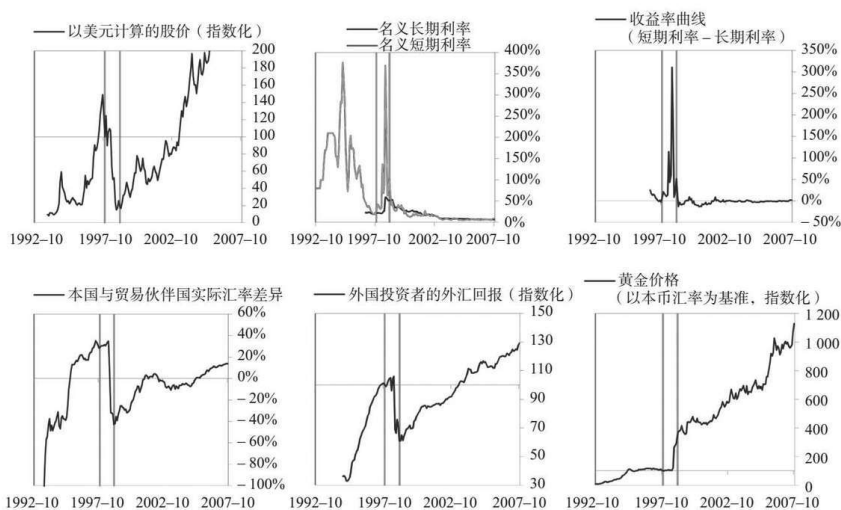
货币政策与财政政策



经济状况

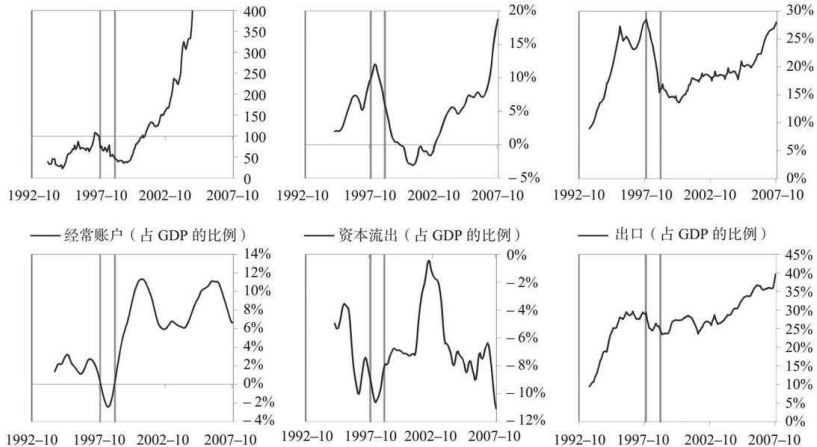


市场状况

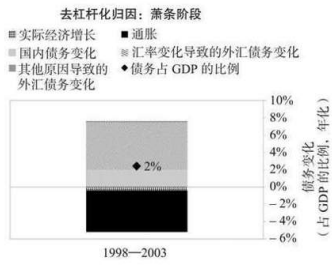
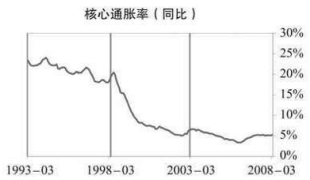
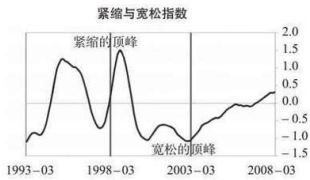
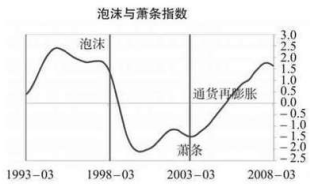


国际收支状况

— 进口 (占 GDP 的比例)



哥伦比亚1995—2008年案例文本自动摘要



如右图所示，1995—2008年，哥伦比亚暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使哥伦比亚暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

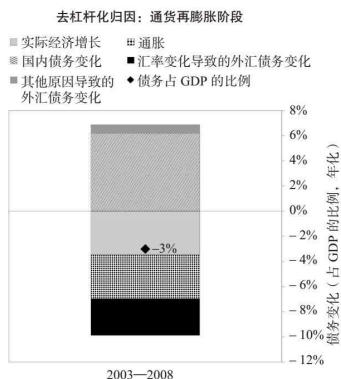
泡沫阶段

1995—1998年，哥伦比亚处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，经济增长强劲，房地产市场回报丰厚，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在泡沫阶段，哥伦比亚的债务达到

危机前的峰值，占GDP的58%，升幅为GDP的11%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的30%），这使哥伦比亚很容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，哥伦比亚投资流入强劲，平均约占GDP的8%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的5%）。在债务与资金不断增加的支撑下，哥伦比亚经济增长强劲（增速达到3%），经济活力处于高位（GDP缺口达到5%的峰值）。因为哥伦比亚的实际汇率达到了16%的峰值，其竞争力变成一个问题。哥伦比亚面临这些泡沫压力，依赖外国资金流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1998—2003年。高债务水平使哥伦比亚容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，1997年的亚洲金融危机影响哥伦比亚。哥伦比亚的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的8%），导致货币政策紧缩（短期利率上调20%），货币大幅贬值（实际汇率下降45%）。同时，哥伦比亚的GDP与股价陷入自我强化式下跌，跌幅分别为7%和66%，失业率上升6%。由于货币疲软，哥伦比亚的通胀率处于温和水平，在萧条阶段最高时达20%，这与其他类似案例相比是较低的水平，尽管当时哥伦比亚存在约一半导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是哥伦比亚长期忽视对通胀的管控）。哥伦比亚的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了37%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管哥伦比亚需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了12%（年化增幅为2%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到5%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，哥伦比亚放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略长于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的5%），提高本国货币的吸引力。哥伦比亚非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，哥伦比亚将银行国有化，提供流动性，并直接购买问题资产。哥伦比亚还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，哥伦比亚的债务占GDP的比例下降了16%（年化降幅为3%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-29%的低点），哥伦比亚重新获得竞争力。其实际GDP用了4年时间达到以前的峰值，以美元计算的股价在7年内恢复。

哥伦比亚1995—2008年分类图示附录

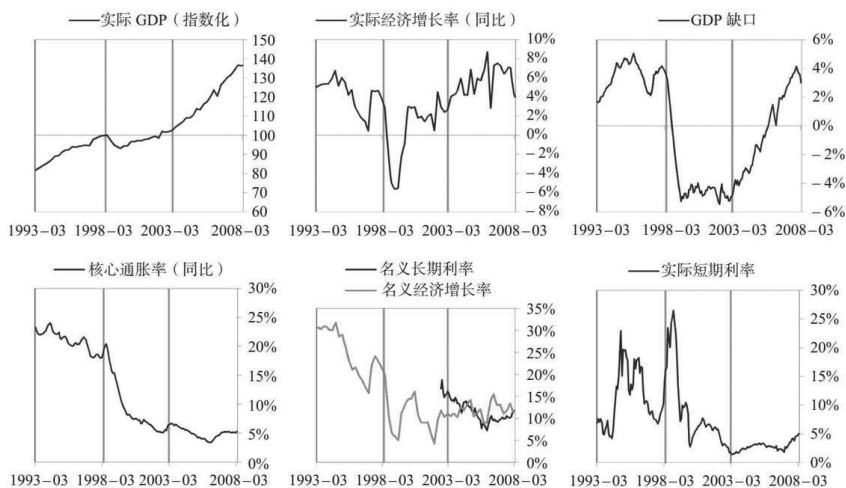
负债状况



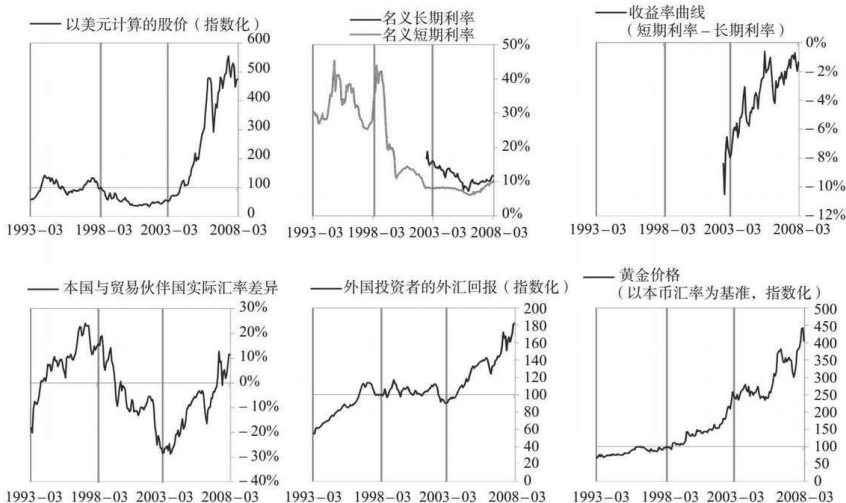
货币政策与财政政策



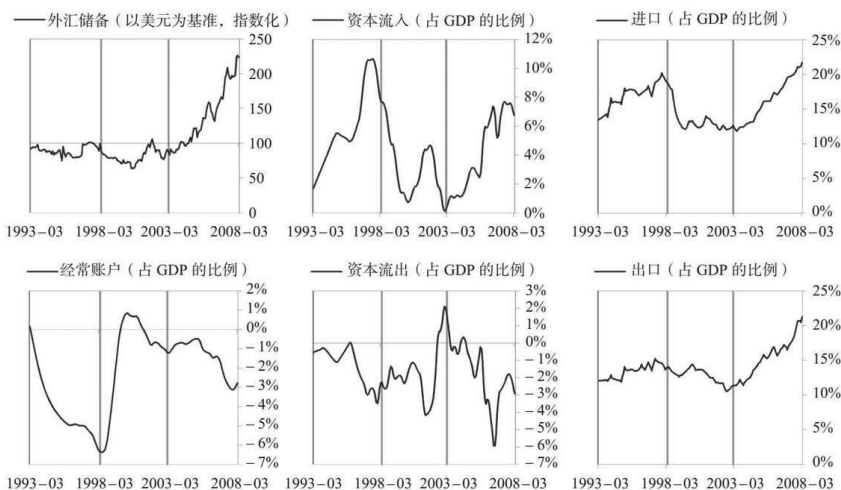
经济状况



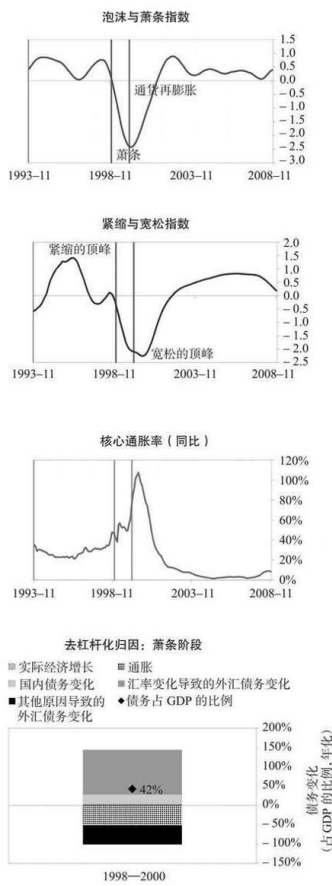
市场状况



国际收支状况



厄瓜多尔1995—2009年案例文本自动摘要



如右图所示，1995—2009年，厄瓜多尔经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

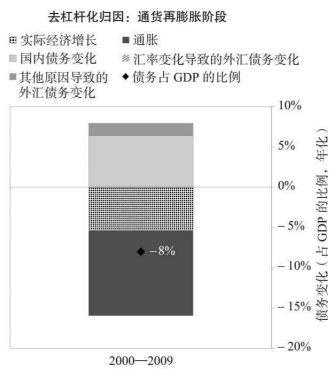
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，厄瓜多尔没有普遍出现泡沫，但与厄瓜多尔联系密切的其他国家、经济体和金融市场出现了泡沫式发展。而且在危机前，厄瓜多尔确实积累了大量债务，债务总额达到GDP的85%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的56%），这使厄瓜多尔很容易受到外资撤出的影响。厄瓜多尔还比较依赖持续流入的外资（危机前的几年里，投资流入平均为GDP的3%），

经常账户赤字占GDP的4%。最终，厄瓜多尔肩负高额债务，依赖外资流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为1998—2000年。高债务水平使厄瓜多尔容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，1997年的亚洲金融危机蔓延至厄瓜多尔。厄瓜多尔的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的11%），导致货币大幅贬值（实际汇率下降60%）。同时，厄瓜多尔的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为6%和62%，失业率上升2%。由于货币疲软，厄瓜多尔的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高时达76%，这与其他类似案例相比是很高的水平。这合乎情理，因为当时厄瓜多尔存在大部分导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是实际短期利率较低）。厄瓜多尔的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了61%），但最终决策者放弃捍卫货币。如右边的去杠杆化归因图所示，尽管厄瓜多尔需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例增加了46%（年化增幅为42%）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，厄瓜多尔放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间相

对较短。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的11%），提高本国货币的吸引力。厄瓜多尔非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的9个。特别是，厄瓜多尔将银行国有化，提供流动性，并直接购买问题资产。厄瓜多尔还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，厄瓜多尔的债务占GDP的比例下降了79%（年化降幅为8%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-55%的低点），厄瓜多尔重新获得竞争力。其实际GDP用了1.8年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在5年内恢复。

这场危机对厄瓜多尔政局造成显著影响，为2003年卢西奥·古铁雷斯上台搭建了舞台，而许多人认为古铁雷斯是一名民粹主义领导人。

厄瓜多尔1995—2009年分类图示附录

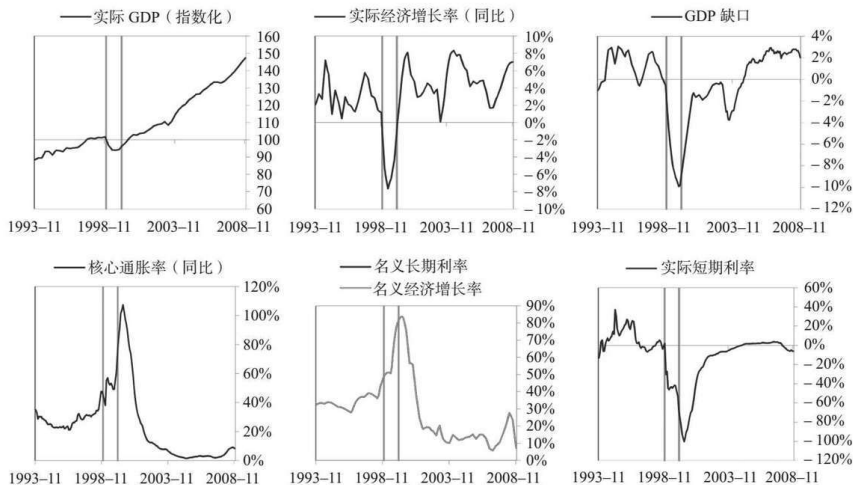
负债状况



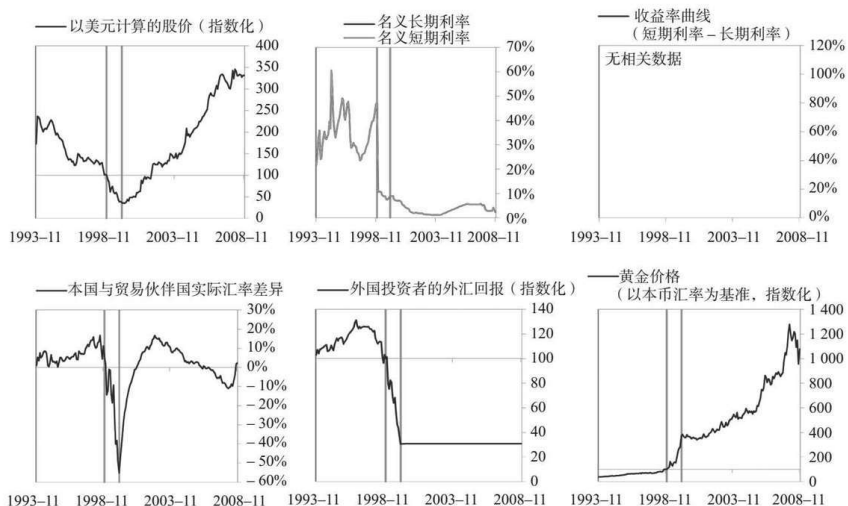
货币政策与财政政策



经济状况

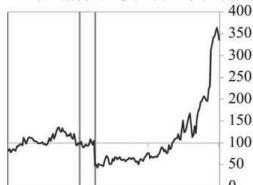


市场状况



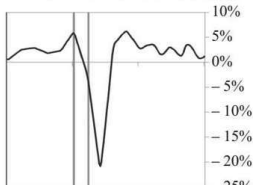
国际收支状况

——外汇储备（以美元为基准，指数化）



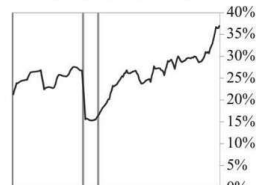
1993-11 1998-11 2003-11 2008-11

——资本流入（占 GDP 的比例）



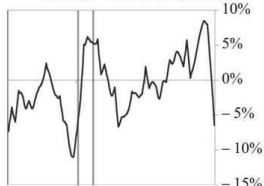
1993-11 1998-11 2003-11 2008-11

——进口（占 GDP 的比例）



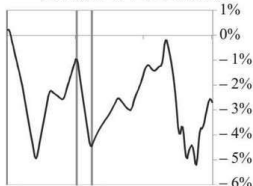
1993-11 1998-11 2003-11 2008-11

——经常账户（占 GDP 的比例）



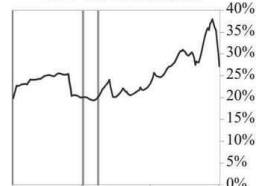
1993-11 1998-11 2003-11 2008-11

——资本流出（占 GDP 的比例）



1993-11 1998-11 2003-11 2008-11

——出口（占 GDP 的比例）



1993-11 1998-11 2003-11 2008-11

土耳其1997—2003年案例文本自动摘要



如右图所示，1997—2003年，土耳其经历了典型的通胀性去杠杆化周期。

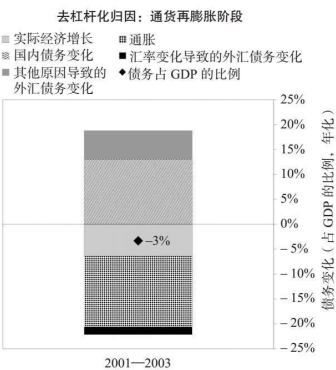
泡沫阶段

1997—2000年，土耳其处于泡沫阶段。债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素促成一个自我强化的泡沫周期。在泡沫阶段，土耳其的债务达到危机前的峰值，占GDP的60%，升幅为GDP的17%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的46%），这使土耳其很容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，土耳其投资流入较少但为正，平均约占GDP的3%。在债务与资金不断增加的支撑下，土

其经济温和增长（增速达到2%），经济活力处于高位（GDP缺口达到9%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为22%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。土耳其面临这些泡沫压力，而且依赖外资流入，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为2000—2001年。在危机前的最高峰，土耳其的偿债总额达到GDP的30%，这使土耳其容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是政治动荡和暴力事件的发生。土耳其的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的10%），导致货币政策收紧（短期利率上调157%），货币大幅贬值（实际汇率下降12%）。同时，土耳其的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为10%和78%，失业率上升3%。由于货币疲软，土耳其的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高达到62%，这与其他类似案例相比是很高的水平。这合乎情理，因为当时土耳其存在大部分导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是土耳其长期忽视对通胀的管控）。土耳其的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了100%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管土耳其需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了9%（年化增幅为6%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到11%的峰值）。

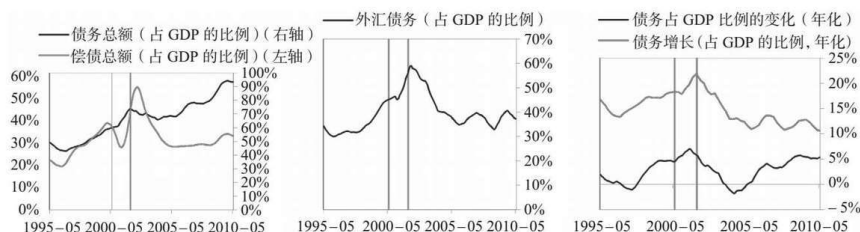


通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，土耳其放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的5%），提高本国货币的吸引力。土耳其非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的7个。特别是，土耳其将银行国有化，提供流动性，并直接购买问题资产。土耳其还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，土耳其的债务占GDP的比例下降了6%（年化降幅为3%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-18%的低点），土耳其重新获得竞争力。其实际GDP用了2年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在6年内恢复。

土耳其1997—2003年分类图示附录

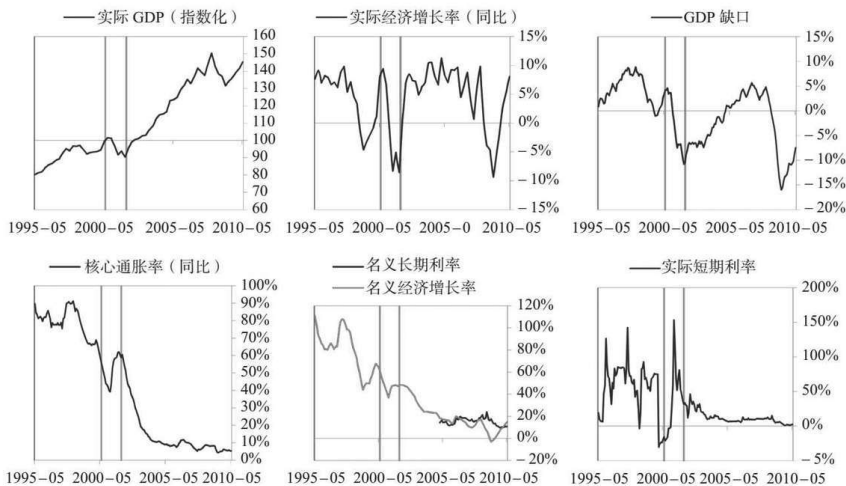
负债状况



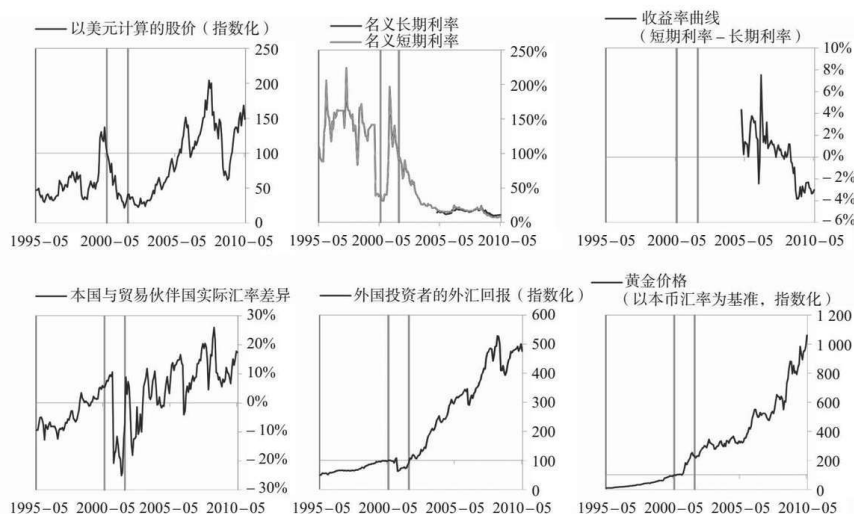
货币政策与财政政策



经济状况

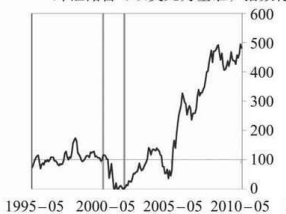


市场状况

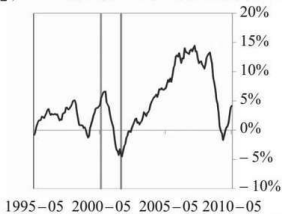


国际收支状况

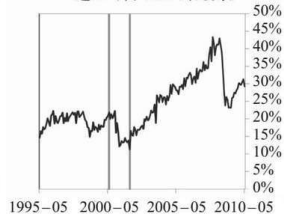
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



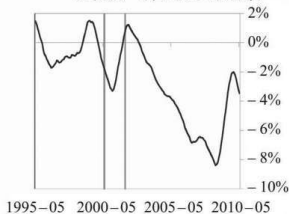
——资本流入（占 GDP 的比例）



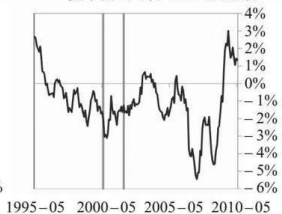
——进口（占 GDP 的比例）



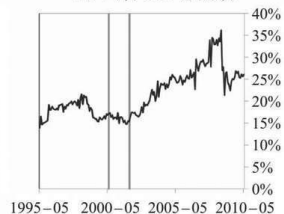
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



阿根廷1998—2012年案例文本自动摘要



如右图所示，1998—2012年，阿根廷暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使阿根廷暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

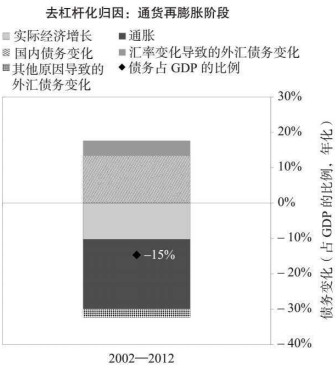
泡沫阶段

1998—2001年，阿根廷处于泡沫阶段。其最显著的特征是，资本流入强劲，货币回报丰厚，这些因素以不可持续的方式发展。到泡沫阶段结束时，阿根廷的债务达到危机前的峰值，占GDP的78%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的47%），这使阿根廷很容易受到大量外资撤出的影响。在这一阶段，阿根廷投资流入强劲，平均约

占GDP的11%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的5%）。阿根廷经济增长疲软（增速为0%），但经济活动处于高位（GDP缺口达到9%的峰值）。因为阿根廷的实际汇率达到了39%的峰值，其竞争力变成一个问题。阿根廷面临这些泡沫压力，依赖外资流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了一种不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为2001—2002年。高债务水平使阿根廷容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是，20世纪90年代末发生于其他新兴经济体的金融危机波及阿根廷。阿根廷的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的10%），导致货币政策收紧（短期利率上调173%），货币大幅贬值（实际汇率下降77%）。同时，阿根廷的GDP与股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为15%和82%，失业率上升3%。由于货币疲软，阿根廷的通胀率高企且不断上升，在萧条阶段最高时达到32%，这与其他类似案例相比是正常水平。这合乎情理，因为当时阿根廷存在约一半导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是阿根廷长期忽视对通胀的管控）。阿根廷的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了66%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管阿根廷需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了118%（年化增幅为62%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到4%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，阿根廷放弃了钉住汇率制度，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的7%），提高本国货币的吸引力。阿根廷非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，阿根廷将银行国有化，并提供流动性。阿根廷还受益于一项IMF援助计划，并实施了结构性改革，旨在增强劳动力市场的灵活性。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，阿根廷的债务占GDP的比例下降了140%（年化降幅为15%），其主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，其实际汇率跌至-42%的低点），阿根廷重新获得竞争力。其实际GDP用了5年时间达到之前的峰值，以美元计算的股价在7年内恢复。

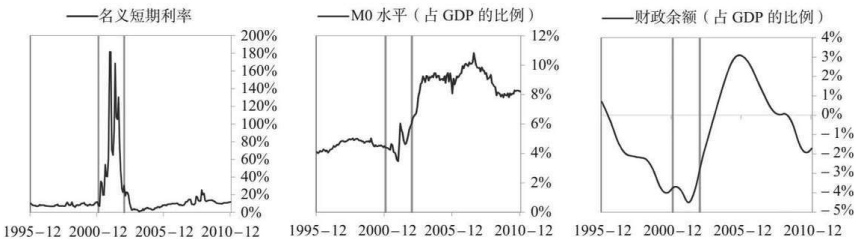
这场危机对阿根廷政局造成显著影响，为爱德华多·杜阿尔德上台搭建了舞台，而许多人认为杜阿尔德是一名民粹主义领导人。

阿根廷1998—2012年分类图示附录

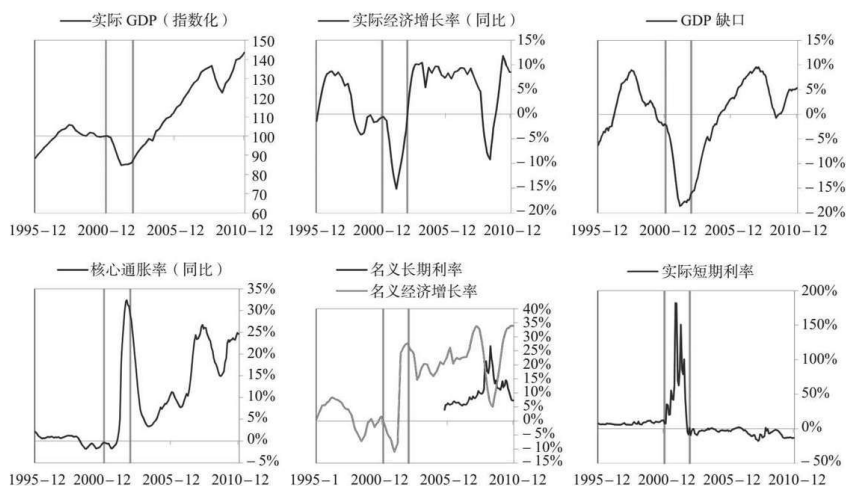
负债状况



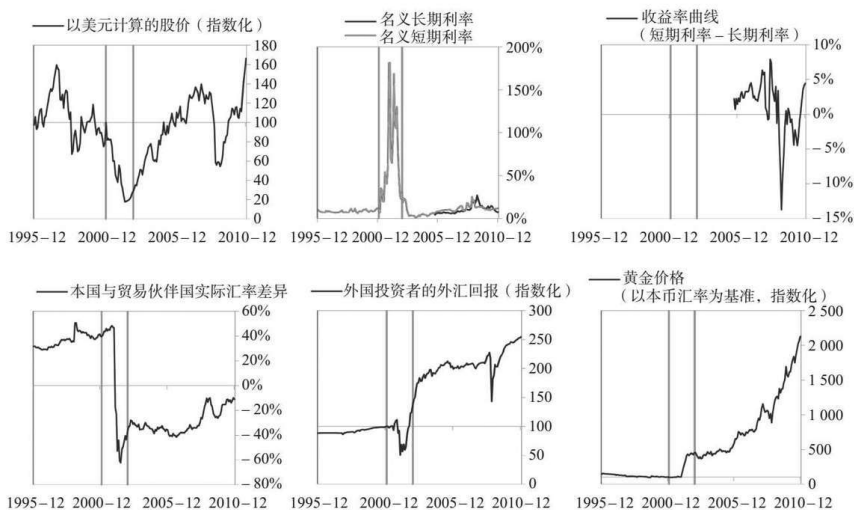
货币政策与财政政策



经济状况

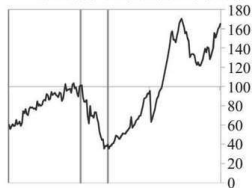


市场状况

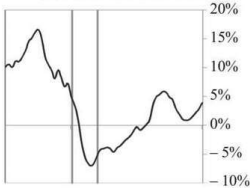


国际收支状况

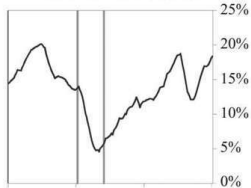
—— 外汇储备（以美元为基准，指数化）



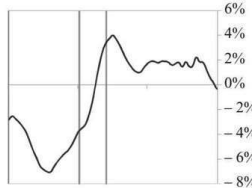
—— 资本流入（占 GDP 的比例）



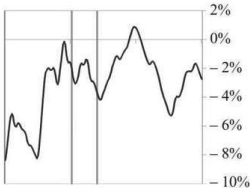
—— 进口（占 GDP 的比例）



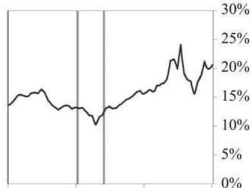
—— 经常账户（占 GDP 的比例）



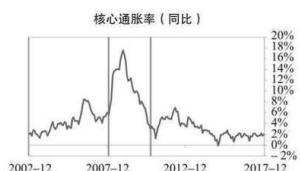
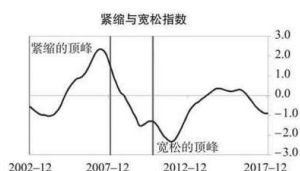
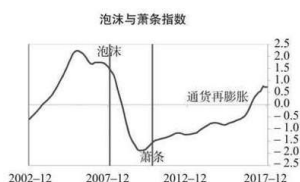
—— 资本流出（占 GDP 的比例）



—— 出口（占 GDP 的比例）



冰岛2005—2016年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2016年，冰岛暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使冰岛暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

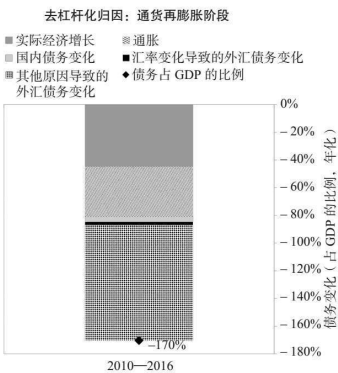
泡沫阶段

2005—2008年，冰岛处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，股市回报丰厚，经济增长强劲，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。在泡沫阶段，冰岛的债务达到危机前的峰值，占GDP的1 173%，升幅为GDP的565%。在本案例中，很大一部分债务

以外币计价（占GDP的691%），这使冰岛很容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，冰岛的投资流入强劲，平均约占GDP的37%，这有助于其填补经常账户缺口（此时的经常账户赤字占GDP的18%）。在债务与资金不断增加的支撑下，冰岛经济增长强劲（增速达到7%）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为12%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。冰岛面临这些泡沫压力，依赖外资流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为2008—2010年。高债务水平使冰岛容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机。冰岛的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的49%），导致货币政策收紧（短期利率上调4%），货币大幅贬值（实际汇率下降29%）。同时，冰岛的GDP、股价与房价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为11%、96%和15%，失业率上升5%。由于货币疲软，冰岛的通胀率处于温和水平，在萧条阶段最高时达18%，这与其他类似案例相比是较低的水平。这合乎情理，因为当时冰岛只存在约1/4导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是以外币计价的高额债务）。冰岛的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了18%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管冰岛需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了122%（年化增幅为46%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到5%的峰值）。



通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略长于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，减少进口支出（经常账户余额增幅为GDP的13%），提高本国货币的吸引力。冰岛非常积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的6个。特别是，冰岛将银行国有化，并提供流动性。冰岛还受益于一项IMF援助计划。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，冰岛的债务占GDP的比例下降了1037%（年化降幅为170%）。债务与收入比率降低的主要原因是，实际经济增速提升带来的收入增加以及债务的全面削减。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-22%的低点），冰岛重新获得竞争力。其实际GDP用了8年时间达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

冰岛2005—2016年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

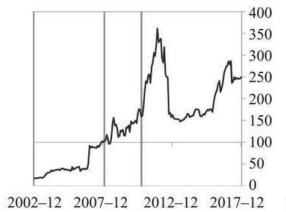


市场状况

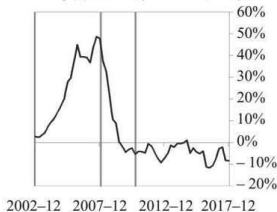


国际收支状况

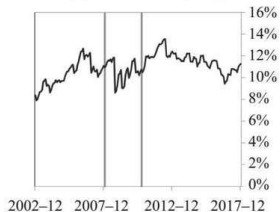
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



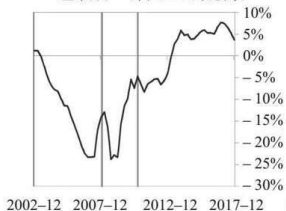
——资本流入（占 GDP 的比例）



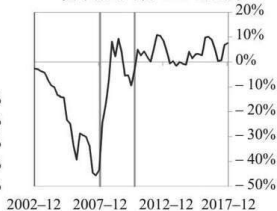
——进口（占 GDP 的比例）



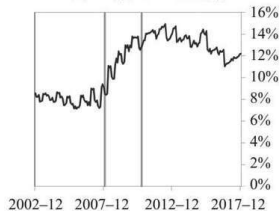
——经常账户（占 GDP 的比例）



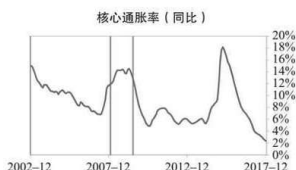
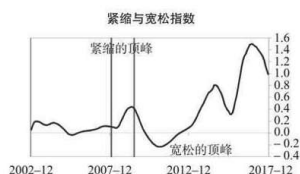
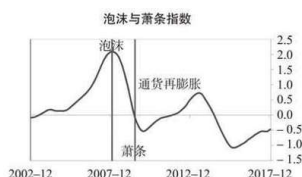
——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



俄罗斯2005—2011年案例文本自动摘要



如右图所示，2005—2011年，俄罗斯暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使俄罗斯暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

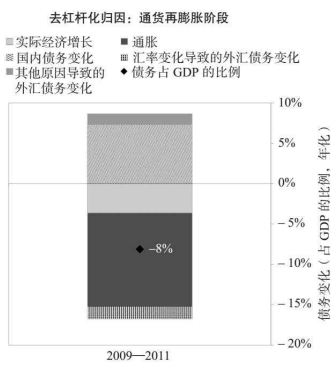
泡沫阶段

2005—2008年，俄罗斯处于泡沫阶段。大量资本流入，债务不断增加，经济增长强劲，资产回报丰厚，这些因素以不可持续的方式促成一个自我强化的泡沫周期。泡沫阶段结束时，俄罗斯的债务达到危机前的峰值，占GDP的66%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占

GDP的21%)，这使俄罗斯很容易受到外资撤出的影响。在这一阶段，俄罗斯投资流入强劲，平均约占GDP的10%。在债务与资金不断增加的支撑下，俄罗斯经济增长强劲（增速达到8%），经济活力处于高位（GDP缺口达到8%的峰值）。此外，股票在泡沫阶段的平均年化回报率为46%，高资产回报率鼓励更多借债，刺激经济增长。俄罗斯面临这些泡沫压力，依赖外资流入，相关国家的经济状况恶化，这些因素共同促成了不可持续的发展局势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为2008—2009年。高债务水平使俄罗斯容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是2008年全球金融危机及与之相伴的油价暴跌。俄罗斯的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的21%），导致货币政策收紧（短期利率上调19%），货币大幅贬值（实际汇率下降21%）。同时，俄罗斯的GDP和股价均陷入自我强化式下跌，跌幅分别为8%和71%，失业率上升3%。由于货币疲软，俄罗斯的通胀率处于温和水平且不断上升，在萧条阶段最高时达15%，这与其他类似案例相比是较低的水平。这合乎情理，因为当时俄罗斯仅存在约1/4导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是俄罗斯长期缺乏对通胀的管控）。俄罗斯的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了44%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管俄罗斯需要去杠杆化，但部分由于货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），债务占GDP的比例增加了17%（年化增幅为12%）。

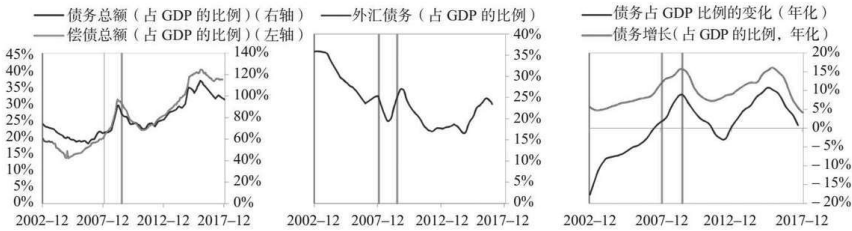


通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，提高本国货币的吸引力。俄罗斯积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的4个。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，俄罗斯的债务占GDP的比例下降了14%（年化降幅为8%）。债务与收入比率下降的主要原因是名义收入增加。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至11%的低点），俄罗斯重新获得竞争力。其实际GDP用了3年时间达到之前的峰值，但以美元计算的股价至今尚未完全恢复。

俄罗斯2005—2011年分类图示附录

负债状况



货币政策与财政政策



经济状况

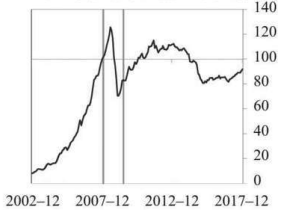


市场状况

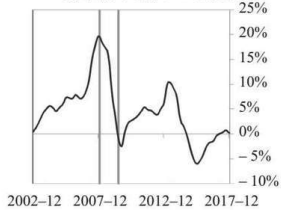


国际收支状况

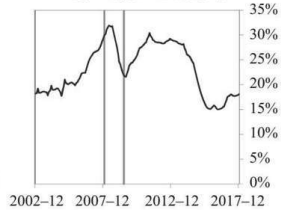
——外汇储备（以美元为基准，指数化）



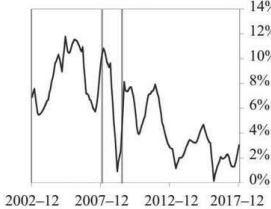
——资本流入（占 GDP 的比例）



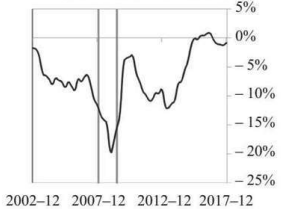
——进口（占 GDP 的比例）



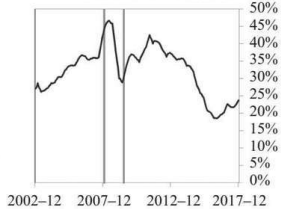
——经常账户（占 GDP 的比例）



——资本流出（占 GDP 的比例）



——出口（占 GDP 的比例）



俄罗斯2012—2016年案例文本自动摘要



如右图所示，2012—2016年，俄罗斯暂时处于通胀性去杠杆化周期。这是一个国家在面临外部压力时“任其货币浮动”的典型例子。虽然这使俄罗斯暂时出现了一定程度的通胀，但最终为决策者设定利率提供了更大的灵活性。

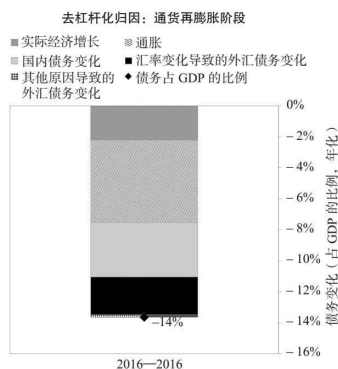
泡沫阶段

与许多其他案例不同，在危机爆发前的几年里，俄罗斯没有普遍出现泡沫，但由于外资以不可持续的方式强劲流入，俄罗斯确实积累了大量债务。在杠杆化期间，债务达到危机前的峰值，占GDP的89%，升幅为GDP的19%。在本案例中，很大一部分债务以外币计价（占GDP的

15%)，这使俄罗斯很容易受到外资撤出的影响。俄罗斯还比较依赖持续流入的外资，在危机前的几年里，投资流入平均为GDP的6%。最终，俄罗斯肩负高额债务，依赖外资流入，这些因素共同促成了不可持续的发展走势。

萧条阶段

最终，形势出现逆转，导致了自我强化的经济萧条和国际收支危机/货币危机，持续时间为2014—2016年。在危机前的最高峰，俄罗斯的偿债总额达到GDP的32%，这使俄罗斯容易受到冲击伤害，而此时其面临的冲击是油价下跌。俄罗斯的外资流入减少（资本流入降幅为GDP的8%），导致货币政策紧缩（短期利率上调7%），货币大幅贬值（实际汇率下降30%）。同时，俄罗斯的GDP与股价陷入自我强化式下跌，跌幅分别为4%和46%。由于货币疲软，俄罗斯的通胀率处于温和水平，在萧条阶段最高时达18%，这与其他类似案例相比是较低的水平。这合乎情理，因为当时俄罗斯仅存在约1/4导致更大规模螺旋式通胀的典型“风险因素”（其中最大的风险因素是俄罗斯长期忽视对通胀的管控）。俄罗斯的金融机构也面临巨大压力。央行动用了外汇储备来维持货币稳定（外汇储备减少了26%），但最终决策者放弃捍卫货币。如上页中的去杠杆化归因图所示，尽管俄罗斯需要去杠杆化，但其债务占GDP的比例增加了19%（年化增幅为9%），原因是货币贬值（这导致以外币计价的偿债负担加重），以及政府需要举借新债应对危机（财政赤字占GDP的比例达到4%的峰值）。



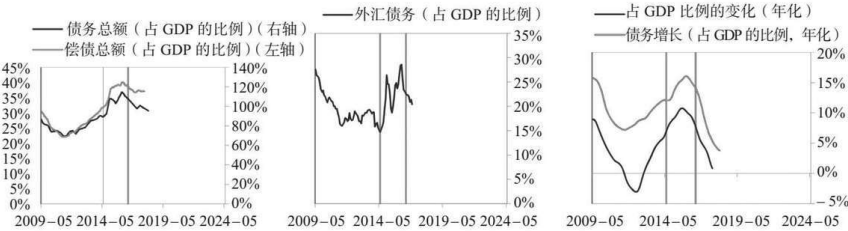
通货再膨胀阶段

国际收支危机/货币危机的演变主要取决于决策者如何处理不良资

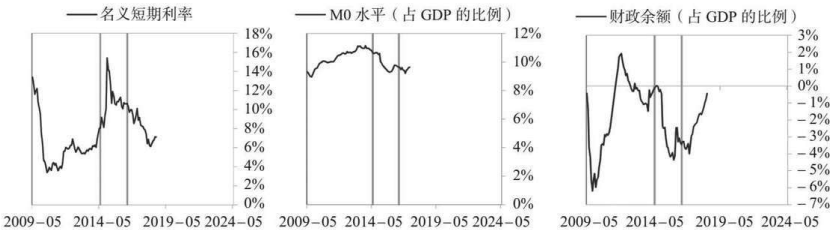
本流动：是允许金融环境收紧（这往往是解决危机的必要措施，但会带来痛苦），还是通过印钞弥补资金外流（这可能导致通胀）。在本案例中，痛苦的去杠杆化阶段的持续时间略短于平均水平。之后，决策者实施了充足的紧缩政策，提高本国货币的吸引力。俄罗斯积极地管控金融机构和处理坏账，使用了9个典型政策工具中的4个。如左边的去杠杆化归因图所示，在这段调整时期，俄罗斯的债务占GDP的比例下降了7%（年化降幅为14%）。债务与收入比率下降的主要原因是债务削减和收入增加的平衡组合。同时，由于本国货币大幅贬值（在这段和谐的去杠杆化时期，实际汇率跌至-17%的低点），俄罗斯重新获得竞争力。其实际GDP至今尚未达到之前的峰值，以美元计算的股价也尚未完全恢复。

俄罗斯2012—2016年分类图示附录

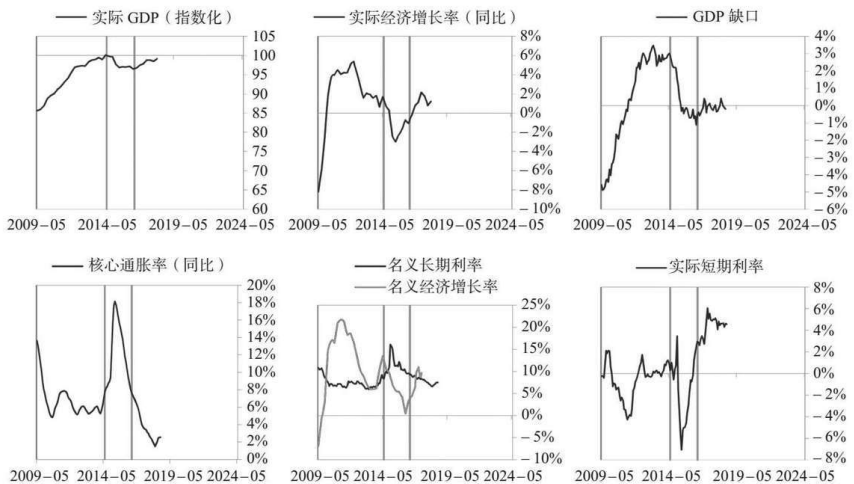
负债状况



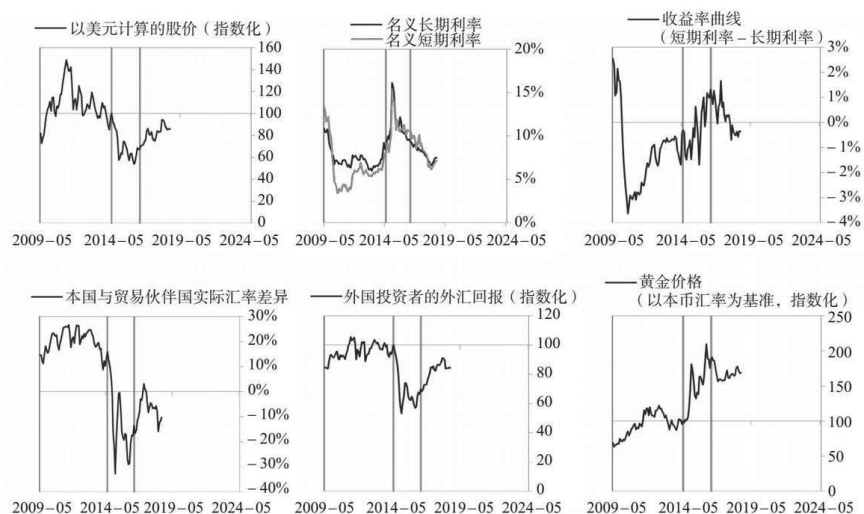
货币政策与财政政策



经济状况



市场状况



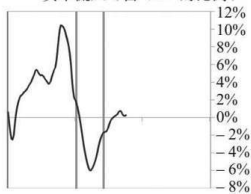
国际收支状况

——外汇储备（以美元为基准，指数化）



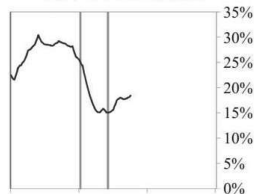
2009-05 2014-05 2019-05 2024-05

——资本流入（占 GDP 的比例）



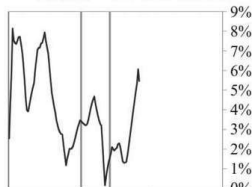
2009-05 2014-05 2019-05 2024-05

——进口（占 GDP 的比例）



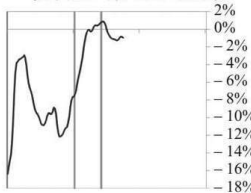
2009-05 2014-05 2019-05 2024-05

——经常账户（占 GDP 的比例）



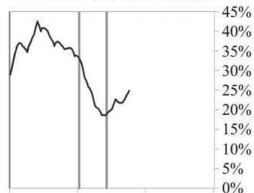
2009-05 2014-05 2019-05 2024-05

——资本流出（占 GDP 的比例）



2009-05 2014-05 2019-05 2024-05

——出口（占 GDP 的比例）



2009-05 2014-05 2019-05 2024-05

附录

宏观审慎政策

通常情况下，央行应该为整体经济制定统一的货币政策（通过银行为经济广泛提供资金和信贷，而无须指定发放对象），而财政政策的决策者应该妥善分配财政资金。宏观审慎政策是央行通过监管机构以某种方式引导信贷的工具。央行之所以需要采取宏观审慎的货币政策，是因为信贷增长存在差异：当一个领域出现信贷泡沫时，另一个领域可能面临信贷短缺。如果决策者需要减少出现泡沫领域的信贷供应，并将信贷引向其他领域，可通过实施宏观审慎政策来实现。例如，一项典型的逆周期宏观审慎政策是，当房地产市场陷入萧条时增加购房便利（例如，强制性降低信贷标准，或降低首付），当房地产市场出现泡沫时加大购房难度（实施相反的政策）。

通过监管机构引导信贷，宏观审慎政策可以产生类似于财政政策的效果：牺牲一些人的利益，而让另一些人获益。尽管央行通常避免采取此类措施，但在去杠杆化进程中，经济体的管理者面临巨大挑战，因此宏观审慎政策成为货币政策的重要辅助工具。例如，即使整体经济仍处在复苏阶段，量化宽松政策往往会使一些经济领域出现泡沫，尤其是在资产市场。在大萧条和二战时期，各国央行采取宏观审慎措施，减少局部领域的泡沫，同时保持总体货币政策宽松，为整体经济提供充分的支撑。

宏观审慎政策并不是新型货币政策工具。事实上，自现代货币政策产生以来，宏观审慎政策一直都是央行和监管机构的一项基本工具。例如，美联储自成立以来已23次改变持股的保证金要求。在股市大幅上涨或信贷过剩时期，美联储通常收紧要求；在股市处于熊市或信贷低迷时期，美联储通常会放松要求。[\[1\]](#)从20世纪90年代初到21世纪前10年的中期，宏观审慎政策被使用得较少[\[2\]](#)，但这段时期在历史上并非常态。近年来，各国央行与监管机构都重新认识到，宏观审慎政策是管理经济的重要工具。

（通过考察美国的宏观审慎政策历史，我们得出）决策者通常在以下情形中采用宏观审慎工具。

当调息逐步丧失其作为货币政策工具的效力时。

· 经济体需要加大刺激力度，但在零利率情况下，货币政策进一步宽松的空间有限。

· 整体经济不需要紧缩，但某个或某些领域需要紧缩。此时不宜上调利率，因为这会妨碍整体经济增长。

当决策者需要将信贷从出现泡沫的资产/贷款领域引向信贷紧缺的领域，需要同时采用不同的政策组合时。

· 以下措施旨在调节信贷需求：

——改变所需的贷款与价值比率；

——改变所需的偿债总额与收入比率；

——改变贷款期限；

——改变购买金融资产的保证金要求；

——通过利率补贴、税收政策或其他法规，改变贷款成本。

· 以下措施旨在调节信贷供应：

——改变特定类型贷款的资本或准备金要求；

——改变金融机构可持有的资产组合；

——改变不同资产的会计准则；

——金融机构监管者对特定贷款行为施加压力；

——制定利率或贷款利率上限及其他限制。

当美联储、国会、行政部门和监管机构之间相互协调时。

· 最成功的情况是，政府不同部门之间协调行动。国会议员和行政部门通常要为包括美联储在内的不同政府机构提供政策管理的工具和空间。

· 设立新机构，推行政策规定，并监督其进展。

不同政策会产生不同的效果，一些政策更为有效，另一些则会产生间接的不良影响。在最成功的案例中，决策者反复尝试，进行灵活调整。

· 在最成功的案例中，行之有效的政策往往被长期沿用或进一步扩大适用范围，而不成功的政策则在几个月内就被终止。

· 有些政策导致了扭曲性的间接影响，决策者需要快速终止这些政策，但其成效不尽相同，以致有些政策持续了多年（例如Q条例）。

· 随着金融体系的发展，不同政策工具的成本与收益权衡发生变化，因而决策者依赖的工具组合不断更新。

· 如果金融创新使投资者更容易绕过某些政策（例如，投资者使用新方法加大杠杆率，新兴金融机构涌现），决策者就会改变或放弃这些政策。

有关宏观审慎政策的疑问

从不同的案例可以看出，在实施宏观审慎政策时，决策者产生了各种疑问。下文将详细讨论这些疑问，并给出一些历史案例。

哪些经济部门出现了泡沫？在多大程度上可以确定这是泡沫？

· 在不同历史时期，决策者采取了不同方法应对泡沫。

——1935—1936年，由于股价快速上涨引发泡沫恐慌，美国采取了紧缩政策，重复了20世纪20年代晚期的做法。最终，由于紧缩力度过大，处于去杠杆化进程中的经济体无法承受。美国经济陷入严重衰退，股市于1937—1938年下跌60%。

——近几十年来，美联储以“清理者”的立场，认为自己不应着手戳破泡沫，而应专注处理泡沫破裂对经济造成的后续影响。[\[3\]](#)其中一个重要原因是，决策者很难确定市场何时存在对资产错误定价的问题。例如，在2006年及之前，尽管对房地产市场存在一些担忧，但监管机构并未积极采取针对性政策，以放缓抵押贷款的泡沫化增长。

哪些经济部门出现了信贷紧缺？是否需要实施差异化信贷政策？

· 20世纪50年代，为了解决这一问题，决策者试图构建一个正式的框架，以评估何时需要实施差异化信贷政策。[\[4\]](#)他们提出了4项基本的衡量标准。

——在平衡经济体的信贷供应方面，一般货币政策的效果如何？

——特定部门的信贷增长可能带来多大的不稳定性？

——信贷对特定部门的发展有多重要？

——实行选择性信贷管制将会产生何种效果？

在引导信贷的过程中，必然会产生赢家和输家之别，是否能轻松应对这种局面？政治代价如何？

选择何种政策工具重新引导信贷？是主要针对信贷需求或信贷供应，还是两者兼顾？如何衡量政策的效力？

政策将会产生何种二级影响或三级影响？应该如何应对这些影响？这些影响通常在多年后才会显现。

· Q条例从大萧条时期开始实施，该条例对存款利率设定上限，旨在帮助规模较小的银行。到20世纪50年代，Q条例开始造成严重扭曲，使存款流入影子银行系统。[5]

· 20世纪80年代初，部分为了帮助小型银行应对货币紧缩政策，政府对储蓄贷款协会（S&L，一类小型银行）放松监管，导致了从20世纪80年代中期开始的储贷危机。[6]

如何确保立法机构、行政部门和央行之间的政策协调？如何授权监管机构做出调整？

· 在美国最成功的案例中，不同政府机构之间进行了广泛的协调合作。二战期间是个很好的例子。当时，美国国会修改了几项法律，赋予美联储所需的权力，罗斯福总统颁布行政令，补充美联储的举措。[7]

· 在美国最成功的案例中（例如，在保罗·沃尔克担任美联储主席期间），决策者能够灵活调整政策，应对局势变化。很多重大问题产生的根源就是缺乏灵活性，决策者不能灵活调整利率上限，导致负面的二级影响。

· 目前依然存在的一个关键问题是，不同国家的政府拥有不同的授权。例如，英国将监管和宏观审慎政策的大部分权力授予了英国央行及其金融政策委员会（FPC）。美国则将这些权力授予多个机构。2008年金融危机后，美国设立了协调委员会，即金融稳定监督委员会（FSOC）。[8]

美国实施宏观审慎政策的一些历史案例

接下来，我们将考察过去100年间美国实施宏观审慎政策的历史案例。由于案例数量较多，我们根据政策类型将其分为7类，并按时间顺序逐一讲述。本部分使用的分析框架和历史细节是基于埃利奥特、费尔德伯格和莱纳特合著的杰出权威论文——《美国周期性宏观审慎政策的历史》。

针对信贷需求的宏观审慎措施：保证金要求

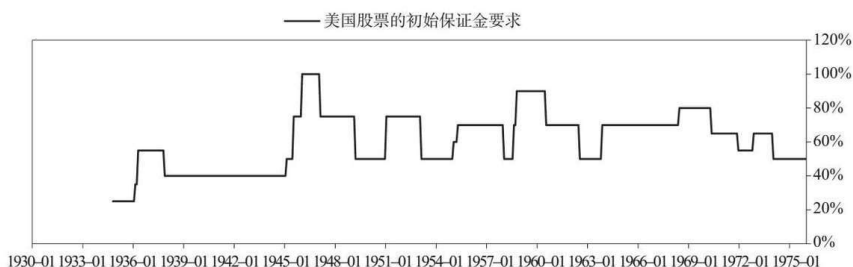
保证金要求是指投资者使用信贷购买资产时需要提供的抵押品金额（通常是现金）。如果提高保证金要求，用来购买金融资产的信贷数额就会面临下行压力。

根据美国《1934年证券交易法》，美联储获得设定保证金要求的授权。自此之后，美联储便利用这一授权进行逆周期调节。[\[9\]](#)在实践中，当资产价格高涨，用来购买资产的信贷增多时，美联储会提高保证金要求；当资产价格走低，用来购买资产的信贷紧缩时，美联储会降低保证金要求。

· 具体而言，T条例规定了经纪人的保证金要求，U条例规定了银行的保证金要求。

· 美联储在不同时期调整保证金要求的情况如下图所示。

· 自1974年以来，美联储基本上停止使用这一政策工具，因为随着使用信贷购买资产的新渠道（例如衍生品）出现，投资者很容易绕开保证金要求。



针对信贷需求的宏观审慎措施：承保标准

大萧条时期

1932年，美国国会创建联邦住房贷款银行（FHLB）系统。[\[10\]](#)该

系统的宗旨是，作为准中央银行为储蓄贷款协会服务，通过预付款或抵押贷款提供流动性。联邦住房贷款银行系统还负责设定承保标准与抵押品范围。

1934年，美国国会成立联邦住房管理局（FHA），为住房贷款提供保险。[\[11\]](#)此举产生的结果是，对于符合承保条件的贷款，承保标准降低（贷款价值比为80%，期限为20年）。

． 1934年，美国政府成立电器家庭农场管理局，旨在为家庭购买家用电器提供廉价贷款。这些贷款的利率低于10%，首付款只需5%，期限在36个月以内。该项目于1942年结束。[\[12\]](#)

． 1935年，美国国会放松了全国性银行的贷款价值比要求（贷款价值比从50%升到60%）和贷款期限（上限从5年升到10年）。[\[13\]](#)

． 1934—1937年，联邦住房管理局为高达20%的改善住宅物业贷款（期限在5年以内）提供保险。[\[14\]](#)

． 1938年，联邦住房管理局降低了住房贷款保险的承保标准，规定贷款价值比在90%以内、期限不超过25年的住房抵押贷款都有资格获得承保。[\[15\]](#)

二战时期

． 1941年，罗斯福总统指示联邦储备委员会，限制以分期付款的方式购买耐用消费品。他希望把生产从国民消费转向国防。罗斯福在行政令中表示：“这种宽松的信贷条件会刺激耐用消费品需求，而生产这些消费品将占用国防所需的物资、技术和设备。”[\[16\]](#)

——因此，针对分期付款的各种消费贷款，美联储提高了承保标准（被称为W条例）。[\[17\]](#)

战后时期

． 1950年10月，由于担心抵押贷款债务增多，联邦储备委员会收紧了住房信贷标准，出台了X条例。[\[18\]](#)

——X条例对住宅地产贷款设定了贷款价值比和贷款期限上限。随着贷款规模增大，住宅地产贷款受到更多限制。

——美联储定下目标，要使1951年的住房建设水平比1950年低1/3。

． 1950年，应杜鲁门总统的要求，联邦住房管理局和退伍军人管理

局（VA）将首付款要求提高了5%，联邦住房管理局对独户住宅的最高贷款额从1.6万美元降至1.4万美元，并规定最长贷款期限为25年。这是联邦住房管理局和退伍军人管理局自成立以来的近20年里，首次采取限制性举措。[\[19\]](#)

——1953年年中，美国面临经济衰退和政治压力，为了应对这一局面，决策者取消了这些措施。

——1954年8月，国会推翻了联邦住房管理局和退伍军人管理局的前期政策，降低了联邦住房管理局贷款的最高首付款要求，并提高该贷款的最高限额。

． 到1954年年底，房地产市场日趋泡沫化。然而，由于经济刚刚从衰退中复苏，美联储不想收紧货币政策。于是，政府采取了一系列宏观审慎政策[\[20\]](#)（如下所述）。

——首先，联邦住房管理局和退伍军人管理局提高了首付款要求，并把贷款的最长期限从30年降至25年（这些措施在随后几年里有所调整，最终被推翻）。

——其次，基层办公室接到指示：“加强审查当地住房市场，采取协调行动，针对出现住房过剩的地区提高抵押贷款的联邦审核标准。”

——再次，联邦住房贷款银行委员会（FHLBB）要求联邦住房贷款银行限制对储蓄机构的贷款承诺。1954年9月，对储贷银行的贷款限制正式实施。

——最后，纽约联邦储备银行采取措施，限制抵押贷款仓储贷款。抵押贷款仓储贷款是指商业银行发放过渡期贷款，为非银行贷款机构发放抵押贷款提供融资。从1954年8月到1955年8月，此类贷款增加了一倍多。

． 1969年，国会通过《信贷控制法》，授权美联储对特定行业实施信贷控制。通过瞄准特定行业，美联储可以在保持总体货币政策宽松的同时，收紧出现通胀的行业的信贷。[\[21\]](#)

——美联储的政策工具包括：规定贷款的“最高利率、最长期限、最低定期付款、最长付款间隔时间，以及有关贷款发放条件的其他任何规定或限制。”

——《信贷控制法》直到沃尔克时代才被使用。

． 1982年，国会取消了全国性银行的贷款价值比限制和期限限制。

针对信贷供给的宏观审慎措施：推出自愿性指导方针，旨在减少投机性或非生产性贷款

在以下案例中，决策者对银行实施了自愿性限制措施或指导方针，旨在抑制投机性或非生产性贷款。

- 1947年，美国国会鼓励银行“主动限制贷款与投资项目”。[23]在分期偿还消费贷款的限制政策到期后，美联储推出了这项指导方针。

- 朝鲜战争期间，美国国会于1950年颁布《国防生产法》。该法授权美联储实施“自愿性”信贷限制。[24]

- 美联储要求贷款机构“除了照常评估信用情况之外，还根据（贷款）目的，审查贷款申请”。该项目实施了大约一年。

- 1965年，内阁设立的国际收支委员会建议，在美联储的监督下，实施“自愿性”贷款限制计划。[25]

- 实施该政策的目标是，使净资本流出比前一年减少15%以上。

- 该计划建议，将外国贷款增速的初始上限设为5%，这是历史上首次设定量化信贷目标。

- 1968年，约翰逊总统颁布一项行政令，允许美联储赋予该计划强制力。但美联储以该计划的自愿参与度较高为由，没有这样做。该计划持续到1974年。

- 1966年，美联储鼓励银行放缓商业贷款。当时，商业信贷增长得很快，通胀率也在上升。对于不合作的银行，美联储将会限制其通过贴现窗口进行借款。该政策在经济放缓后结束。[26]

- 1980年3月至7月，卡特总统制定了“自愿性”特别信贷限制计划。该计划要求银行、银行控股公司、金融公司和外国银行的分支机构将贷款增速控制在6%~9%。[27]

- 该计划的整体目标是，限制特定类型的投机性贷款以及可能引发通胀的贷款，同时使小企业、农民和购房者继续获得贷款。该计划鼓励银行“继续贷款给小企业、农民、购房者等无法通过其他方式获得融资的借款人”，同时确保银行“在一般市场环境下，正常处理汽车贷款、住房抵押贷款，以及用于住房改造的贷款”。

——另一方面，该计划鼓励银行限制信用卡贷款以及其他无担保的消费贷款。该计划还要求银行限制为投机性活动提供的信贷，例如企业自愿使库存积累超过经营需求，或将资金投入暂时不必要的收购或合并等交易（这些活动不会提高经济效率和生产率），以及可能通过其他融资渠道获得资金的活动。投机性贷款还包括“为纯粹投机性地持有大宗商品或贵金属的活动提供资金”。

——这项特别信贷限制计划要求银行定期报告贷款活动。

· 欧洲国家也使用了类似的工具。法国和意大利的全国信贷委员会会公布，哪些部门需要增加信贷，哪些部门已经信贷过度，尤其是在战后时期。[\[28\]](#)

针对信贷供给的宏观审慎措施：准备金要求

· 19世纪，美国的州政府制定了最早的准备金要求，以确保州特许银行有足够的准备金（通常是黄金或其他贵金属），履行还款义务（以流通纸币的形式），满足提款需求。1863年，国会通过《国家银行法》，首次在全国范围内设定银行存款准备金率。[\[29\]](#)

· 在《1913年联邦储备法》中，美国国会放松了准备金要求。[\[30\]](#)这是因为美联储成为全国性银行的最后贷款人，因此国会认为，准备金要求已不那么重要。

· 在20世纪30年代及之后，准备金要求再次被视为一项有效的逆周期政策工具。1935年，美国国会授权美联储设定存款准备金率。[\[31\]](#)配合1938年春罗斯福总统实施的经济复兴计划，美联储下调了存款准备金率。20世纪40年代，美联储对准备金要求做了一系列调整。1942年，存款准备金率三次下调。美国参与二战期间，美联储保持存款准备金率平稳。二战结束后，在1948年，存款准备金率三次上调，回到了原来的法定上限。1949—1951年，美联储9次调整存款准备金率，在1949年将其下调，在1951年将其上调。

· 在加息期间，即1966—1969年、1973年和1979—1980年，美联储也上调了存款准备金率。[\[32\]](#)

· 最终，新的融资工具问世，可绕过准备金要求，继续提供贷款。这些新工具包括商业票据、欧洲美元、回购协议和大额存单。[\[33\]](#)

· 1969年，为了弥补银行绕过准备金要求的漏洞，美联储对银行从

海外分支机构获得的新借款设定了10%的上限，目的是阻止银行通过其海外分支机构（不受准备金要求限制）借入欧洲美元。此外，美联储将银行向其海外分支机构出售资产的上限设为10%。[34]

——1970年，银行从其海外分支机构借款的上限和向海外分支机构出售资产的上限都被上调为20%。但在1973年，这两项规定均降至8%，与对大额存单的规定相同。[35]

· 20世纪60年代后期，联邦住房贷款银行委员会使用准备金要求调节住房抵押贷款。当储蓄减少时，联邦住房贷款银行委员会降低准备金要求，从而提升住房抵押贷款的流动性；当贷款活跃或流动性充足时，它则提升准备金要求。[36]

· 1979年10月，为了实现保罗·沃尔克抑制通胀的目标，美联储上调利率和存款准备金率。大规模负债的准备金率上调至8%（大规模负债包括大额定期存单、欧洲美元借款、政府或机构担保的回购贷款，以及联邦基金借款）。[37]

——1980年3月，存款准备金率升至10%。一个月后，美联储将存款准备金率降至5%，7月将其完全取消。

· 1968—1969年和1973—1974年，由于住房抵押贷款流动性收紧，联邦住房贷款银行委员会下调了存款准备金率。这“充其量只能对住房抵押贷款产生有限的正面影响”。[38]

· 1980年，为了降低通胀率，美联储推出史无前例的举措：实施以资产类别为基础的准备金要求。1969年通过的《信贷控制法》授予了美联储这一权力。[39]具体要求如下。

——对于特定类型的消费信贷，所有贷款机构必须持有15%的特别存款。货币市场基金需要持有相同比率的准备金。后来，这两个比率均降至7.5%。

——货币市场基金还必须每月提交报告。

——到1980年8月，美联储取消了所有限制，同年年底，国会终止了《信贷控制法》。

· 在1990年和1992年，美联储下调存款准备金率，以提高信贷可得性。[40]

· 简单介绍一下欧洲的情况，欧洲也一直使用流动性比率和准备金要求作为宏观审慎工具。为了引导信贷，法国和意大利专门制定了不同

的准备金要求。例如，对上市银行的准备金要求更为宽松，规定长期贷款和出口贷款不受准备金要求限制。[41]

． 监管机构更常用的工具是对贷款额度设定某种上限，或者限制银行获得央行融资从而发放贷款的能力，这些工具的净影响比较类似，均对信贷供给造成下行压力。例如，在1972年之前，法国设置了“再贴现上限”，限制金融机构从央行借款的规模。[42]

． 这些上限通常因经济领域和贷款类型而异，旨在鼓励或抑制特定类型的贷款。例如，由于某些农产品出现过量生产，法国央行对这些领域设置贷款配额。[43]有时，央行扩大这些上限的适用范围，涵盖发放给企业和家庭的所有贷款。[44]

针对信贷供给的宏观审慎措施：利率上限

． 20世纪初，美国各州限制银行存款账户的利率。这是州存款保险计划的一部分。[45]

． 1927年，美国国会修订《联邦储备法》，对全国性银行向州银行支付的利息设置上限。[46]

． 《1933年银行法》通过后，美联储获得授权，监管定期存款和储蓄存款的利率上限。[47]

——1933年11月，美联储颁布Q条例，将利率上限设为3%。市场利率下降后，美联储将该上限下调至2.5%，从而降低了银行的成本。

——Q条例还规定，美联储可以设定联邦存款保险公司（FDIC）支付给受担保的非会员银行的利率上限。

——美联储不想限制银行的资产负债规模，后来将利率上限调回3%（适用于期限为6个月或以上的所有储蓄存款和定期存款）。由于利率提高，银行可以吸引更多储户。

——1960—1961年，随着市场利率再次上升，美联储上调Q条例规定的利率上限。

． 1934—1989年，联邦住房贷款银行委员会负责监督储蓄贷款协会。联邦住房贷款银行委员会对储蓄贷款协会支付的利率设定了非正式上限，这一上限通常比联邦基金利率高出25~50个基点。[48]

． 根据《1966年利率管制法》，联邦存款保险公司和联邦住房贷款

银行委员会获得授权，对互助储蓄银行和储蓄贷款协会的存款利率设定上限。该法还授权美联储对特定类别的存款设定利率。[\[49\]](#)

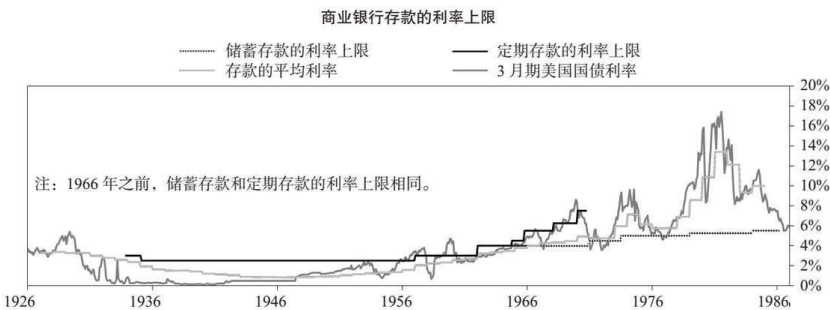
——美联储利用这一授权，将单期限大额存单的利率上限设为5.5%，并下调了定期存款利率上限。

——但在1973年，美联储取消了上述大额存单的利率上限。

· 1978年，美联储允许银行在货币市场发行储蓄产品，并使储蓄产品的浮动利率与6月期美国国债挂钩。因此，银行可以发行与货币市场基金竞争的工具。这相当于下调Q条例此前设定的利率上限。[\[50\]](#)

· 1980年3月，美国国会通过《存款机构放松管制与货币控制法》，废除了Q条例。最终，Q条例被认为是不成功的，因为可以通过许多途径直接绕过它。[\[51\]](#)

· 到1986年，这些上限逐步被取消。[\[52\]](#)



针对信贷供应的宏观审慎措施：监督指导和“直接施压”

繁荣时期，关于抑制贷款的指导

· 一战后，美联储希望把信贷引向它认为的生产性用途，而非投机性用途。美联储通过监督机构对银行“直接施压”。[\[53\]](#)

· 到1927年年中，决策者对股市投机感到紧张。此前一年，股市上涨近100%，信用创造繁荣。1929年2月，美联储发布声明，谴责市场投机行为，表示不会贷款给那些向投机活动放贷的银行。美联储的声明对于遏制投机活动几乎没有起到任何作用。[\[54\]](#)

· 1947年11月24日，贷款标准监督机构发布声明，呼吁银行采取谨慎态度。它们担心经济体信用创造过度，信贷标准也在下降。该声明表示，“对于在房地产市场、大宗商品市场或证券领域进行投机的任何个人

和企业，银行应当减少贷款”。[55]

· 20世纪90年代和21世纪前10年，监督机构又发布数项声明，详细阐述贷款标准下降的情况。[56]

——具体而言，1995年，美联储警告称，审查机构应当提防信贷承保标准过于宽松的状况。鉴于20世纪80年代经历的储贷危机，美联储还担心地方性房地产市场出现周期性低迷的风险。

——1999年，监督机构发布声明，详细阐述次级抵押贷款风险。监督机构还建议提高次级贷款相关机构的资本标准。1998年，有几家银行曾因次级贷款损失而倒闭。

——两年后，监管机构对新资本标准做出量化规定。其在声明中建议，银行对于次级贷款持有的资本金比同类资产多1.5~3倍。

——进入21世纪的前几年，联邦官员发布数项声明，表示担忧信贷增长泡沫。

——2005年，监督机构采取进一步行动，对房屋净值贷款、商业地产贷款和非传统抵押贷款制定指导方针。

——2013年，美联储和美国货币监理署（OCC）针对杠杆化贷款收紧监管政策，设定6倍的杠杆率上限，并声称要对违规者进行罚款。

萧条时期，确保信贷可得性

· 1938年4月，为推动信贷创造，罗斯福总统要求监管机构“就放宽银行审查政策达成一致”。[57]

· 作为回应，美国财政部和三家联邦监督机构发布联合声明，概述统一对待贷款和证券的纲要，表示证券不再采取按市值计价的会计方法，并对“投资性”证券和“投机性”证券进行区分。评级机构将投资性证券定为4个最高评级之一。

· 随着20世纪80年代的储贷危机结束，美国政府采取行动，缓解信贷紧张局势。[58]

——首先，1990年5月，美国货币监理署、美联储和联邦存款保险公司的负责人呼吁银行高管向借款人发放贷款。

——1991年3月，监督机构发布报告，“澄清监管政策”。尽管监督机构表示，“一些存储机构在贷款方面可能过于谨慎”，但其监督标准并未放松。

· 当选后不久，克林顿总统推出了提高信贷可得性的新法案。同时，监督机构发布联合声明，鼓励银行发放贷款。 [59]

· 克林顿总统的提案旨在为小企业借款提供更多便利，减轻“评估负担”，并加大银行对审查者决定的上诉权。

· 2007—2009年，监督机构鼓励银行在不降低审查标准的前提下，积极发放贷款，并与陷入困境的借款人合作。 [60]

[1] Douglas J. Elliott, Greg Feldberg, and Andreas Lehnert, “The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States,” Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) 2013-29 (May 2013): 19.

[2] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 3.

[3] Fischer, Stanley, “Financial Sector Reform: How Far Are We?” At the Martin Feldstein Lecture, National Bureau of Economic Research, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) Speech 813 (July 2014).

[4] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 13.

[5] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 30-31.

[6] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 34.

[7] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 10.

[8] Wilson, Dominic, Kamakshya Trivedi, Noah Weisberger, Aleksandar Timcenko, Jose Ursua, George Cole, Hui Shan, and Julian Richers, “Beyond interest rates: Macro-pru-dential policies in housing markets,” Global Economics Weekly, Goldman Sachs, no. 14/16 (April 2014).

[9] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 19.

[10] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 9-10.

[11] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 10.

[12] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 10.

[13] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 9.

[14] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 9.

[15] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 9.

[16] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 10.

[17] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 11.

[18] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 13.

[19] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 13.

[20] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 14-15.

[21] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 15-16.

[22] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 17.

[23] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 21.

[24] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 21.

[25] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 22.

[26] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 23.

[27] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 23.

[28] Kelber, Anna and éric Monnet, “Macroprudential policy and quantitative instruments: a European historical perspective,” *Financial Stability Review*, Banque de France, no. 18 (April 2014): 157.

[29] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 24.

[30] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 25.

[31] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 25.

[32] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 26-27.

[33] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 26.

[34] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 27.

[35] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 27.

[36] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 28.

[37] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 27.

[38] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 28.

[39] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 29.

[40] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 24.

[41] Kelber and Monnet, 158.

[42] Kelber and Monnet, 155.

[43] Kelber and Monnet, 156.

[44] Kelber and Monnet, 156.

[45] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 30.

[46] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 30.

[47] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 30.

[48] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 32.

[49] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 32.

[50] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 33.

[51] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 34.

[52] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 34.

[53] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 36.

[54] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 36.

[55] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 37.

[56] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 37-38.

[57] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 38.

[58] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 39.

[59] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 39.

[60] Elliott, Feldberg, and Lehnert, 40.

致谢

一直以来，桥水的许多人与我履行共同的使命——理解市场，并在现实中检验我们的理解，对于他们，我不胜感激。我们一直拥有有意义的工作和有意义的人际关系，这让我们理解现实、制定原则，从而给予我们极为深刻的教益，我对此深感欣慰。我杰出的合作伙伴包括与我共事数十年的Bob Prince、Greg Jensen和Dan Bernstein，我目前的投资研究团队成员（尤其是Steven Kryger、Gardner Davis、Bill Long、Anser Kazi、Danny Newman、Michael Savarese和Elena Gonzalez Malloy），我以前投资团队的成员（尤其是Brian Gold、Claude Amadeo、Bob Elliott、Mark Dinner、Brandon Rowley和Jason Rogers），以及多年来与我共同从事研究工作的许多其他人。我还要感谢桥水研究团队的许多其他领导者，包括Jason Rotenberg、Noah Yechiely、Larry Cofsky、Ramsen Betfarhad、Karen Karniol-Tambour、Kevin Brennan、Kerry Reilly、Jacob Kline、Avraam Sidiropoulos、Amit Srivastava，以及我们挚爱的、不幸于2017年与我们永别的前同事Bruce Steinberg。

图书在版编目 (CIP) 数据

债务危机 / (美) 瑞·达利欧著 ; 赵灿 , 熊建伟 , 刘波译. -- 北京 : 中信出版社 , 2019.3

书名原文 : A Template For Understanding Big Debt Crises

ISBN 978-7-5217-0007-7

I. ①债... II. ①瑞... ②赵... ③熊... ④刘... III. ①债务危机 IV. ①F810.45

中国版本图书馆CIP数据核字 (2019) 第011719号

A Template For Understanding Big Debt Crises by Ray Dalio

Copyright © 2018 by Ray Dalio

Simplified Chinese translation copyright © 2019 by CITIC Press Corporation

Published by arrangement with author c/o Levine Greenberg Rostan Literary Agency through
Bardon-Chinese Media Agency

All rights reserved

债务危机

著者 : [美] 瑞·达利欧

译者 : 赵灿 熊建伟 刘波

审校 : 崔苹苹 何杰奎林

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029)

字数 : 919千字

版次 : 2019年3月第1版

京权图字 : 01-2018-3369

广告经营许可证 : 京朝工商广字第8087号

书号 : ISBN 978-7-5217-0007-7

版权所有·侵权必究

21世纪 资本论



CAPITAL

in the Twenty-First Century



Thomas Piketty

[法] 托马斯·皮凯蒂◎著



中信出版社·CHINACITICPRESS

皮凯蒂《21世纪的资本》全书结构

导论

介绍19世纪经济学家关于收入分配的讨论，并指出库茨涅兹提出的倒U型曲线误读了收入分配的长期趋势。

★ 18、19世纪，收入分配是经济学家最为关注的问题之一。马尔萨斯、李嘉图、马克思等学者都高度关注日益严重的收入不平等问题。

★ 20世纪50年代之后，经济学家逐渐认同了库茨涅兹曲线，即随着经济增长，收入不平等程度会先升后降，呈现出倒U型曲线。这是对收入分配的长期变化趋势的误读。

★ 本书将用各国数据，从大历史的角度审视收入分配的历史变化。导致收入不平等程度扩大的因素超过了缓解收入不平等趋势的因素，21世纪的不平等程度可能赶上甚至超过19世纪。

★ 导致收入不平等加剧的最主要因素是从长期看，资本的收益率大于经济增长率，即 $r > g$ 。

第一章

介绍国民收入、资本和财富的概念。

提出所谓的资本主义第一基本规律： $\alpha = r \cdot \beta$ （ α 是资本收入占国民收入的比， r 是资本收益率， β 是资本/收入比）。

★ 可能带来社会不稳定的最严重的收入不平等问题是资本和劳动之间的矛盾。

★ 国民收入可分为资本收入和劳动收入。劳动收入所占的比例更高，但收入不平等的主要来源不是劳动收入不平等，而是资本收入不平等。

★ 资本和财富在本书中是指一个事物。国民财富可分为私人财富和公共财富，绝大部分财富属于私人财富。一国的资本又可以分为国内资本和净海外资本，国内资本占绝大多数比例。

★ 衡量资本在收入分配中重要性的主要指标是资本/收入比，即在某个时点一国资本存量与其当年国民收入之比。目前发达国家的资本/收入比大约在5-6左右。这衡量的是到某一个时点，资本不断积累，最终在国民收入中所占的比例。

★ 衡量资本在收入分配中重要性的另一个指标是资本收入占国民收入的比例，这衡量的是一年的国民收入如何在资本和劳动之间分配。根据皮凯蒂所说的资本主义第一基本规律， $\alpha = r * \beta$ ， α 是资本在国民收入中的比例， r 是资本收益率， β 是资本/收入比。这是一个会计恒等式。

★ 国家间的收入不平等差距极大。富国的人均月收入可达2500-3000欧元，而撒哈拉以内的非洲国家人均月收入只有150欧元左右。中国恰好在中间水平，全球人均收入大致就是中国的水平，人均月收入为600-800欧元。尽管国家间的收入差距悬殊，但人们感受最紧迫的还是国内的贫富悬殊。收入分配主要是国内政治问题。

第二章

介绍经济增长的长期历史变化趋势。

21世纪全球经济增长率将不断降低。

★ 经济增长主要来自两个贡献：一是人口的增长，二是人均产出的增长。

★ 人类社会直到19世纪才开始出现加速增长，突破了1.5%，。20世纪是经济增长的高峰，一度达到4%，但到21世纪全球经济增长率可能会下降。预计21世纪末，全球经济增长率将倒退到19世纪初的水平。

★ 全球人口的增长出现在18世纪，到20世纪中期达到峰值，然后开始逐渐下降。从长期来看，到21世纪末，全球人口增长率很可能会降低到接近零的水平。

★ 人均产出到19世纪开始缓慢增加。20世纪人均产出的增长达到高

峰。在21世纪，全球人均产出的增速很难超过1.5%。

★ 高速增长不是常态，只是特例。只有在一国出现经济起飞和赶超的阶段，才会有异乎寻常的高速增长。中国经济也会进入低增长的“新常态”。重要的不是增长速度快，而是长期保持稳定的增长。假以时日，由于“复利”的作用，中国经济仍然会不断壮大，人们的生活水平仍然将一代比一代进步。

第三章

在不同的历史时期和不同的国家，资本的构成有很大的差异。介绍英国和法国资本/收入比的变化趋势。19世纪资本/收入比较高，20世纪上半叶显著下降，20世纪下半叶开始逐渐提高，21世纪将进一步提高，这是一条U型曲线。

★ 在英、法两国，资本/收入比例都经历了一个U型曲线。19世纪的时候，两国资本/收入比例都很高，20世纪上半叶出现了急剧下降，但在20世纪后半叶又出现回升。第一次世界大战之前，英国和法国资本/收入比例一直保持在7左右。20世纪上半叶资本/收入比例下跌到2-3的水平。如今，资本/收入比例已经回升到了5-6倍的水平，并有可能进一步提高。

★ 资本的构成在过去300年发生了巨大的变化。过去的资本主要包括农田和公债。如今，农田在资本中所占的比例很小，城市的房产取代了农田。各种金融产品，如股票、保险、金融衍生产品等代替了传统的公债。

★ 海外资产一度在欧美的资本总额中占有较大比例，但现在已经基本上没有了。

★ 政府一方面有公共资产，另一方面大量发行国债借钱，总体来看，政府的净资产很少，甚至可能为负。但通过发行国债，在18-19世纪的英法两国，出现了一个依靠投资公债的食利阶层。

★ 购买公债的人和要交税的人很可能不是同一群人，在“新古典”的巴罗模型（李嘉图等价假说）中，至关重要的收入分配问题被完全忽视了。

介绍德国和美国资本/收入比的变化趋势。尽管和英国、法国有所差异，但总体来看也是一条U型曲线。

★ 从总体来看，德国的资本演变也和英法一样，呈现出U型曲线的特征。1870年，德国的资本/收入比例在7左右。第一次世界大战之后，德国的资本/收入比例也出现了急剧下跌，。之后，德国的资本/收入比例逐步上升，到21世纪初期已经基本回到第一次世界大战爆发之前的水平。

★ 德国的资本主义和英法的资本主义存在着较为明显的差异。德国的资本主义被称为“持筹者资本主义”（stakeholder capitalism），英美的资本主义被称为“持股者资本主义”（shareholder capitalism）。“持股者资本主义”是指企业要为股东的利益服务。“持筹者资本主义”是说，企业要照顾到“持筹者”，即所有和企业利益相关者的要求。

★ 20世纪上半叶欧洲的资本比例急剧下降。首先是数量效应，欧洲国家遭到战争破坏，丧失了大片海外殖民地。战争、股灾、革命，使得很多富人的财产灰飞烟灭。其次是价格效应，在这一时期，房价、股票价格都徘徊在极低的水平。数量效应大致能够解释欧洲资本规模下跌的2/3到3/4，价格效应大致能够解释欧洲资本规模下跌的1/4到1/3。

★ 美国的资本演变不是U型曲线，没有出现欧洲那样的大起大落。总体来说，美国的资本规模变化较为和缓，没有像欧洲那样经历资本主义带来的动荡不安。托克维尔谈到，美国的民主精神在很大程度上得益于建国之初的收入平等。

★ 但美国当年存在着野蛮的奴隶制度。按照市场价格，把奴隶这一“资本”估算在内，则美国在18世纪末的资本规模就会大大增加。美国有北部美国和南部美国两种不同的模式。这两种传统、两个灵魂，直到如今，仍然困扰着美国社会和美国政治。

介绍资本主义第二基本规律： $\beta = s/g$ (β 是资本/收入比， s 是储蓄率， g 是经济增长率)。从全球范围内来看，21世纪资本/收入比也会不断上升。

★ 资本/收入比的长期水平是由所谓的资本主义第二基本规律决定的，即： $b = s/g$ ， b 为资本/收入比， s 是储蓄率， g 是经济增长率。如果储蓄率高，经济增长率低，那么资本/收入比相对较高。

★ 21世纪将是高储蓄、低增长的组合。人口老龄化越是严重，储蓄率相应地也就越高。人口出生率越是低，经济增长率越低。

★ 资本主义第二基本规律讲的是长期趋势。短期内的资产价格波动不会影响到这一长期趋势。日本在20世纪80年代出现了严重的股市泡沫和楼市泡沫，资本/收入比例大幅度增加，但泡沫崩溃之后又随之下降，但把这一因素扣除，日本资本/收入比在长期内还是U型曲线。

★ 从全球范围内来看，收入分配仍然是一条U型曲线。即19世纪资本/收入比较高，20世纪上半叶下降，20世纪下半叶再度回升。就资本的积累而言，21世纪的全球经济会变得和19世纪的欧洲一样。

第六章

介绍 α 的历史趋势，即资本收入占国民收入的比。 α 的变化趋势也是19世纪很高，20世纪上半叶下降，20世纪下半叶再度提高。

★ 从资本所得占国民收入的比例 (α) 来看，其历史变化也呈现出一条U型曲线。和 b 的历史变化趋势不同的是， a 的变化趋势相对和缓。

★ 根据 $\alpha = r \cdot b$ ， a 是由 r 和 b 决定的。 r 和 b 之间存在着一定的相互影响。如果 b 较高，那么 r 就相对较低。也正是由于在 r 和 b 之间存在着这种此涨彼落的关系，所以使得 a 的变化趋势比 b 的变化趋势显得更加和缓。

★ 不同的资产收益率会有很大的差异，但皮凯蒂衡量的是总的资本收益率，即总的资本收入除以国民资本的存量。从长期看， r 的变化相对稳定。

★ 资本和劳动存在替代关系，如果资本和劳动的替代弹性小于1，则

资本规模（ b ）扩大之后，资本收益（ r ）下降的速度更快，结果是 a 会减少。如果资本和劳动的替代弹性大于1，资本规模（ b ）增加的速度更快，资本收益（ r ）下降的速度相对较慢，结果是 a 会增加。皮凯蒂认为，资本和劳动的替代弹性是大于1的。

★ 假设 b 在7-8左右，资本的收益率（ r ）保持在4-5%的水平，那么在21世纪， a 为30-40%。这也和18世纪、19世纪的水平旗鼓相当。

第七章

介绍收入分配的社会台阶。收入最高的10%，尤其是收入最高的1%和其他人的财富相差悬殊。

★ 收入不平等有两种形式，一种是劳动收入的不平等，一种是资本收入的不平等。两种不平等的程度、背后的机制，以及其对社会的影响都是不一样的。劳动收入的不平等程度明显低于资本收入的不平等。资本收入相对来说最平等的社会，其不平等的程度都要甚于劳动收入最不平等的社会。

★ 一个社会可以分为收入最低的“50%”，处于中间的“40%”，以及最高的“10%”。收入最高的“10%”中又可以分成“9%”和“1%”。财富的集中主要体现在“1%”。

★ 资本收入最低的50%几乎没有任何财富。处于中间的“40%”也基本上依靠劳动收入。收入最高的10%开始越来越多地依靠资本收入，但“9%”不过是拥有房产的中产阶级，只有“1%”之上的阶层才有可能实现资本收入多于劳动收入。越是富有的阶层，房产在资本中所占的比例越低，主要的资本形式是金融资产。

★ 基尼系数只用一个指标概括整个社会的不平等状况，但这一指标是有误导的。

★ 在两种情况下，一个社会将出现极端的收入不平等。一种情况是“超级拼爹社会”（hyperpatrimonial society），一种情况是“超级精英社会”（hypermeritocratic society）。以后可能出现的最可能情况是，“超级拼爹社会”再度回归，而“超级精英社会”依然故我。这两种可能导致收入不平等的现象将同时发生，甚至互相推动。我们将进入一个日趋不平等的极端年代。

第八章

介绍在收入最高的10%中，处于顶层的1%和其他9%之间的巨大落差。

★ 在不同的时期，不同的社会，“10%”阶层的内部构成各有差异。一个社会的“10%”是如何构成的，会对其政治走向、经济政策带来很大的影响。

★ “超级经理人社会”的出现，主要出现在美国，在美国这也是一种新的现象。过去，美国一直以自己比欧洲国家平等而自豪，如今，美国开始以自己的收入不平等而傲娇。

★ 美国大企业高管的薪酬经常会达到天文数字。这种现象很难归结为其勤奋、聪明或具有特殊的天赋。

★ 极度的收入不平等，在一定程度上讲，也是金融危机爆发的原因之一。长期积累的收入不平等是美国经济的断层线，经济地震正是沿着这一断层线爆发的。

★ 美国国内收入不平等带来的“失衡”，规模相当于其“国际收支失衡”的四倍。美国金融危机的爆发，不能归咎于所谓的“全球失衡”。

第九章

介绍劳动收入的差异，尤其讨论了美国的“超级经理人”天价薪酬是否合理。

★ 在传统的教科书中，劳动力的工资是由劳动的边际生产率决定的，从而又是由劳动的供给和需求决定的。从劳动的供给来看，最重要的是教育。从劳动的需求来看，最重要的是技术。教育和技术进步之间存在着一场赛跑。

★ 事实上，很难准确地侧度一个员工的边际生产率。导致劳动力收入不平等程度差异如此之大的主要原因是各个国家、各个时期的政策和制度不同。

★ 美国的“超级经理人”在20世纪80年代之后突然收入大增，不是因为IT革命，因为IT革命对全球经济都有影响，但“超级经理人”只是一

种在美英国家出现的现象。

★ “超级经理人”的天价高薪也无法解释“1%”和“9%”之间的巨大鸿沟。“9%”和“1%”这两个阶层的成员，无论从教育程度、专业技能、工作经验，都相差不大。

★ 企业的经营业绩的差异跟多地来自于运气因素，即经济到底是处于繁荣时期还是衰退时期，初级产品的价格到底是涨还是跌，汇率有没有变化等，和企业家的个人才能关系不大。天价薪酬反映的是公司治理机制的内在缺陷。

第十章

介绍资本收入的不平等。由于资本收益率大于经济增长率，资本的规模会不断扩大，集中程度也会不断扩大，除非遇到巨大的外部冲击。

★ 贫富差距悬殊主要是因为资本收入的不平等。资本收入不平等会逐渐扩大的根源在于，从长时期来看， $r > g$ ，即资本的收益率大于经济增长率。这是一个历史事实，而非从理论推导出来的结论。

★ $r > g$ 还意味着，市场经济无法自发地调节收入不平等。理论上讲，资本的规模越大，资本的投资收益率将会越低，但这一调整过程非常缓慢。

★ 20世纪上半叶的“大冲击”打击了最为富有的阶层，淘汰了世袭制度，导致有史以来，第一次出现了一批“继承中产阶级”，占人口总数将近一半的家庭拥有了自己的财富。

★ 19世纪末20世纪初欧洲国家的极度贫富分化，是一两个世纪以来积累的结果。20世纪上半叶的“大冲击”，也势必将影响到几代人。但资本又开始慢慢积累自己的能量了，收入不平等不是快变量，而是慢变量，如果没有适宜的对策，我们还会回到极度贫富分化的时代。

第十一章

收入差距的扩大会影响到社会风气。19世纪“拼爹”比“拼搏”更划

算，20世纪人们相信自我奋斗，但未来“拼爹”的社会风气会越来越重。

★ 关心收入不平等的最主要原因是因为极度的不平等会威胁到民主政治。如果一个社会的风气不是靠“拼搏”，而是靠“拼爹”，越来越多的人会觉得失望、不满，甚至引发革命。

★ “拼爹社会”靠的是财富的代际传递。计算财富继承的公式是： $b = \mu m \beta$ 。其中， b 代表财产继承和馈赠占国民收入的比例， β 是资本/收入比， m 是人口死亡率， μ 代表在某一时刻去世的人拥有的平均财富与在世的人拥有的平均财富的比例。

★ β 、 m 和 μ 的历史变化都大致呈现出U型曲线的特征。人口死亡率未来可能会逐步上升。老龄化社会的收入不平等程度会更高。从1820年到2010年，在绝大部分时期， μ 是大于1的，只有在二战之后的一个短暂时期， μ 一度小于1。不仅死者比生者的平均财富更多，而且老年人的平均财富比壮年人的平均财富也更多。

★ 《高老头》中的拉斯蒂涅生于法国大革命时代，如果他靠“拼搏”，跻身劳动收入最高的“1%”，其收入相当于平均工资的10倍，但如果他“拼爹”，靠裙带关系跻身资本收入最高的“1%”，其收入至少是平均工资的20-30倍。假设他出生于1910-1920年间，他会怎么选择呢？对于这一代人来说，如果跻身资本收入最高的1%，收入相当于普通工人的5倍，如果跻身劳动收入最高的1%，收入相当于普通工人的10-12倍。如果拉斯蒂涅出生于20世纪70年代或80年代，跻身资本收入最高的1%，收入相当于普通工人的12-13倍，如果跻身劳动收入最高的1%，收入相当于普通工人的10-11倍。

★ 19世纪，人们之所以能够忍受极度的贫富分化，是因为还没有出现真正的民主制度。在民主社会中，所有的公民都拥有平等的权利，但他们的生活状况却有天壤之别，这形成了鲜明的反差。为了缓解这种矛盾，一定要保证社会的不平等来自理性的、普适的规则。“食租者”（rentier）社会是民主制度的最大敌人。

第十二章

从《福布斯》财富榜等可以看出，大资本的力量越来越强大。新的“食利者”阶层会破坏民主政治的基础。

★ 资本收益率高于经济增长率。与小资本相比，大资本的收益率可能更高。投资收益存在着“规模经济”，资本规模大，则投资机会更多。财富多，则投资更能经受风险、更有耐心。

★ 大资本加速积累的结果，是中产阶级的财富比例下降。这将带来中产阶级的相对贫困化和被剥夺感。

★ 关于极端富有阶层的数据是不完备、不准确的。《福布斯》排行榜等能够提供的只是些零星片面的描述。

★ 不管财富最初的来源是什么，是继承了祖业也好，还是自己白手起家也好，都无关紧要。当财富积累到一定程度之后，它们就会变得一模一样。资本会不断地自我增值，而这将带来“富者愈富、贫者愈贫”的“马太效应”。

★ 中国的海外投资规模不大，经济增长速度会逐渐放慢，声称中国将把世界买下来的说法是夸大其词。发达国家对中国的崛起反应激烈，对本国收入不平等的加剧反而漠不关心。中国成了替罪羊。

第十三章

政府的职能从19世纪的“守夜人”转变为20世纪的“社会国家”。

★ 19世纪末到20世纪初，政府的规模很小，基本上属于“守夜人”政府，到20世纪之后，政府规模急剧膨胀，逐渐演变为“社会国家”，20世纪80年代之后，政府的规模大体处于稳定状态，未再出现大幅度的扩张。

★ “社会国家”的主要职能是提供公共服务，尤其是教育和医疗卫生，此外是收入再分配，主要是养老保险、失业救济和对贫困、特殊家庭的救助。

★ 19世纪的“守夜人”政府和20世纪的“社会国家”（social state）是政府规模的两个均衡水平，未来不太可能出现政府规模的再一次大跃进。

★ 21世纪“社会国家”面临着新的挑战。教育并未使社会流动性提高，反而减小了社会流动性，这会加剧收入不平等程度。

★ 随着老龄化社会的到来、经济增长率降低，20世纪建立的养老金

体制面临巨大挑战。现收现付制和基金制都无法应对未来的压力。

第十四章

累进的所得税是20世纪最重要的税制创新之一。

★ 20世纪税制演变中最大的创新是累进制的所得税和遗产税。在20世纪上半叶，税制的调整在一定程度上有助于缓解收入不平等。对收入征税可以改善关于收入的统计质量，有利于提高经济民主程度。征税对市场竞争的干预程度相对较小，不会造成过度的经济扭曲。

★ 20世纪上半叶的累进所得税，到了经济全球化的今天，由于各国间的竞争，已经变得越来越难以执行，很多国家的所得税，从累进制变成了事实上的累退制。

★ 尽管在第一次世界大战之前，欧美各国就已经实行了累进的所得税，但激进的累进所得税是在第一次世界大战之后才仓促实行的。这也使得所得税的设计中缺乏周密的考虑，存在着很多缺陷。

★ 美国在20世纪初实施的累进所得税最为激进，其在30年代和40年代征收的所得税最高税率带有明显的惩罚性质。直到20世纪60年代，美国所得税的最高税率一直保持在90%以上，然后在80年代一路下降，“里根革命”之后最低达到28%。降低所得税最高税率导致出现了一批拿天价年薪的“超级经理人”。

第十五章

在全球范围或欧洲区域内征收累进的资本税，有助于遏制贫富分化，加强金融监管，巩固民主政治。

★ 在全球范围内征收累进的资本税是遏制全球贫富分化的最有效政策。征税意味着会计和统计规则的改变，关于金融的统计会变得更加公开透明，这是民主社会的要求，也是进一步强化金融监管，防范金融危机的有效手段；资本税可以缓解资本的无限制扩张，但同时又保护了私人产权和经济自由，对经济活动带来的扭曲相对较

小；资本税有助于巩固社会国家，凝聚社会共识，补偿在经济全球化中受损的弱势群体，有助于维护民主政治和经济全球化。

★ 如果，没有办法征收资本税，而贫富矛盾日益突出，政府可能会选择各种保护主义政策，资本管制也是其中的一种选择。资本管制的确在很大程度上帮助中国避免了1997-1998年东亚金融危机、2007-2008年全球金融危机的肆虐，但其对遏制贫富分化到底能够起多大作用，值得进一步讨论。

★ 另一种缓解贫富分化的办法是通过移民。美国的收入不平等程度已经高于欧洲国家，但其国内舆论却对收入不平等持更为容忍的态度。这其中的主要原因就在于，很多移民是从相对落后的国家来的，他们到了美国之后，跟自己过去的群体、国家相比，感到收入水平有所提升。

第十六章

欧洲必须采取大胆的改革才能解决债务问题。征税比通货膨胀或减少政府支出更为可取。

★ 如果在全球范围内无法征收资本税，可以考虑在欧洲范围内先行征收。

★ 减少债务负担的三种途径是：增加税收、通货膨胀和减少支出。增加税收最为可取，减少支出危害最大。在经济低迷时期，减少支出将导致经济进一步下滑，财政状况更加困难。

★ 以通货膨胀消除债务压力可能导致恶性通货膨胀，并带来严重的收入再分配。当人们普遍预期到通货膨胀之后，再采用通货膨胀方式只会带来工资和物价的螺旋上升。

★ 欧洲的联合存在内在的缺陷。仅靠欧洲中央银行无法解决债务问题、防范金融危机，必须配合以欧洲的立法改革、财政联合。

★ 民主社会要想控制资本主义，必须正视收入不平等。说到底，这是要民主、还是要自由放任的资本主义的选择。

结论

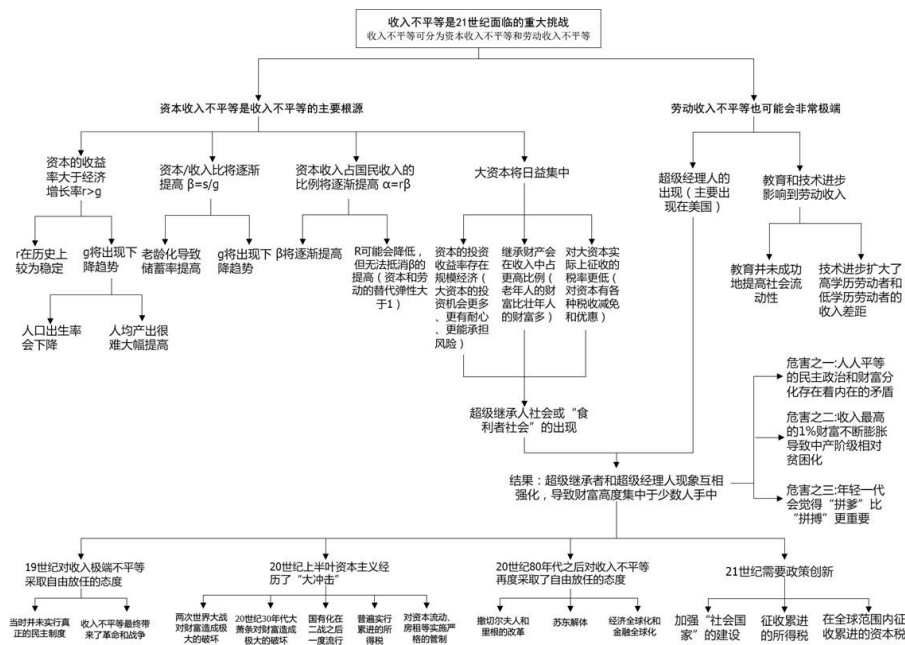
$r > g$ 导致资本不断集中，民主社会必须学会更好地管理资本主义。

★ 由于从长期来看，资本收益率大于经济增长率，即 $r > g$ ，资本集中的程度会日益严重。市场经济无法自发地纠正收入不平等。

★ 收入分配不仅仅是经济学问题，它是所有的社会科学都必须关注的问题。

★ 必须关注弱势群体在社会中的地位和感受。

思维导图



目录

中文版自序

中文版自序（原文）

导言

第一部分 收入和资本

第一章 收入和产出

第二章 增长：幻觉与现实

第二部分 资本/收入比的动态变化

第三章 资本的变迁

第四章 从旧欧洲到新大陆

第五章 资本/收入比的长期变化趋势

第六章 21世纪资本——劳动划分

第三部分 不平等的结构

第七章 不平等与集中度：初步关联

第八章 两个世界

第九章 劳动收入的不平等

第十章 资本所有权的不平等

第十一章 劳动收入和继承财富的长期变化

第十二章 21世纪的全球贫富差距

第四部分 21世纪的资本监管

第十三章 21世纪的社会国家

第十四章 反思累进所得税

第十五章 全球资本税

第十六章 公共债务问题

结论

中文版自序

拙作《21世纪资本论》先后于2013年9月和2014年3月出版了法文版和英文版，中文版即将问世，颇感荣幸。数十年来，中国一直在摸索自己的模式，从19世纪至20世纪西方实践经验的成败中汲取教训，同时立足于本国国情，寻找一条融合资本主义与社会主义优点的新路。希望本书所提供的历史资料有助于促进此类思考和有意义的辩论，有益于我们——包括中国和全球其他国家——共同的未来。因为，尽管我们身处世界各地，但大家要面对同样的问题——调和经济效率、社会公平与个人自由之间的矛盾，防止全球化及贸易、金融开放带来的利益被少数人独占，阻止自然资源发生不可逆转的衰退。如果说中国能从国外的经验教训中获益，其他国家同样也可以从中国的经验中学习到很多东西。理想的社会经济体制仍然有待创立，所以，彼此的历史经验是我们最好的指引，我们应该互相学习，抛开一切意识形态，并尽可能地超越国家之间的敌对立场。

本书回顾了自工业革命以来收入及财富分配的历史，利用20多个国家众多研究人员精心收集的最新数据，尝试梳理出一部关于财富及其分配不平等所引发的社会、政治和文化矛盾的历史，一部鲜活生动的人类历史。我还尝试在本书的第四部分为未来总结若干教训，但主旨其实是提供史实资料，让每个人从中得出自己的结论。由于主要数据来源有限——包括20世纪初已存在的诸多国家所收集的收入申报、财产继承文书档案（部分可追溯到19世纪初）以及资产及收入国民账户（有些国家从18世纪初开始就有记载），本书主要基于现今发达国家的历史经验，尤以英、法、美、德、日五国的经验为主。

中国读者初读时可能会觉得事不关己，甚至以为目前欧美这种日益增长的对不平等现状的担忧仅限于发达国家，这些富国的烦恼与中国相去甚远，中国的要务是全力以赴发展经济，保持20世纪80~90年代以来的迅猛势头，改变贫困人口的命运。这恐怕是完全想错了。以中国和印度为代表的新兴国家的的确确出现在了本书收录使用的有关收入不平等的“世界顶级收入数据库”（World top incomes Database, WTID）中，确实不乏问题，后文会再谈及。总的来说，新兴国家在本书的全球视角中

占据重要位置。前两章着眼于全球层面上的生产及收入分配，中国在其中自然是举足轻重。我分析了发展中国家与发达国家之间的人均国内生产总值差距日渐缩小这一进程；它极大地促进了各国之间的趋同和不平等的缩小，这主要归功于知识和技能的传播（社会投资的良性循环，中国在这方面比其他大多数发展中国家做得相对好一些）。目前，北美和欧洲分别占全球国内总产值的1/4，中国紧随其后，略少于1/4。在接下来的几十年内，前两大经济集合体（欧美）所占比重将大幅降低，中国及其他发展中国家的分量将按各自比重有所增长。

但是，尽管经济增长与趋同的速度令人惊叹，不能因此忘记贫富不均问题在发达国家和中国都存在，而且在未来数十年里中国存在的不平等问题会日趋突显，因为经济增长终究会不可避免地放缓。根据官方公布的数据，与其他国家相比，中国以往收入差距很小——不过这些数据不见得完全可靠。某些中国大学近来进行的调查显示国内财富不平等的现象越来越严重，据估算，20世纪90年代及2000年初中国财富不平等的程度与瑞典相当，到2010年则上升到了接近美国的水平，甚至有过之而无不及。目前谁也不说，但至少足以肯定这个问题值得进一步研究，不能继续置之不理。

至于资本/收入比，即一个国家的全部资本（土地建筑、专业劳动力、产业及金融资本之和减去负债）和国民收入之比，现状如何？这方面关于中国的可用数据可靠性较低。但若干因素——非常高的存款率和投资率，以及过高的房价——让人觉得，发达国家最近数十年来出现的资本/收入比升高的趋势目前中国也存在。目前还在进行当中的对中国国民资本存量及其变化的估算似乎证实了这一趋势，但还存在一些明显的特殊性，主要与中国公共资本比重大有关。当前在发达国家，国民资本几乎全部为私人资本：全都占90%以上，有些国家甚至超过100%，比如意大利的公共资本为负，也就是说其公共债务超过了公共资本，因此私人资本的比例增大。前苏联国家也是如此，20世纪90年代初花费巨大的气力将几近全部的公共资本转给了私人持有者。

从这一点来看，中国是一个极大的特例，因为眼下在中国，公共资本似乎占国民资本的一半左右（据估算约占1/3~1/2）。如果公共资本能够保证更均等地分配资本所创造的财富及其赋予的经济权力，这样高的公共资本比例可以促进中国模式的构想——结构上更加平等、面对私人利益更加注重保护公共福利的模式。中国可能在21世纪初的现在最终

找到了公共资本和私人资本之间的良好妥协与平衡，实现真正的公私混合所有制经济，免于整个20世纪期间其他国家所经历的种种波折、朝令夕改和从众效应。

然而，这种看问题的方式可能过于乐观或幼稚，或两者皆有。每种模式都始终在经历不断的重建、持续的再创造，不能仅因为它还在发展就有理由继续存在。自2000年以来，中国的私人资本比重跃升，可能已经超过了前文所估算的公共资本在国民资本中所占比重——现有数据也许不够可靠。而且，虽说国民资本中的公共资本在教育、健康医疗、基础设施等行业有着明显的优势，而在产业和金融领域，公共资本的情况就不那么清晰了。公共资产——至少以传统的国有形式存在的公有资产——有时候既没有带来效率也没有带来公平，更没有带来权力的民主分享，甚至在某些情况下被所谓公产管理者挪用和不法占用。在中国，尽管与前苏联国家相比，做法没有那么极端，速度也没有那么快，但公共资本转为私人资本的进程已经开始，合理的理由是为了提高经济效率，有时却让个别人借此暴富。中国也出现了越来越多的寡头。

目前中国政府正大举反腐。腐败算得上是最不合情理的一种财富不平等，让巨额财富源源不断地流入极少数人手中。所以把反腐作为当前要务是完全必要的。不过，若以为腐败是导致极为不公的财富不平等和财富过度集中的唯一根源，就想得过于简单了。其实私人资本的积累和分配过程本身就具有使财富集中且往往过度集中的强大推动力。本书指出，通过研究19世纪到第一次世界大战前欧洲国家所经历的财富极为不平等的发展过程，同时观察最近几十年来全世界巨富阶层爆炸式的财富增长趋势，对此基本上可以做出如下解释：从长期来看，资本收益率（特别是顶级资本的收益率）明显超过经济增长率。两者之差导致初始资本之间的差距一直延续下去（资本持有者只需将资本收入的一小部分用于保持自己的生活水平，而将大部分用于再投资），并且可能造成资本的高度集中。

当然，腐败和市场操纵让个别人牟利会加剧这种不平等，但不是唯一的因素。要扭转这种趋势，必须建立一整套公共机制，使资本为整体利益服务，包括在各个行业中发展各种新型资产和新型的参与性治理，还包括对收入和资产实行累进税制。我想在此特别针对中国的情况谈谈累进税制。

累进税制的理想形式是对所有收入和资产征税，没有免除或例外，

收入和资产水平越高，税率就越高。在我看来，累进税制在公平社会里起着三重作用。

首先，它以最为公平的方式为公共服务、社会保险和教育机构筹资——这三者必不可少——才能确保知识、技能和机会的传播过程和谐顺畅，社会经济发展有赖于此。在扫除文盲和全民义务教育方面，中国比别的国家做得好。而说到普及中高等教育、提高教育质量、解决阶层分化以及富家子弟与寒门学子之间日益扩大的教育机会不均等之类的现实问题，需要的是充足的公共资金投入。往大里说，中国的福利国家体制亟待建设。

除了为福利国家筹资，累进税制还能缩小市场和私有财产制所带来的贫富差距，特别是限制社会阶层顶端的收入及资产的过度集中，必要的话可对占有最多资源和财富的人征收重税。应通过尽量心平气和、讲求实际的公开辩论来制定相关税率，参照历史经验教训，着重探讨追求经济发展和创新过程中产生的贫富差距程度是否合理，以及该社会中不同阶层享受到的增长率分别是多少。

累进税制的最后一重作用——可能也是最重要的一重作用——就是使收入和资产变化透明化、公开化。一直以来都是如此：除了筹资和再分配的作用，税收还可用以区分各种法定类别和统计类别，让社会更好地认识自身，并依照经济和社会现实的演变来采取相应的政策（尤指征税率，但不限于此）。这必须基于公开可靠的信息。如果缺乏这样的信息，政治辩论往往凭借对不同阶层的人群所占有资源的想象来讨论问题，导致民粹主义滋生，得出错误结论。不要体温计是不能让发热的人降温的。

中国在20世纪80年代初开始实行了累进税制，从某些方面来看与大部分发达国家自20世纪初实行的税制相似，但存在一个很大的不同点：制度不太透明，尤其税务部门仍旧不定期公布详细的税收数据，以反映不同收入等级、水平和类别每年的变化。这基本上解释了为什么很难测算出中国收入差距的演变，为什么官方数据（基于有限的家庭抽样调查和收入自动申报）总会低估财富不平等水平，特别是分配制度顶层的不平等（只有依据详尽和强制性的税收数据才能准确测算）。结果就是中国的经济增长收益的社会分配情况鲜为人知。

鉴于中国社会中的资产越来越庞大，我认为也可对遗产继承和捐献

实行累进税，并对资产征收年度累进税，而且公布相应数据。发达国家的历史经验表明，人口数量的停滞——特别是目前中国出现的人口负增长——会使过去累积的资产在税收结构中所占比重上升。在一个每对夫妇生十个孩子的社会里，最好不要对遗产抱太大希望，而需要靠自己攒钱积蓄。反过来，如果每对夫妇只有一个孩子，这个孩子会继承两边的财产（假设父母名下有的话）。因此，未来数十年里中国人的遗产继承会越来越多。实际上就是说那些只有一份工作的人——尤其是农村打工者——会非常难以取得城市资产。在这种条件下，对巨额遗产继承进行征税是合理的，以减轻工薪族的纳税负担。至少，应该可以基于可靠数据对此进行讨论。

出于同样的考虑，或许也可以对房地产及金融资产（除去负债后的净额）征收年度税，增加资产的流动性。在此必须强调，这样的税制会增强资本分配（尤其是分配顶层）的公共透明度。税务部门可每年公布100万～500万元、500万～1 000万元、1 000万～5 000万元、5 000万～1亿元、1亿元以上（以此类推）各个等级的数目及金额的变化，年收入也如此。如此一来，每个人都可以了解国内的财富分配变化情况，并思考应采取何种政策改变其发展趋势。

以上这些既涉及税务，又涉及政治和民主，是否能实现？与无法相互协调、陷入过度税收竞争的欧洲小国相比，中国的优势之一是国土辽阔、人口众多、经济体量大——很快将占全球国内生产总值的1/4。这应该可以让中国政府实施银行信息的自动传输、金融证券的登记，制裁和监管不合作的外国银行，从而高效地组织管理公平的累进税制度。美国的联邦机构有时看起来跟欧洲同等机构一样无能，欧洲机构还似乎越来越倾向于只为一小部分经济和金融精英服务；相对而言，中国原则上可以凭借强有力的中央统一领导体制和高层领导者的反腐和促进公益的决心贯彻累进税制，免于游说集团的压力和竞选政治献金带来的束缚。当然，中国很大一部分政治精英不会从财富透明、累进税制和法治国家中得到什么好处。而一部分愿意放弃特权、为公益做贡献的人似乎认为政治民主的上升将彻底危及泱泱大国的统一，但政治民主是必定与经济民主携手而行的。有一件事是肯定的：中国会从诸多矛盾之中找出一条独一无二的决定性道路，其他国家也是如此。历史自会开创新的道路，往往就在最出人意料之处。

Thomas Piketty

2014年8月1日于巴黎

中文版自序（原文）

Je suis très heureux que mon livre “Le capital au 21^e siècle”, paru en français en septembre 2013 et en anglais en mars 2014, soit maintenant publié en chinois. La Chine tente depuis plusieurs décennies de construire son propre modèle, sa propre voie hybride, entre capitalisme et communisme, en tirant notamment les leçons des échecs et des réussites des expériences occidentales en ce domaine au cours du 19^e et du 20^e siècles, et en s'appuyant bien sûr sur ses propres traditions. J'espère que les matériaux historiques présentés dans ce livre contribueront à alimenter ces réflexions et ces débats essentiels pour notre avenir commun, en Chine comme dans le reste du monde. Car les problèmes que nous avons à résoudre - concilier efficacité économique, justice sociale et émancipation individuelle; éviter que les bénéfices de la mondialisation et de l'ouverture commerciale et financière ne soient massivement accaparés par une minorité; empêcher une dégradation irréversible de notre capital naturel - sont fondamentalement les mêmes dans les différentes parties du monde. Etsi la Chine peut tirer des bonnes et des mauvaises leçons des expériences étrangères, le reste du monde apprend également beaucoup à apprendre de l'expérience chinoise. Le système socio-économique idéal reste encore et toujours à réinventer, et pour cela l'expérience historique des uns et des autres, hors de toute idéologie, et en dépassant autant que possible les antagonismes liées aux identités nationales, demeure notre meilleur guide.

Mon livre porte sur l'histoire de la répartition des revenus et des patrimoines depuis la Révolution industrielle. En m'appuyant sur des données inédites collectées grâce à de nombreux chercheurs dans plus de 20 pays, je tente d'écrire une histoire humaine, vivante et abordable de l'argent, et des conflits sociaux, politiques et culturels suscités par son inégale répartition. Je tente également dans la quatrième partie de l'ouvrage de tirer quelques leçons pour l'avenir - mais en vérité mon

principal objectif est d'apporter des éléments historiques et factuels permettant à chacun d'écrire sa propre quatrième partie. pour des raisons de disponibilité des principales sources utilisées-en particulier les déclarations de revenus,quidans de nombreux pays existent depuis les premières années du 20^e siècle;les archives successorales,qui permettent dans certains cas de remonter au début du 19^e siècle; et les comptes nationaux de patrimoines et de revenus,qui débutent dans quelques pays au début du 18^e siècle-le livre repose avant tout sur l'expérience historique des pays aujourd'hui riches. Les cas du Royaume-Uni,de la France,des Etats-Unis,de l'Allemagne et du Japon sont particulièrement sollicités.

le lecteur chinois,de prime abord,pourrait donc se sentir peu concerné. il pourrait même être tenté de considérer que ces nouvelles peurs inégalitaires qui se développent actuellement aux Etats-Unis et en Europe sont un luxe de pays déjà développés,et que ces soucis de riches se situent à des années-lumière des préoccupations chinoises,entièrement tournées vers la formidable croissance qui anime le pays depuis les années 1980- 1990 et le sort si spectaculairement de la pauvreté. Rien pourtant ne serait plus faux. les pays émergents-à commencer par la Chine et l'Inde-sont bel et bien inclus dans la base de données internationales sur les inégalités de revenus utilisée dans le livre (la "World top incomes Database"),avec il est vrai quelques difficultés,sur lesquelles je reviendrai plus loin. De façon plus générale,les pays émergents occupent une place importante dans la perspective mondiale qui est celle de mon livre. les deux premiers chapitres,en particulier,traitent de la répartition de la production et des revenus au niveau mondial,et la Chine y joue bien évidemment un rôle essentiel. J'analyse le processus de rattrapage actuellement à l'œuvre des PIB par habitant entre pays pauvres et riches,puissante force de convergence et de réduction des inégalités,qui doit beaucoup à la diffusion des connaissances et des qualifications (processus vertueux d'investissement social dans lequel la Chine a relativement mieux réussi que la plupart des autres pays en développement). l'Amérique du Nord regroupe actuellement environ un quart du PIB mondial,l'Europe un second quart,et la Chine un petit

troisième quart (en fait un peu moins). la part des deux premiers ensembles est appelée à baisser considérablement au cours des prochaines décennies, et la part de la Chine et des autres pays émergents à augmenter, à la mesure de leur part dans la population mondiale.

Mais cet impressionnant processus de croissance et de convergence ne doit pas faire oublier que la question des inégalités concerne autant la Chine que les pays les plus riches- et concernera la Chine de plus en plus au cours des décennies à venir, car la croissance finira inévitablement par ralentir. Les indicateurs officiels indiquent traditionnellement que la répartition des revenus est faiblement inégalitaire en Chine par comparaison aux autres pays du monde- mais il n'est pas sûr que ces indicateurs soient totalement fiables. Plusieurs enquêtes menées récemment dans des universités chinoises suggèrent une forte progression des inégalités de patrimoines en Chine, qui selon certaines estimations seraient passées d'un niveau proche de la Suède dans les années 1990 et au début des années 2000 à un niveau proche des Etats-Unis au début des années 2010- voire un peu plus élevé encore. À ce stade, personne ne sait très bien- mais on en sait largement assez pour conclure que la question mérite d'être étudiée davantage, et ne pourra plus longtemps être laissée dans l'ombre.

Qu'en est-il de l'évolution du rapport capital/revenu, c'est-à-dire le rapport entre le montant global du capital (immobilier, professionnel, industriel et financier, net de dettes) et le revenu national du pays? Là encore, les estimations disponibles pour la Chine sont fragiles. Mais plusieurs éléments- en particulier les très forts taux d'épargne et d'investissement, ainsi que le gonflement parfois démesuré des prix immobiliers- laissent à penser que la hausse tendancielle du rapport capital/revenu observée ces dernières décennies dans les pays riches est également à l'œuvre en Chine. Des estimations actuellement en cours de réalisation du stock de capital national chinois et de son évolution semblent confirmer cette tendance, avec toutefois des particularités importantes, liées notamment à l'importance du capital public dans le contexte chinois.

le capital privé représente actuellement la quasi-totalité du capital national dans les pays riches: toujours plus de 90%, voire même plus de 100% dans les pays comme l'Italie où le capital public est devenu négatif, c'est-à-dire où les dettes publiques sont plus importantes que les actifs publics, ce qui contribue à accroître l'ampleur des patrimoines privés. Il en va de même dans les pays de l'ex-bloc soviétique, qui avec une belle énergie ont transféré la quasi-totalité de leur capital public à des détenteurs privés depuis le début des années 1990.

De ce point de vue, la Chine est une exception d'importance, puisque le capital public semble actuellement représenter autour de la moitié du capital national (ou peut-être entre le tiers et la moitié, suivant les estimations). Dans la mesure où la propriété publique permet une répartition plus équilibrée des richesses que le capital contribue à produire, et du pouvoir économique qu'il confère, cette plus grande importance de la propriété publique peut contribuer à dessiner les contours d'un modèle chinois structurellement plus égalitaire, et plus soucieux de la préservation du bien public face aux intérêts privés. La Chine aurait finalement su trouver en ce début de 21^e siècle le bon compromis entre capital public et privé, une véritable économie mixte, à l'abri des soubresauts, des têtes-à-queue et des effets de mode qui ont marqué le reste du monde d'un bout à l'autre du 20^e siècle.

Cette façon de voir les choses pêche cependant sans doute par optimisme, ou bien par naïveté, et probablement les deux à la fois. Chaque modèle est toujours en perpétuelle reconstruction, en réinvention permanente, et ne peut exister que parce qu'il avance. Le capital privé a beaucoup gagné en importance en Chine depuis les années 2000, et il est possible que l'estimation approximative indiquée plus haut concernant la part du capital public dans le capital national soit déjà dépassée - tant il est vrai que ces estimations sont fragiles. Surtout, si la propriété publique du capital a des vertus évidentes dans des secteurs tels que l'éducation, la santé, les infrastructures, les choses sont parfois beaucoup moins claires dans le cas du capital public.

industriel et financier. Dans ces secteurs, la propriété publique, tout du moins dans sa forme étatique traditionnelle, ne conduit parfois ni à l'efficacité ni à l'égalité, et encore moins au partage démocratique du pouvoir, et peut même dans certains cas s'accompagner de stratégies de captation et d'appropriation indues par les responsables supposées en charge du bien public. Même si le processus se fait de façon moins extrême et moins rapide que dans l'ex-bloc soviétique, le mouvement de transfert du capital public vers le capital privé est déjà bien entamé en Chine, en partie pour des raisons légitimes d'efficacité économique, et parfois avec le passage des enrichissements individuels totalement disproportionnés. De plus en plus, la Chine secrète elle aussi ses oligarques.

Le gouvernement chinois est actuellement lancé dans une vaste campagne de lutte contre la corruption. De fait, la corruption constitue sans doute la forme la plus injustifiée de l'inégalité, la forme la plus inacceptable de l'accumulation excessive des richesses entre quelques mains. Il est donc tout à fait indispensable de s'y attaquer en priorité. Pour autant, il serait bien naïf de penser que seule la corruption est à l'origine d'une inégalité injuste et d'une concentration excessive des richesses. Le processus d'accumulation et de répartition du capital privé contient en son sein des forces puissantes conduisant à une concentration souvent extrême de la propriété. Comme je le montre dans mon livre, en étudiant notamment les trajectoires hyper-inégalitaires des pays européens au 19^e siècle et jusque la Première guerre mondiale, ainsi que les tendances explosives observées ces dernières décennies au niveau des plus grandes fortunes mondiales, cela s'explique notamment par la tendance dans le long terme à ce que le rendement du capital (en particulier le rendement obtenu par les portefeuilles les plus importants) dépasse sensiblement le taux de croissance de l'économie. Cette inégalité $r > g$ permet aux inégalités patrimoniales initiales de se perpétuer dans le temps (les détenteurs du capital peuvent se contenter de réinvestir une faible fraction des revenus produits par leur capital, et d'utiliser la majeure partie pour financer leur niveau de vie), avec potentiellement des niveaux très élevés de concentration du capital.

Ces tendances inégalitaires peuvent certes être aggravées par la corruption et la manipulation des marchés au bénéfice de quelques uns-mais elles ne s'y réduisent pas. pour les contrer,il faut également développer tout un ensemble d'institutions publiques et démocratiques permettant de mettre le capital et le capitalisme au service de l'intérêt général. parmi ces institutions figurent notamment le développement de nouvelles formes de propriété et de gouvernance participative,dans tous les secteurs,mais également l'impôt progressif sur les revenus et sur les patrimoines,institution que je voudrais maintenant évoquer ici,en particulier dans une perspective chinoise.

L'impôt progressif,dans sa forme idéale,met à contribution tous les revenus et les patrimoines,sans passe-droit ni exception,avec des taux d'imposition d'autant plus élevés que les niveaux de revenus et de patrimoines sont importants. De mon point de vue,l'impôt progressif joueun triple rôle dans une société juste.

Tout d'abord,il permet de financer de façon la plus juste possible les services publics,les protections sociales et les institutions éducatives indispensables pour que le processus de diffusion des connaissances,des qualifications et des opportunités sur lesquels repose le développement économique et social puisse se dérouler harmonieusement. la Chineasu mieux que d'autres pays relever le défi de l'alphabétisation et de la scolarisation universelles. pour relever celui de l'enseignement secondaire et supérieur de masse et de qualité,et éviter les pièges de la stratifiét de l'inégalité éducative exacerbée entre enfants de riches et enfantsde pauvres,qui menacent aujourd'hui le pays,il faudra des fipublics adéquats. plus généralement,l'Etat social chinois reste largement à bâtir.

Outre son rôle de fi de l'Etat social,l'impôt progressif permet également de réduire les inégalités générées par le marché et le système de propriété privée,et en particulier de limiter la concentration des revenus et des patrimoines au sommet de la hiérarchie sociale,si besoin au moyen de taux très élevés sur les personnes disposant des ressources et des fortunes les plus

importantes. Ces taux d'imposition doivent être fixés à l'issue d'un débat public aussi serein et pragmatique que possible, en fonction des leçons que l'on peut tirer de l'histoire, notamment au sujet des niveaux d'inégalité que la recherche de la croissance et de l'innovation peut légitimement justifier, et des informations disponibles sur les taux de croissance dont bénéficient les différentes classes sociales dans la société considérée.

Enfin et peut-être surtout, le troisième rôle de l'impôt progressif est précisément de produire de la transparence et de la connaissance sur la dynamique des revenus et des patrimoines. Il en a toujours été ainsi: au-delà de son rôle de financement et de redistribution, l'impôt produit également des catégories juridiques et statistiques permettant à la société de mieux se connaître elle-même, et d'adapter les politiques suivies - en particulier les taux d'imposition, mais pas seulement - à l'évolution de la réalité économique et sociale, sur la base d'informations fiables et publiquement disponibles. En l'absence de telles informations, le débat politique s'alimente souvent de fantasmes sur la réalité des ressources dont disposent les différents groupes sociaux en présence, ce qui conduit à nourrir le populisme et les fausses solutions. Ce n'est pas en se passant de thermomètre que l'on fait tomber la fièvre.

La Chine dispose depuis le début des années 1980 d'un système d'impôt progressif sur le revenu, qui par certains côtés ressemble aux systèmes en place depuis le début du 20^e siècle dans la plupart des pays riches. avec toutefois une différence importante: le système est peu transparent, et en particulier l'administration fiscale chinoise ne publie toujours pas de statistiques régulières et détaillées sur la façon dont les différentes tranches, niveaux et catégories de revenus progressent d'une année sur l'autre. Cela explique en grande partie pourquoi il est si difficile de mesurer l'évolution des inégalités de revenus en Chine, et pourquoi les indicateurs officiels (qui reposent sur des enquêtes auprès des ménages fondées sur des échantillons limités et sur l'auto-déclaration des revenus) tendent à sous-estimer l'inégalité, notamment au sommet de la répartition (que seules des

données financières exhaustives et contraignantes permettent de mesurer correctement). la conséquence est que la répartition sociale des gains de la croissance est relativement mal connue en Chine.

Compte tenu de l'importance croissante prise par les patrimoines dans la société chinoise, il me semble que la Chine aurait également tout intérêt à créer un impôt progressif sur les successions et les donations, ainsi qu'un impôt progressif annuel sur les patrimoines, et à publier les données correspondantes. l'expérience historique des pays riches indique que la stagnation de la population et a fortiori la croissance démographique négative actuellement à l'œuvre en Chine tend à accroître structurellement le poids des patrimoines accumulés dans le passé. Dans une société où chaque couple a dix enfants, mieux vaut ne pas trop miser sur l'héritage et compter surtout sur sa propre épargne. à l'inverse, si chaque couple n'a qu'un seul enfant, alors on hérite des deux côtés, tout du moins quand les parents ont du bien. tout laisse à penser que l'héritage va prendre une importance considérable dans les années et décennies à venir en Chine. Concrètement, cela veut dire qu'il va être très difficile à tous ceux qui n'ont que leur travail - en particulier les migrants ruraux - d'accéder à la propriété urbaine. Dans ces conditions, il est légitime d'imposer les successions importantes, afin d'alléger d'autant la charge financière pesant sur les salaires. et tout le moins, ce débat doit pouvoir avoir lieu, sur la base de données fiables.

L'introduction d'un impôt annuel sur les patrimoines immobiliers et financiers (nets de dettes) participerait de la même logique et permettrait d'accroître la mobilité du patrimoine. il faut là aussi souligner les avantages qu'un tel système apporterait en termes de transparence publique sur la répartition du capital, en particulier pour le sommet de la distribution. l'administration pourrait publier chaque année l'évolution du nombre et du montant des patrimoines compris entre 1 et 5 millions de yuans, 5 et 10 millions, 10 et 50 millions, 50 et 100 millions, plus de 100 millions de yuans, et ainsi de suite, de la même façon que pour les revenus annuels. Chacun pourrait ainsi se faire une idée des directions prises par la répartition des richesses en Chine, et

des politiques à prendre pour infla trajectoire.

Ces évolutions tout à la fois fiscales, politiques et démocratiques auront-elles lieu? par comparaison aux petits pays européens, le plus souvent incapables de se coordonner entre eux, enfoncés dans une concurrence fiscale exacerbée, l'un des avantages de la Chine est la très grande taille de son territoire, de sa population et de son économie: bientôt un quart du PIB mondial. Cela permet en principe au gouvernement chinois de mettre en place les systèmes de transmission automatique d'informations bancaires, les registres de titres financiers, et les sanctions et contrôles vis-à-vis des centres bancaires étrangers non-coopératifs, nécessaires pour organiser de façon efficace un système fiscal progressif et juste. Par comparaison aux Etats-Unis, dont les institutions fédérales paraissent parfois presque aussi dysfonctionnelles que les institutions européennes, et qui en outre semblent de plus en plus souvent au service d'une petite élite économique et fiscal, la Chine peut en principe s'appuyer sur une centralisation politique sans faille, et une volonté affirmée de ses dirigeants de lutter contre la corruption et de promouvoir le bien public, à l'abri des lobbies et des contraintes posées par le financement des campagnes électorales. Il est bien évident, cependant, qu'une bonne partie des élites politiques chinoises n'a pas grand-chose à gagner de la transparence sur les fortunes, de la fiscalité progressive et de l'état de droit. Et la partie qui est prête à renoncer à ses privilèges pour se consacrer au bien public semble parfois considérer que l'unité de ce pays de grande taille serait irrémédiablement menacée par la montée de la démocratie politique, qui doit pourtant aller de pair avec l'avènement de la démocratie économique. Une seule chose de sûre: de ces contradictions sortira une voie unique, décisive pour la Chine comme pour le reste du monde. l'histoire invente toujours ses propres voies, le plus souvent là où on ne les attend pas.

Thomas Piketty

paris le 1er août 2014

导言

在权利方面，人人与生俱来而且始终自由与平等，非基于公共福祉不得建立社会差异。

——法国《人权宣言》（1789）第一条

财富分配已成为时下最广泛讨论和颇具争议的话题之一，但我们是否真正了解其漫长的演进过程呢？私有资本的不断积累真如卡尔·马克思在19世纪预言的那样，将导致财富被少数人掌握吗？或者如西蒙·库兹涅茨在20世纪所设想的那样，增长、竞争与技术进步之间的不断博弈将会逐渐降低社会不同阶层之间的不平等程度，促进社会更加和谐地发展？我们对财富和收入从18世纪演变至今又真正了解多少？当下，我们从中又可以汲取怎样的经验？

以上问题我都将在本书中一一进行解答。我也必须承认，书中的这些答案并不完善，但相比以往学者的研究成果，这些答案采用了更加广泛的历史资料 and 对比数据，覆盖了近三个世纪、20多个国家，同时运用新颖的理论架构进行深度解析。现代经济增长与信息传播虽然规避了马克思理论演进结果的发生，但是并未改变资本深层结构与社会不平等的现实——至少不像“二战”之后十年中一些乐观主义者所想象的那样尽如人意。当21世纪的今天依然重复着19世纪上演过的资本收益率超过产出与收入增长率的剧情时，资本主义不自觉地产生了不可控且不可持续的社会不平等，这从根本上破坏了以民主社会为基础的精英价值观。然而，民主可以重新控制资本主义并且保证公众利益高于个人利益，保持经济开放度，同时避免贸易保护主义和民族主义的影响。在本书后面的章节，我从这个角度提出了政策建议。这些观点是基于历史经验教训得出的，本质上是对事实的一种客观陈述。

无数据之争？

关于财富分配的学术争论和政治争论，长期以来总是充满偏见并且缺乏事实依据。

每个人都会对所处时代的财富收入水平有自己的直观认识，哪怕他缺乏理论框架或数据分析。可以肯定的是，绝不应该低估这种直观认识的重要性。电影和文学作品，尤其是19世纪的小说中，随处可见关于不同社会阶层财富和生活水平的详细描述，尤其是对极度不平等的社会结构、合乎情理的生活方式以及对个人生活影响的刻画。简·奥斯汀和巴尔扎克的小说生动描绘出1790~1830年英国和法国社会财富的分配情况。两位小说家敏锐地捕捉到各自所在社会阶层的财富层级，他们抓住了财富隐藏的轮廓，及其对男性和女性生活必然的影响，包括对于婚姻的态度、个人的期许和失望。他们和其他小说家用逼真而有力的笔触描绘了社会不平等的影响，而这些都是数据统计和理论分析无法相比的。

当然，财富分配问题如此重要，因此不可能只扔给经济学家、社会学家、历史学家以及哲学家来解决。幸运的是，每一个人都很关心这个问题。那些具体的、真实存在的不平等是显而易见的，也自然会激发尖锐但又矛盾的政治评判。农民和封建领主，工人和雇主，员工与资本家：每个人都有自己独一无二的优势，都对其他人的生活以及不同社会阶层之间权力与支配存在的关系有着自己独特的观察，并依据这些观察形成自己的是非判断。因此，这种对于社会不平等的主观和心理维度的认识，必然会造成科学分析无法缓和的政治纷争升级。所幸，民主永远都不会被共和所代替。

然而，分配问题也应该进行系统和规范的研究。如果没有精确定义的数据来源、方法、概念，我们可能会看清一切，也可能一无所获。有些人认为不平等总是会加剧，整个世界因此变得更加不公平；还有人认为不平等呈自然衰减态势，和谐会自动慢慢生成，我们无须做任何事来冒险打破这份完美的平衡。每个阵营都在指责其他阵营的思维惰性，却同时也暴露出自己的思维惰性，相互之间完全是一种“聋子式的对话”。在这种情况下，进行研究工作——即使不是完全科学的，但至少是系统的、有条理的研究——将非常有用。专业分析不会因社会不平等导致的暴力政治冲突而终结。社会科学研究总是会充满试验性和不完美因素。没有人会要求将经济学、社会学和历史学转化为精密科学。但如果我们能够耐心地搜集案例和样本，冷静地分析相关经济、社会以及政治机制，就可以宣传民主辩论，聚焦正确的问题。并且这样有助于重新定义辩论框架，廓清先入为主或欺骗性的观点，对所有观点都保持严格审视的态度。在我看来，这是所有学者（包括社会学家）都应该扮演的角色，而那些很幸运能比其他人有更多时间致力于此研究的普通人（有的

甚至为此领取薪水——一种显著的特权）也同样应该发挥积极作用。

但是，我们无法回避的事实是，财富分配的社会科学研究经过长时间发展，多是基于各种各样的纯理论推测，而确定的事实依据支撑则相对有限。在深入探讨之前，我为了写这本书搜集了大量相关信息，我希望可以为以上这些问题给出一个直接的历史性观点。

马尔萨斯、扬和法国大革命

经典政治经济学诞生于18世纪末、19世纪初的英、法两国，关于社会分配问题的讨论贯穿始终。人口的持续增长——这是以前不曾出现的情况——再加上农村人口的外迁以及工业革命的来临，每个人都深深意识到激烈的变革正在进行。这些剧变又是如何影响财富分配、社会结构以及欧洲社会政治稳定的呢？

托马斯·马尔萨斯在1798年发表的《人口原理》中明确指出：人口过剩是影响财富分配的首要因素。^[1]尽管他的材料支撑略显单薄，但他还是极力去证明这一观点的正确性。另一个极具影响力的是阿瑟·扬的游历日记，这位英国农学家在大革命爆发前夕的1787~1788年游历了整个法国，从加来到比利牛斯山脉，从布列塔尼到弗朗什孔泰地区，扬描绘了法国乡下人民的贫苦生活。

他栩栩如生的描写绝不是随意捏造。当时的法国是欧洲人口最多的国家，也因此成为最令人向往的国度。该国在1700年可能就已经拥有2 000万人口，而当时的英国只有800万人口（其中英格兰只有500万）。从路易十四统治末期到路易十六被送上断头台，整个18世纪法国人口平稳增长，直到1780年人口总数接近3 000万。人们有理由相信，在法国大革命爆发前的十几年，这样快速的人口增长趋势很大程度上造成了农业收入水平的停滞以及地租的大幅上涨。尽管人口水平的大幅度波动不是造成法国大革命的唯一原因，但仍在一定程度上导致贵族权威以及当时政治统治的日益弱化。

然而，扬发表于1792年的著作也存在着民族主义的偏见以及误导性的比较。这位著名的农学家发现他很不喜欢他所居住的客栈，也很反感客栈里女服务员对待他的方式。尽管他的所见所闻多是道听途说，但他仍然坚信可以从中提取普遍真理。他最担心的是他亲眼看见的这些民众

疾苦将导致政治动荡。特别是，他坚信只有英国的政治体制（即由贵族和公众分别组成两个独立议会而贵族拥有否决权）才可能给广大民众带来和谐的生活以及稳定的发展。1789~1790年，法国允许贵族和平民组成单一立法主体，这让扬坚信法国即将走向灭亡。可以毫不夸张地讲，他的著作中充满了他对法国革命的恐惧。无论谁提出财富分配的话题，政治都是躲不开的考虑因素，人们很难忽视阶级偏见以及利益区分。

当传教士马尔萨斯在1798年发表他著名的评论文章时，他得出了比扬更加激进的结论。和扬一样，马尔萨斯非常害怕法国出现新的政治思想，并不断说服自己，这里不会发生像英国一样的政治剧变。他建议要立即停止给穷人的所有福利资助，严格控制贫困人口的增长速度，否则这个世界将会因人口过剩而变得混乱和痛苦。如果对18世纪90年代欧洲精英社会曾遭遇到的恐惧没有深入了解，我们将无法理解马尔萨斯这种夸张的悲观预测。

李嘉图：稀缺性原则

现在回想起来，这些末日预言显然是很可笑的。然而，真正重要的是要认识到，18世纪末和19世纪初经济和社会的变革确实令人印象深刻，对于那些亲身经历的人们来说，甚至可以说是巨大的创伤。实际上，大多数当代观察者——不仅马尔萨斯和扬——对于社会财富分配和阶层结构的长期演化都抱着相对黑暗甚至是末日的观点。尤其是大卫·李嘉图和卡尔·马克思，作为19世纪最具影响力的两位经济学家，他们都相信，社会的一小部分群体——李嘉图称之为地主，马克思称之为工业资本家——将不可避免地要求稳步增加产出和收入的份额。^[2]

李嘉图于1817年出版了《政治经济学及赋税原理》，主要关注的是土地价格和土地租金的长期演进。和马尔萨斯一样，他写文章时几乎没有进行过真正的统计。尽管如此，他对其所处时代的资本主义知识非常精通。由于其出生在一个有着葡萄牙血统的犹太商人家庭，他似乎也没有像马尔萨斯、扬和斯密那样抱有那么大的政治偏见。他受到马尔萨斯模型的影响但对其做了进一步的发展。他对以下逻辑悖论十分感兴趣：一旦人口和产出开始稳步增长，相对于其他商品，土地会越来越稀缺；根据供需原理，这意味着土地的价格会不断上升，支付给地主的地租也会上涨，如此一来，地主占国民收入的份额会越来越大，而提供给其他

人的份额就会减少，从而破坏社会平衡。李嘉图认为，无论是从逻辑上还是政治上来说，一个可行的解决方法是稳步增加对地租的税收。

这一悲观的预测被证明是错误的：地租在较长时间内仍居高不下，但最终，随着农业在国民收入中所占比重的下降，相对其他财富形式，农田的价值不可避免地下降了。在19世纪初期，李嘉图没有办法预测未来技术进步的重要性或工业的发展。和马尔萨斯、扬一样，他不能想象人类会从食物需求中完全解放出来。

然而，他对土地价格的洞察仍是有趣的：他提出的“稀缺性原则”意味着某些价格可能在几十年后上升到非常高的水平。这可能足以动摇整个社会。价格体系在协调数百万个体（实际上，现今新的全球经济体系中有数十亿人）的活动中扮演着重要角色。问题是，价格体系既没有考虑极限问题，也没有考虑道德因素。

在21世纪，对于理解全球财富分配来说，忽略“稀缺性原则”的重要性将是一个严重的错误。为了更具说服力，我们可以用世界主要国家首都城市的房地产价格或者石油的价格，来代替李嘉图模型中农田的价格。在这两种情况下，如果将这一发生在1970~2010年的趋势推导至2010~2050年或2010~2100年，将导致国家之间以及国家内部相当大规模的经济、社会及政治失衡——这将使我们不可避免地想起李嘉图的预言。

可以肯定的是，原则上有一个相当简单的经济机制，可以使经济恢复到平衡的轨道上：需求和供给机制。如果某种商品的供给不足，价格太高，那么对该商品的需求就会减少，这将导致其价格的下降。换句话说，如果房地产和石油价格上涨，人们就会搬到乡村或者骑自行车出行（或两种都做）。不用担心这种调整可能令人不快或太过复杂；这种调整可能需要几十年的时间，在此期间，地主和油田所有者对其他人的债权会越积越多，从而可以轻松拥有一切，包括农村房地产和自行车，一劳永逸。^[3]与之前一样，最坏的情况并不一定会发生，所以现在警告读者到2050年他们可能要支付租金给卡塔尔的酋长，还为时尚早。我之后会更加详细地回答这个问题，虽然也只是让人相对安心一些。但现在最重要的是要弄明白，某商品相对价格的巨大变化可能会导致财富分配的长期严重不均，而供给与需求的相互影响也无法排除这种可能性。这是李嘉图稀缺性原则的主要含义。

马克思：无限积累原则

在马克思于1867年出版《资本论》第一卷时，也就是李嘉图的稀缺性原则发表后的一个半世纪，经济和社会现实已经发生了深刻的变化：问题不再是农民能否养活不断增长的人口或是土地价格将疯狂地上涨，而是如何理解现在正迅猛发展的工业资本主义的原动力。

当时最引人注目的是工业无产阶级的悲惨生活。尽管经济快速增长，但在人口增长和农业生产率提高的大环境下，大批农村人口外迁，导致大量工人涌入城市贫民窟。工人们工作时间很长，工资却非常低。新的城市悲剧发生了，更为明显，更让人震惊，甚至在某些方面比旧制度造就的农村悲剧更加悲惨。《萌芽》、《雾都孤儿》和《悲惨世界》等文学作品并不是来源于作者们的想象力，而是来源于那些根据法律限制仅大于八岁（1841年的法国）的工厂童工或仅大于十岁（1842年的英国）的矿山童工们的真实生活。维莱姆博士（Villermé）的著作《制造业工人的现状》于1840年在法国发表（推动了1841年一个尝试性的新童工法律的颁布），描述了与恩格斯在1845年出版的《英国工人阶级现状》中描写的同样肮脏的现实。[\[4\]](#)

事实上，今天我们所掌握的所有历史数据表明，直到19世纪下半叶——甚至是到最后30多年——才出现了工资购买力的显著上升。从19世纪的第一到第六个十年中，工人的工资一直停滞在非常低的水平——接近、甚至不如18世纪及其之前的水平。据我们的观察，英国和法国在这漫长的工资停滞阶段停留得更久，因为在这一时期他们的经济增长正在加速。利用目前可用的不太完整的资料进行合理估算，两国的资本收入（工业利润、土地租金和房屋租金）占国民收入的比重在19世纪上半叶大大增加了。[\[5\]](#)随着工资部分赶上经济增长，这一比重在19世纪的最后几十年略有减少。然而，从我们整合的数据中并不能看出第一次世界大战之前不平等的结构性下降；我们在1870~1914年看到的充其量是稳定在一个非常高水平的不平等，以及在某些方面不平等程度的螺旋上升，尤其是财富的集中度越来越高。很难说如果没有因战争引发的重大的经济和政治冲击，这个轨迹将会向何处发展。借助历史分析和远景预测，我们现在可以把这些冲击视为自工业革命以来减少不平等的唯一力量。

无论如何，在19世纪40年代资本繁荣发展，工业利润增长，但劳动

收入却停滞不前。这是显而易见的，即使当时还没有出现完整的国家统计数据。正是在这种背景下，第一个共产主义和社会主义运动发展起来了。他们的中心论点很简单：如果经过半个世纪的工业发展，人民群众的生活状况还是和之前一样悲惨，而立法者们唯一能做的就是禁止工厂雇佣八岁以下的儿童，那么工业发展的好处在哪里？技术创新、辛苦工作以及人口流动的好处又在哪里？现有的经济和政治体系的破产似乎是显而易见的。因此人们想知道其后的长期演变：你们到底还能说些什么呢？

这就是马克思为自己设定的任务。1848年，在“民族春天”运动（即在那年春天爆发的欧洲革命）爆发前夕，他发表了《共产党宣言》，一篇简短而强有力的文章，开篇第一句话后来大家耳熟能详：“一个幽灵，共产主义的幽灵，在欧洲游荡。”^[6] 文章以同样著名的革命预测结尾：“随着大工业的发展，资产阶级赖以生存的生产和占有产品的基础本身也就从它的脚下被挖掉了。它首先生产的是它自身的掘墓人。资产阶级的灭亡和无产阶级的胜利是同样不可避免的。”

在接下来的20年里，马克思撰写了多卷的论述文章对这个结论进行论证，同时第一次科学分析了资本主义及其崩溃的原理。马克思没有完成这本著作的撰写，《资本论》的第一卷发表于1867年，而马克思于1883年带着两卷未完成的遗憾与世长辞。他的朋友恩格斯将其遗留的手稿片段进行整合，在其死后将这部大作出版供世人瞻仰。

和李嘉图一样，马克思将他的研究重心放在了对资本主义体系内在逻辑矛盾的分析上。他因此寻求将自己与资产阶级经济学家（即认为市场是具有自我调节系统的，就是说，系统内部可以通过自身调节，在不出现重大偏差的情况下达到均衡，与亚当·斯密“看不见的手”原理和让·巴蒂斯特·萨伊生产创造需求理论有异曲同工之意）、空想社会主义者和蒲鲁东主义者（proudhonians）区别开，马克思认为这些人只是一味地谴责工人阶级的苦难生活，却不曾为解决他们的实际经济困难提出真正的科学分析。^[7] 总之，马克思将李嘉图的资本价格模型以及稀缺性原则作为强化资本主义动态分析的基础，当时资本主要是工业设备（比如机械、厂房等）而非土地资产，因此原则上资本累积数额没有限制。事实上，他的主要结论可以被称为“无限积累原则”，即资本将不可逆地不断积累，并最终掌握在一小部分人手中，是一个没有天然界限的过程。这就是马克思预言资本主义终将灭亡的分析依据：资本收益率稳步降低

（这样将遏制资本积累，并导致资本家之间的激烈冲突），或是资本收入在国民收入中的比重无限制地增长（这迟早将变成工人运动的导火索），——不论发生何种情况，社会经济均衡或是政治稳定都将变成奢望。

同李嘉图的预言一样，马克思的悲观预言也没有实现。在19世纪后1/3时期，工资终于开始慢慢增加：工人阶级的购买力显著提升并不断扩大范围，这一现象从根本上改变了当时的社会现状，即使极端不平等依然存在而且在某些层面直至“一战”前依然有增无减。共产主义革命正式拉开序幕，但主要集中在欧洲和苏联经济落后地区，这些地方几乎没有开始工业革命，然而大部分先进的欧洲国家已经开始寻找其他利于社会民主的途径——他们的公民是幸运的。如他的前辈一样，马克思完全忽视了持久技术进步的可能性以及稳定增长的生产率，这些在一定程度上可以作为平衡私人资本积聚进程的重要因素。无疑他缺乏足够的统计数据去支撑他的预言。他决定于1848年发表这一论断时可能承受了极大的压力，也就是在为了证明其结论开始着手进行必要研究之前。显然，马克思在以极大的政治热情进行写作，这从他偶尔做出的轻率声明中可见一斑。这就是为什么经济学理论需要搜寻尽可能完整的历史资料，而在这方面马克思并没有做到挖掘全部可利用资源。^[8]而且，他也没有花心思研究没有私人资本的社会在政治和经济层面是如何运行的。这是一个非常复杂的议题，那些取消私人资本、实行极权主义的国家的悲惨现状就可充分说明这一点。

尽管有这样的局限性，马克思的研究在很多方面还是卓有成效的。首先，他以一个重要问题开始（关于工业革命期间空前的资本积累），然后试图以自己的方式回答，现代经济学家都应该以他为榜样并从中获得启发。更加重要的是，马克思提出的无限积累原则表现出其深邃的洞察力，它对于21世纪的意义毫不逊色于其在19世纪的影响。从某个角度看，这个原则比李嘉图的稀缺性原则更加让人担忧。如果人口和生产率增长水平都相对较低，那么财富积累自然会引起极大的关注，特别是如果它增长到极致，成为社会不稳定因素的时候。换句话说，低增长不会完全抵消马克思的无限积累原则：由此产生的均衡状态尽管不像马克思预言的那么严重，但仍然十分令人烦扰。如果积累终止于有限水平，那这个有限水平恐怕会高到足以影响社会安定。事实上，在20世纪80年代至90年代的某些欧洲发达国家和日本，私人财富水平在国民收入中呈现的高水平，直接辅证了马克思主义理论。

从马克思到库兹涅茨，从末日预言到理想主义

从19世纪李嘉图和马克思的经典理论到20世纪西蒙·库兹涅茨的研究分析，我们可以说，经济学家已经从对末日预言的过度阐述逐渐转变为对理想主义或者至少是对圆满结局的过度偏好。库兹涅茨的理论认为，不管经济政策如何选择或者不同国家间的其他差异，收入不平等将在资本主义发展的高级阶段自动降低，并最终稳定在一个可接受的水平上。1955年，确实有人提出一种理论，认为法国战后将经历一段被称为“辉煌30年”的神奇阶段，即1945~1975年的30年黄金时期。[\[9\]](#)库兹涅茨认为，这需要有足够的耐心，而且过不了多久增长将使每一个人受益。当时的理论可以浓缩为这样一句话：“经济增长的大潮会使所有船只扬帆远航。”罗伯特·索洛在1956年研究实现经济“平衡增长路径”的必要条件时，提出了类似的乐观观点，即经济增长路径需要同时考虑所有变量（产出、收入、利润、工资、资本、资产价格等）按照同一速率变动的情况，只有这样，才能保证每个社会阶层都可以享受到相同基准（或偏差很小）的经济增长红利。[\[10\]](#)库兹涅茨站在了与李嘉图和马克思关于不平等螺旋式增长针锋相对的立场上，同时反对19世纪的末日预言。

库兹涅茨理论在20世纪80年代至90年代具有巨大的影响力，甚至至今仍然为人们所推崇。要强调的是，这是第一个依赖庞大统计工具所形成的系统理论。事实上，直到20世纪中叶，库兹涅茨在1953年出版的具有里程碑意义的《高收入群体在国民收入与储蓄中所占份额研究》中，首次运用了历史序列的收入分配数据进行分析。库兹涅茨在1913~1948年的35年间一直对一个国家（美国）进行数据处理。他使用了两个在19世纪无法被普遍使用的数据源：美国联邦所得税申报表（1913年开始征收所得税时使用）以及库兹涅茨根据历史数据对美国国民收入的测算，这不得不说是项重大的贡献。这是第一次有人试图从这样大的维度来测量收入不平等。问题。[\[11\]](#)

必须认识到，当时如果没有以上两项相辅相成、缺一不可的数据支持，根本无法测量收入分配的不平等或衡量其随时间变化的演进过程。英国和法国首次尝试测算两国的国民收入需要追溯到17世纪末、18世纪初，这一方法在19世纪得到发扬光大，但都停留在孤立的预测阶段。直到20世纪两次世界大战期间，以美国的库兹涅茨、约翰·W·肯德里克，英国的阿瑟·鲍利、科林·克拉克以及法国的L·杜克·贝农维尔为代表的经

济学家真正意义上发展了国民收入的时间序列统计理论。此类数据可以用于测算一个国家的总收入。为了计量国民收入中高收入的比重，我们还要用到损益表。“一战”前后很多国家普遍征收累进所得税（其中，美国在1913年，法国在1914年，英国在1909年，印度在1922年，阿根廷在1932年），这使得损益表更易于获取。[\[12\]](#)

关键是要认识到，即使一个地方不征收所得税，在某一给定时点还会有其他各税种的税费统计数据（比如，在19世纪的法国，房间门窗数量的分配都是要额外收费的），但这些数据不能直接告诉我们国家的收入水平。而且，在要求向税务行业申报收入水平被写入法律文件之前，人们往往不关注自己的收入金额。企业税和财产税也是这样。税收并不仅仅意味着要求公众为公共支出以及公共建设项目融资，尽可能公平地分摊税负压力，同时也有效建立了分类，增长了知识，还增强了民主透明度。

无论如何，库兹涅茨收集的数据让他得出了当时美国各阶层收入占国民总收入的比重（百分比）的变化过程。他到底发现了什么？他注意到，1913~1948年，美国收入不平等突然减少。更加奇怪的是，在此期间伊始，高收入人群（即美国收入最高的10%人群）年收入总额占全国年收入总额的45%~50%，但是在20世纪40年代末期，这个数字骤降为约30%~35%。将近10个百分点的跌幅足以引起大家的关注，因为这基本相当于美国最穷50%人口总收入的一半。[\[13\]](#)这样看来，收入不平等显然减轻了。这个现象相当重要，它对学术机构以及国际组织之间就战后经济进行辩论产生了巨大的影响。

马尔萨斯、李嘉图、马克思以及其他许多经济学家在数十年对于收入不平等的讨论中，从未采用过任何数据或不同时期相互比较的方法。这是客观数据第一次成为主角。尽管信息并不完全，但仍然有其可取之处。而且编制工作变得有据可查：库兹涅茨在1953年发表的那篇有分量的著作中，每一个微小的细节都有明确的数据来源以及方法依据，这样他的演算过程就变得可以复制。除此之外，库兹涅茨还得出了一个喜人的结论：收入差距在缩小。

库兹涅茨曲线：冷战期间的福音

事实上，库兹涅茨自己也对美国1913~1948年高收入人群的减少表示非常意外。这一现象主要是由于“大萧条”时代和第二次世界大战后的多重冲击造成的。他在1953年的著作中对此进行了详细论述，同时警示读者不要轻率地进行归纳。但是作为美国经济学会的主席，在1954年12月的底特律会议中，相比于1953年，他给出了对这一结果较为乐观的解读。此次演讲在1955年公开发表，名为“经济增长与收入不平等”，这使得“库兹涅茨曲线”理论受到广泛关注。

根据该理论，任何情形下的不平等都可以用“钟形曲线”来解释。换句话说，在工业化和经济发展的进程中，收入不平等必然会出现先扩大后缩小的过程。库兹涅茨认为，第一阶段收入不平等的自然增长与工业化的早期阶段相关联（对美国来说大概是19世纪），紧随其后的是一个不平等大幅减少的阶段（对美国来说是从20世纪上半叶开始的）。

库兹涅茨1955年的文章很有启发性。他提醒读者谨慎解读各项数据文件，注意外部冲击对于近期美国收入不平等减缓的重要作用。同时，库兹涅茨还透露，撇开任何政策干预和外部冲击不谈，经济发展的内在逻辑也可以产生相同的结果。工业化早期，收入不平等情况的加剧是因为只有少部分人从工业化带来的新财富中获益；后来，随着进一步发展，收入不平等自动减缓是因为有越来越多的公众参与分享经济增长的丰硕成果。[\[14\]](#)

工业化发展的“高级阶段”被认为是起源于19世纪末或是20世纪初的工业化国家，而可以看到美国收入不平等在1931~1948年出现减缓，这因此被描绘成一种理论上可以被其他国家复制的普遍现象，包括那些在后殖民时期陷入贫困的欠发达国家。库兹涅茨在1953年书中使用的数据，突然间变成了强有力的政治武器。[\[15\]](#)他清楚地知道自己的推断只是纯理论性的。[\[16\]](#)然而，在主席演讲中，对在场所有美国经济学家展示这样一个振奋人心的乐观理论，每位听众都会愿意去相信这位德高望重的领袖并将他的理论广为传播。库兹涅茨本人也发挥着自己的影响力，“库兹涅茨曲线”从此诞生了。为了保证每一位听众能够完全理解自己的理论，他认真地提醒他们，此次乐观预测的主要意图非常简单，仅仅是为了推动欠发达国家“并入自由发展的轨道”。[\[17\]](#)库兹涅茨曲线很大程度上可以被看作是冷战的产物。

为了避免误解，这里要强调的是，库兹涅茨建立的第一个美国国民账户数据库和第一个历史序列不平等测量模型都是极为重要的，通过阅

读他的书（而非他的文章），我们可以清晰地读出他所分享的真正的科学伦理。另外，“二战”以后发达国家的高增长率是一个非常令人瞩目的现象，另一个更加重要的现象是社会各个阶层都充分享受了此次增长的红利。不难理解，“辉煌30年”培养了一定程度的乐观主义情绪，而19世纪关于财富分配的末日预言则变得无人问津了。

然而，神奇的库兹涅茨曲线理论的产生在很大程度上是基于错误的原因，并且它的实证基础十分薄弱。1914~1945年我们所观测到的在几乎所有发达国家发生的收入不平等的锐减，总体上都是源于前文所述的世界大战和这些国家（尤其是当时那些国家里拥有巨额财富的人们）所遭受的剧烈的经济政治冲击。这与库兹涅茨所描述的跨行业流动这一平静的过程几乎没有什么关系。

把分配问题重新置于经济分析的核心

这一问题很重要，而且不仅仅是基于历史原因。自从20世纪70年代以来，收入不平等在发达国家显著增加，尤其是美国，其在21世纪头十年的收入集中度回到了（事实上甚至略微超过了）20世纪的第二个十年。因此，理解在此之前的一段时间收入不平等为何以及如何下降至关重要。可以肯定的是，贫穷国家和新兴国家的高速发展，特别是中国，很可能被证明是一种在全球层面减少不平等的有效力量，这与1945~1975年发达国家的发展情况类似。但是这一过程在新兴国家产生了深深的焦虑，在发达国家产生的焦虑则更甚。此外，最近几十年在金融、石油、房地产市场观察到的令人印象深刻的经济失衡，自然引起人们对于索洛和库兹涅茨“平衡增长路径”必然性的怀疑，他们认为所有经济变量都以相同的速率在变化。到2050年或2100年，世界会被交易员、高层管理者和超级富豪所拥有，还是会被石油生产国抑或中国的银行所拥有？又或者世界可能将被避税天堂所拥有，因为上述角色中会有许多去那里寻求庇护。如果不问谁会拥有什么，而只是从一开始便假定经济增长在长期是自然而然“平衡”的，这种想法是很荒谬的。

在某种程度上，我们在21世纪初所处的阶段就好似我们的先辈在19世纪初的状况：我们正在见证全球经济的骄人变化，并且很难知道这些变化的广度，或者说几十年之后全球财富在一国内或多国间将如何分配。19世纪的经济学家将分配问题置于经济分析的核心地位并致力于研

究其长期趋势，这一做法值得称道。他们的答案并不总是令人满意的，但至少他们提出了正确的问题。我们没有任何理由相信增长是自动平衡的。我们从很早起就应该把收入不平等的问题重新置于经济分析的核心，并提出19世纪就已经出现的类似问题。长久以来，经济学家们都忽视了财富分配，部分是由于库兹涅茨的乐观结论，部分是由于对以所谓“代表性行为人”为基础的简单数学模型的过度热情。[\[18\]](#)如果不平等问题重新成为中心议题，那我们就必须开始收集足够广的历史数据，以便更好地理解过去和现在的趋势。只有通过耐心地梳理事实，建立样本，再在不同的国家间进行比较，我们才有希望识别出发生作用的机制并对未来有一个更加清晰的预见。

本书的数据来源

这本书主要基于两大类数据，对财富分配的历史动态进行了研究：一类是关于收入不平等和收入分配的数据，一类是关于财富分配和财富——收入关系的数据。

首先是收入。很大程度上，我的工作只是突破了库兹涅茨之前的研究在时间和空间上的局限性，他对于美国1913~1948年收入不平等演化的研究是开创性的。通过这种方式，我能够把库兹涅茨（已经相当精准）的发现置于更广阔的视角，从而从根本上挑战他对于经济发展和财富分配关系的乐观理解。奇怪的是，从来没有人系统地继续从事库兹涅茨的工作。毫无疑问，这部分是由于关于税收记录的历史研究和统计研究陷入了一种“学术无人区”：它对于经济学家来说过于偏向历史学，而对于历史学家来说又过于偏向经济学。这非常遗憾，因为收入不平等的动态研究只能基于长期视角，且也只有通过利用税收记录来进行。[\[19\]](#)

我首先将库兹涅茨的方法拓展到法国，并将研究成果发表在2001年出版的一本书上。[\[20\]](#)之后我与几个同事合作，其中最重要的伙伴是安东尼·阿特金森（anthony atkinson）和伊曼纽尔·赛斯（Emmanuel Saez）。在他们的帮助下，我将研究范围覆盖到了更多的国家。安东尼·阿特金森观察了英国和其他一些国家的情况，我们一起编了两本书，分别在2007年和2010年出版，在书中我们阐述了全世界大约20个国家的研究结果。[\[21\]](#)和伊曼纽尔·赛斯一道，我将库兹涅茨关于美国的数据延伸了近半个世纪。[\[22\]](#)赛斯自己也在关注其他一些主要国家，比如加拿

大和日本。许多其他研究者也贡献了力量：法昆多·阿尔瓦雷多（Facundo alvaredo）研究了阿根廷、西班牙和葡萄牙；法比安·德尔（Fabien Dell）研究了德国和瑞士；阿皮季德·巴纳吉（abhijit Banerjee）和我对印度进行了研究。在钱楠筠（Nancy Qian）的帮助下，我对中国进行了研究，等等。[23]

在每个具体案例中，我们试图使用相同类型的数据、同样的方法和概念。收入最高的10%和1%人群的数据是根据申报收入的税收数据估算出来的（通过调整各种方法以确保数据和概念在时间和地理上的同质化）。国民收入和平均收入来自国民经济核算数据，在某些情况下需要被充实或扩展。总体来说，我们的数据序列起始于每个国家所得税建立的时候（通常是在1910~1920年，但是日本、德国等国家则早在19世纪80年代就建立了，而另外一些国家则会晚些）。这些数据序列会定期更新，在写作此书时数据已经被拓展到21世纪头十年。

最终，通过全世界大约30个研究者的共同努力，我们建立了世界顶级收入数据库，一个关于收入不平等演变过程的最大的历史数据库，同时也是本书数据的主要来源。[24]

本书第二个重要的数据来源，也是我实际上要在书中首先引用的，是关于财富的数据，包括财富的分配以及财富与收入的关系。财富也会产生收入，因此也是收入研究的重要一面。实际上，收入包含两部分：劳动收入（工资、薪金、奖金、工资以外劳动所得，以及其他法定划分为与劳动有关的报酬）和资本收入（租金、股利、利息、利润、资本所得、版权所得，以及其他因拥有以土地、房地产、金融工具、工业设备等形式存在的资本所带来的收入，这里再次忽略精确的法律划分）。WTID数据库包含了大量资本收入在20世纪演变过程中的信息。然而，寻找与财富直接相关的数据来源以完善此类信息还是非常必要的，这里我依赖于三种不同类型的历史数据和方法，它们是互为补充的。[25]

首先，正如所得税申报表可以帮助我们研究收入不平等的变化一样，地产税申报表可以帮助我们研究财富不平等的变化。[26] 罗伯特·兰普曼在1962年引入这一方法来研究美国1922~1956年的财富不平等问题。后来，1978年安东尼·阿特金森和艾伦·哈里森研究了英国1923~1972年的财富不平等问题。[27] 这些结果最近被更新和扩展到其他国家（如法国和瑞典）。不幸的是，相对于收入不平等来说，研究财富不平等具备可用数据的国家更少。然而，在少数情况下，地产税可回

溯到更久远的时代，通常到19世纪早期，因为地产税早在所得税之前就出现了。比如我自己就收集了法国政府在不同时期采集的数据，并与吉勒斯·波斯特尔 - 维奈 (Gilles postel-Vinay) 和让 - 劳伦·罗森塔尔 (Jean-laurent Rosenthal) 一起共同创立了一个巨大的个人地产税申报表的集合，有了它就可以建立自法国大革命以来关于法国财富集中度的同质数据集。[28]这样，我们可以在一个更广泛的背景下观察第一次世界大战带来的冲击，而不仅仅局限于收入不平等的数据所能提供的（该数据最早只能追溯到1910年左右）。杰斯珀·罗伊内 (Jesper Roine) 和丹尼尔·瓦尔登斯特伦 (Daniel Waldenström) 基于瑞典历史资料的研究工作同样很有启发性。[29]

基于财富和遗产的数据，我们还可以研究财产继承和储蓄在财富构成中的相对重要性的变化以及财富不平等的动态过程。在这方面，我们对法国案例进行了非常完整的研究：由于法国具备非常丰富的历史资料，所以在观察长期以来继承模式的变化上具有独特的优势。[30]我和我的同事在不同程度上都将这项工作拓展到了其他国家，尤其是英国、德国、瑞典和美国。由于财富不平等是来源于继承财产还是储蓄会对其重要性产生不同的影响，因此这些材料在这项研究中至关重要。在这本书中，我不仅关注不平等的水平本身，也会更大程度上关注不平等的结构，即社会群体间收入和财富差距的来源，以及用以保护或谴责那些差距的各种经济、社会、道德和政治评判体系。不平等本身未必是坏事，关键问题是判断它是否为正当的，是否有存在的理由。

最后，我们还可以使用数据来衡量在很长一段时间内的国民财富总量（包括土地、其他房地产以及产业和金融资本）。我们可以依据每个国家国民收入需要积累的年数去衡量这一国的国民财富。这种全球性的资本/收入比研究有其局限性。我们总是更希望能同时分析个体层面的财富不平等，以及度量继承财产和储蓄在财富形成中的相对重要性。然而，我们可以通过资本/收入比对资本在整个社会中的重要性有个总括性的认识。而且在一些情况下（尤其在英国和法国），我们可以通过收集和比较不同时期的估算值，将分析回溯到18世纪早期，来观察工业革命与资本历史的相关性。我将依据我和加布里埃尔·楚克曼 (Gabriel Zucman) 近期收集的历史数据来实现这一研究。[31]广义来说，这个研究仅是雷蒙德·戈德史密斯 (Raymond Goldsmith) 对于20世纪70年代国家资产负债表研究工作的延伸和归纳。[32]

与之前的研究相比，本书的亮点之一是我致力于收集尽可能完整和一致的历史资料，用以研究长期收入和财富分配的动态过程。从这个目标的实现上看，我相较于以前的作者们有两个优势：首先，与之前的书相比，本书自然得益于更长的历史视角（直到21世纪数据收集渠道大幅度增加之前，一些长期的变化表现得不明显，这很大程度上归因于世界大战所带来的冲击持续了较长的一段时间）；其次，计算机技术的进步使我们更容易收集和处理大量的历史数据。

虽然我不想夸大技术在思想史上的作用，但纯技术问题还是值得片刻的思考。客观地说，在库兹涅茨时代处理大量的历史数据要比今天困难得多。直到20世纪80年代，在很大程度上仍然是这样。在20世纪70年代，当爱丽丝·汉森·琼斯（alice Hanson Jones）收集美国殖民时期房产库存信息，而艾德琳·多马尔（adeline Daumard）在从事19世纪的法国房产记录工作时[\[33\]](#)，他们的工作主要依靠手工，即使用索引卡片。今天，当我们再次拜读他们杰出的工作成果——弗朗索瓦·斯密纳德（François Simiand）关于19世纪工资演变方面的工作、欧内斯特·拉布鲁斯（Ernest Labrousse）关于18世纪物价和收入历史方面的工作，或是让·布维尔（Jean Bouvier）和弗朗索瓦·菲雷（François Furet）关于19世纪利润变化趋势的工作——很明显这些学者为了汇编和处理他们的数据不得不克服了大量的技术困难。[\[34\]](#)在许多情况下，他们需耗费大量精力来解决技术上的难题，然后才能进行分析和解读，尤其是在进行跨国、跨时间段数据对比时，这对他们的技术能力提出了极高的要求。比起过去，如今研究财富分配的历史已经容易得多。本书极大地得益于研究技术的最新进展。[\[35\]](#)

本书的主要研究成果

这些新颖的史料指引我得到的主要结论都是什么？第一，每个人都应该警惕任何关于财富和收入不平等的经济决定机制。财富分配的历史总是深受政治影响，是无法通过纯经济运行机制解释的。尤其是在1910~1950年，在大部分发达国家发生的不平等的减少主要是源于战争以及为应对战争冲击而出台的一系列政策。同样，1980年以后不平等的重现很大部分是源于过去几十年，尤其针对税收和金融方面的政治转变。经济、社会和政治力量看待“什么正当，什么不正当”的方式，各社会主体的相对实力以及由此导致的共同选择——这些共同塑造了财富与

收入不平等的历史。不平等是所有相关力量联合作用的产物。

第二个结论，也是本书的核心：财富分配的动态变化表明，有一个强大的机制在交替性地推动着收入与财富的趋同与分化。此外，那些长期存在的促进不稳定和不平等的力量并不会自动减弱或消失。

首先考虑促进趋同（即促进不平等的减少）的机制。趋同的主要力量是知识的扩散以及对培训和技能的资金投入。供需法则和这一法则的变体——资本和劳动力的流动——也通常会促进财富与收入的趋同，但其影响力没有知识和技能的扩散那么大，并且它的含义经常模棱两可或自相矛盾。知识和技能的扩散对于整体生产率的增长和一国内与各国间不平等的削减起着关键性的作用。以中国为代表的很多曾经的贫穷国家如今所取得的进步就印证了这一点。这些新兴经济体正在赶超发达国家。通过采用发达国家的生产方式、获取其他地区所具备的同等技能，欠发达国家的生产率获得了跨越式发展并增加了国民收入。贸易边界的开放可能进一步促进了技术的融合，但技术融合本质上仍是一个知识（最好的公共品）扩散和分享过程，而不是一种市场机制。

从严格的理论角度来看，可能还存在其他力量推动更进一步的平等。例如，可以假设生产技术往往随着时间的推移要求工人掌握更多技能，因此劳动收入占国民收入的比重将随着资本收入比重的下降而上升：这可以被称为“人力资本上升假说”。换句话说，技术的进步理应导致人力资本较之于金融资本和房地产的胜利、有能力的管理者对股东大亨的胜利、技术实力对裙带关系的胜利。不平等将因此变得更加精英化和更不稳定（虽然未必会缩小），经济理性就会在某种意义上自动引发民主理性。

当前另一个乐观的观点是，得益于近年人均寿命的延长，“阶级斗争”将自动让位于“代际斗争”（后者的分裂属性较弱，因为每个人都是先年轻后年老）。换句话说，这一无法回避的生理事实应意味着财富的积累和分配不再预示着食利者群体和无产者群体（除了劳动力便一无所有）间不可避免的冲突。现在人们的普遍逻辑是“储蓄的生命周期”理论：人们在年轻时积累财富以用于老年时期。因此该理论认为医学的进步和生活条件的改善已完全改变了资本的本质。

不幸的是，这两种乐观的观点（“人力资本假说”和“代际斗争替代阶级斗争假说”）很大程度上都不现实。这些转变在逻辑上是可能的，并在

某种程度上也是真实的，但是其影响力远远不如人们想象的那样。没有证据表明劳动收入占国民收入的比重在很长一段时间内有显著增加，非人力资本在21世纪看起来与在18或19世纪一样不可或缺，并且没有任何理由表明它为何不会变得更加不可缺少。而且现在和过去一样，财富不平等主要存在于同龄人之间；在21世纪初期，继承财产将起到近乎决定性的作用，这与巴尔扎克在《高老头》中描述的状况一样。在很长一段时间内，推动更进一步平等的主要力量仍是知识和技能的扩散。

趋同的力量与分化的力量

一个至关重要的事实是，无论传播知识和技能的力量有多么强大，特别是在促进国家之间的趋同过程中，它都可能被强大的敌对力量阻挠和击溃，从而导致更大的不平等。很明显，缺乏足够的培训投入会使整个社会群体无法从经济增长中受惠；增长可以在惠及一些群体的同时伤害其他人（近期中国劳动者取代更发达国家劳动者就是最好的证明）。简而言之，趋同的主要力量（即知识和技能的扩散）只是部分自然和自发的，它同样很大程度依赖于教育政策、获得培训和适当技能的途径以及与之相关的机构。

在这项研究中，我将特别关注某些令人不安的导致分化的力量，尤其不安的是这些力量甚至可以在这样一个对技能有足够投入，并且满足所有“市场有效性”（按经济学家理解的含义那样）条件的世界中存在。这些分化的力量都有哪些呢？第一，高收入者的收入要远远高于其他人（尽管到目前为止仍只在相对小范围内存在这一问题）。更重要的是，当经济增长疲软而资本回报高的时候，在财富积累和集中的过程中会伴随着一系列的分化力量。而这个因素要比第一个因素的影响更大，它无疑是导致长期财富分配不平等的主要因素。

让我们直接切入问题的核心：在图i.1和图i.2中，我展示了两种基本情形，在接下来的章节中我将详细解释。每个图都展现了某个分化过程的重要性。两个图都描画了“U形曲线”，即不平等在一个时期减少后紧接着在另一个时期有所增加。有人可能会认为这两个图代表的现实是相似的。实际上它们不同。各种曲线背后的现象有很大的不同，并且涉及不同的经济、社会和政治进程。此外，图i.1中的曲线代表了美国的收入不平等，而图i.2中的曲线则描绘了一些欧洲国家的资本/收入比（日本

与之类似，虽然没有图示）。两股分化力量最终在21世纪走到一起并不是不可能的。在某种程度上这已经发生了，也可能继而成为一个全球性的现象，这将导致不平等的程度达到前所未见的水平，并催生一个全新的不平等结构。然而，迄今为止，这些惊人的形态反映了两种不同的基本现象。

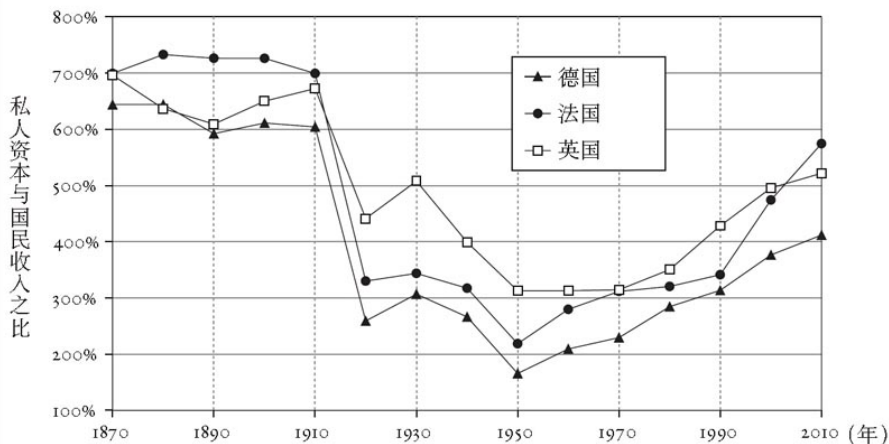
图i.1中美国的曲线表明了1910~2010年美国收入前10%人群的收入占国民收入的比重。这只不过是库兹涅茨针对1913~1948年这段时期建立的历史序列的延伸。收入前10%人群在20世纪前10年到20年代拥有了45%~50%的国民收入，在20世纪40年代结束前该比例降到了30%~35%。随后的1950~1970年，不平等程度一直稳定在该水平。到了20世纪80年代，我们看到不平等迅速增加，直到2000年美国的高收入阶层水平已回到占国民收入的45%~50%。这一变化幅度令人印象深刻。我们自然会想知道这样一个趋势将持续多久。



美国收入前10%人群的收入占美国国民收入的比重从1910~1920年的45%~50%下降到50年代的不足35%（这一下降被库兹涅茨记录在案）；之后该比重从70年代的不足35%上升到2000~2010年的45%~50%。

图I.1 1910~2010年美国收入不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



1910年欧洲私人总财富的价值大约是6~7年的国民收入，在1950年价值约为2~3年的国民收入，在2010年价值为4~6年的国民收入。

图I.2 1870~2010年欧洲资本/收入比

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

我将说明不平等的这一惊人增长很大程度上反映了高阶劳动收入的空前激增，大公司高级管理者在收入上将其他人远远甩在了身后。一个可能的解释是，这些高级管理者的技能和生产率较其他工人有了突飞猛进的增长。另一个解释是，这些高级管理者拥有制定自己薪酬的权力。这种权力在某些情况下没有限制，在更多的情况下与他们的个人生产率没有任何明确的联系，而在大型组织里个人生产率在任何情况下都难以有效评估。第二种解释在我看来更加合理，并且结果与证据更一致。这一现象最为显著的是在美国，在英国则程度轻一些，也许我们可以通过这两个国家过去一个世纪的社会和财政历史来解释它。在其他发达国家（如日本、德国、法国和其他欧洲大陆国家），这一趋势不是那么明显，但趋势的走向是相同的。后面我们会对这一现象进行全面的分析，预计这一现象在其他地方也会达到美国那样的程度——不幸的是，由于可用数据的限制，要做到全面分析并非如此简单。

分化的根本力量： $r > g$

在图i.2中呈现的第二种情形，反映了在某种程度上更简单和透明的分化机制，并且其无疑对财富分配的长期演化产生了更大的影响。图i.2显示了1870~2010年英国、法国和德国以国民收入的年数表示的私人财

富总额（包括房地产、金融资产和专业资本、净债务）。首先注意欧洲19世纪末的私人财富所处的较高水平：私人财富总量约为6~7年的国民收入，这是相当可观的。之后由于1914~1945年的冲击，这一数量急剧下降到只有2~3年国民收入水平。然后我们观察到，英国和法国自1950年以来该比率稳步上升，并且势头猛烈，以至于21世纪初的私人财富似乎即将回到5~6年的国民收入水平。（德国的私人财富一开始保持在较低的水平，现在的总体水平仍较低，但是上升的趋势一样很明显。）

这个U形曲线反映了一个至关重要的转变，它将在我们的研究中大量出现。我将特别说明，过去几十年较高的资本/收入比带来的收益，在很大程度上是由于相对缓慢的经济增长造成的。在增长缓慢的经济体中，过去的财富自然变得极其重要，因为只需要储蓄其中的一小部分所带来的收益就能大大增加财富总量。

此外，如果资本收益率仍在较长一段时间内显著高于经济增长率（这种情况在增长率低的时候更有可能发生，虽然并不会自发产生），那么财富分配差异化的风险就变得非常高。

这个根本性的不平等现象将在这本书中占据一个关键角色，我将它表达为 $r > g$ （这里 r 代表资本收益率，包括利润、股利、利息、租金和其他资本收入，以总值的百分比表示； g 代表经济增长率，即年收入或产出的增长）。在某种意义上，它囊括了我所有结论的整体逻辑。

当资本收益率大大超过经济增长率时（这种情况在19世纪前一直存在，并也有可能在21世纪再次出现），从逻辑上可以推出继承财富的增长速度要快于产出和收入。继承财产的人只需要储蓄他们资本收入的一部分，就可以看到资本增长比整体经济增长更快。在这种情况下，相对于那些劳动一生积累的财富，继承财富在财富总量中将不可避免地占绝对主导地位，并且资本的集中程度将维持在很高的水平上，这一水平可能有违现代民主社会最为根本的精英价值观和社会公正原则。

另外，这一分化的基本力量可以通过其他机制增强。例如，如果一个人的财富增加，那么其储蓄率可能会随之大幅提升。[\[36\]](#)或者，更重要的是，当一个人初始资本禀赋更高时，平均实际资本收益率可能就会更高（这一现象已越来越普遍）。由于资本收益率是不可预测的，财富可以以多种方式增加，因此这也构成了对传统精英模式的挑战。最后，李嘉图的稀缺性原则将进一步强化所有这些不平等促发因素：房地产或

石油的高价格可能会加剧结构性的分化。

总结一下到目前为止所谈及的内容：在财富积累和分配的过程中，存在着一系列将社会推向两极分化或至少是不平等的强大力量。同样存在趋同的力量，并且在某些国家、某段时间，这些力量可能会占优势，但是分化的力量在任何时候都可能重新占据上风，正如现在21世纪初似乎正在发生的一样。未来几十年内人口和经济增长率可能减慢，从而使得不平等趋势更令人担忧。

我的结论不如马克思的无限积累原则和永恒分化原则所暗示的那样具有灾难性（马克思的理论实际上建立在长期生产率增长为零的严格假设之上）。在我采用的模型中，财富分化不是永恒的，只是未来几种财富分配可能走向中的一种。但是，这些可能性并不令人振奋。具体来说，重要的是要注意我的理论中分化的主要力量： $r > g$ 的根本性不平等，它与任何形式的市场缺陷都无关。而恰恰相反，资本市场越完善（以经济学家的角度）， $r > g$ 的可能性就越大。我们可以设计一些公共制度和政策来应对这一逻辑的负面影响，例如，设立全球累进资本税。但是这类制度和政策的设立在相当大程度上需要密切的国际协作。不幸的是，针对这一问题的实际回应（包含各国自身的回应）在实践中并不那么乐观。

本书研究的地理和历史界限

这项研究的地理范围和历史界限是什么？我会在力所能及的范围内，探究自18世纪以来世界各国间及一国内财富分配的动态变化过程。本书的第一部分是关于国家间产出和收入的分配，我们将对1700年之后全球各国的数据进行研究（这尤其得益于安格斯·麦迪森所汇总的国民账户数据）。第二部分我们主要研究资本/收入比以及资本——劳动划分，由于缺乏足够的历史数据，我只能主要关注发达国家并继而外推到贫穷国家和新兴国家。第三部分审视了收入和财富不平等的演变过程，同样受到有限可用资料的约束，我利用WTID数据库的数据努力做到囊括尽可能多的贫穷国家和新兴国家，这个数据库致力于最大限度地覆盖五个大洲所有国家的数据。然而，发达国家对长期趋势的数据有更加完备的记录。坦白地说，这本书的研究主要依赖于几个领先发达国家的历史数据：美国、日本、德国、法国和英国。

英国和法国的案例在研究过程中显得尤为重要，因为这两个国家有最完整的长期历史数据。我们拥有多个关于英国和法国早至18世纪初期国家财富规模和结构的估算值。这两个国家同样是19世纪和20世纪初期主要的殖民和金融势力。因此，如果想要弄明白自工业革命以来全球财富分配的动态变化，研究它们就十分重要。它们的历史对于研究第一次金融贸易全球化（1870~1974年）尤其不可或缺，这一时期与自20世纪70年代以来的“第二次全球化”在很多方面十分类似。第一次全球化时期存在惊人的不平等，但那个时期也一样令人着迷。它不仅见证了电灯的发明，也同样见证了远洋游轮的全盛期（泰坦尼克号在1912年起航）、电影广播和电台的出现以及汽车和国际投资的兴起。注意，举个例子，直到21世纪来临之际，发达国家的股市总市值相对于国内生产总值的水平才恢复到法国和英国20世纪初的水平。这个比较对于理解当今世界非常有启发性。

我如此强调研究法国案例的重要性，有些读者肯定感到惊讶，而且可能会怀疑我有民族主义倾向。我要声明，这么做的其中一个原因与历史资料有关。法国大革命并没有创造一个公正或理想的社会，但它让我们开始能够观察财富结构的各个细节，这是前所未有的。18世纪90年代建立起来的用土地、房屋和金融资产来记录财富的体系在当时来说是非常时髦和全面的。正是法国大革命使得法国在长期以来拥有世界上最丰富的房地产记录。

第二个原因是，法国是第一个经历人口转型的国家，在某些方面，它是观察其他国家将会发生什么的一个很好的参照。尽管在过去的两个世纪里法国的人口有所增长，但增长率却相对较低。大革命时期，法国的人口仅为3 000万，而如今已略微超过6 000万——它还是原来那个国家，人口的数量级从未改变。与之相比，美国在《独立宣言》时期的人口才300万，到1900年达到了1亿，而如今已超过3亿。当一个国家的人口从300万增长到3亿（更不必说19世纪西进运动带来的领土的迅猛增长），它已经不是原来的那个国家了。

一个人口以100倍速度增长的国家与一个人口仅仅翻倍的国家相比，不平等的动态和结构是非常不一样的。特别是，继承的因素在前者中远远没有其在后者中重要。正是新大陆的人口增长使得继承财富在美国的作用总是小于其在欧洲的作用。这也解释了为什么美国不平等的结构会如此特殊，美国不平等和社会阶层的表现同样如此。但这也说明美

国的例子在某种意义上并不具有普遍性（因为世界人口在未来的两个世纪不可能成百倍地增长），而法国的例子更为典型，对于了解未来也有更大的参考意义。我深信，对法国案例的详细分析，以及对于在欧洲、日本、北美和大洋洲等其他发达国家观察到的各式各样历史轨迹的一般性分析，可以告诉我们很多全球财富的未来动态，包括中国、巴西和印度等新兴经济体，毋庸置疑这些新兴经济体未来的人口及经济增长会减慢（因为它们已经经历过快速增长）。

最后，法国的例子很有趣的一个原因是法国大革命——出色的“中产阶级”革命——很快建立了一个关于市场法律平等的典范。研究这个典范如何影响财富分配的动态是一件很有意思的事情。尽管1688年的英国革命建立了现代议会制度，但它仍然保留了英国皇室、不动产的长子继承权（20世纪20年代才废除）以及世袭贵族的政治特权（英国上议院的改革还在讨论当中，就目前来说有一点儿晚了）。尽管美国革命建立了共和制，它仍然允许奴隶制存在了近一个世纪，种族歧视的合法性持续了接近两个世纪。种族问题仍然对当今美国的社会问题有着或多或少的影响。在某种程度上，1789年的法国大革命要更加激进，它废除了所有的法律特权，并力图建立一种权利和机会完全平等的政治和社会秩序。在物权法和契约自由原则（至少是对男人来说）出现之前，《法国民法典》确保了绝对的平等。19世纪晚期，保守派的法国经济学家（如保罗·勒鲁瓦 - 博利厄）经常用这个理由来解释为什么共和主义的法国——即一个通过大革命创造了平等主义、由“小型房产业主”组成的国家——不需要征收累进制或没收式的所得税或房产税，这与贵族式的和君主制的英国大不相同。然而，数据表明，在那时的法国，财富集中度并不比英国低，这清晰地说明了市场上权利的平等不能保证所有权利的平等。这里再次表明，法国的经历与现代社会非常相似，正如勒鲁瓦 - 博利厄一个多世纪前认为的那样，现在很多评论员仍然相信，更受保障的财产权利、更加自由的市场以及更加纯粹和完全的竞争就足以确保一个社会的公正、繁荣及和谐。不幸的是，这并没有那么简单。

本书的理论和概念框架

在继续之前，我想再多说一些本书的理论和概念框架，以及引导我写这本书的一个思维过程。

我属于这样一代人：1989年我18周岁，那一年不仅仅是法国大革命的二百周年，还是柏林墙倒塌的一年。我们这一代见证了苏联解体，并且对于这种政治制度或者对于苏联没有丝毫的喜爱和怀念。我一向对“反资本主义”那些传统而粗糙的论调免疫，有些论调直接忽略了共产主义运动在历史上的失败，很多则与超越它所必需的理性手段背道而驰。我没有兴趣去谴责不平等和资本主义本身——特别是，只要是合乎情理的，社会不平等本身并不是一个问题，正如1789年《人权宣言》第一条宣告的，“基于公共福祉的社会差异”。（尽管这个社会公正的定义不严密但吸引人，它根植于历史。我们暂且接受它，我随后会重新回到这个问题上。）相比之下，毫不谦虚地说，我更热衷于讨论组建社会的最优方式，以及建立一个公正的社会秩序所需要的最合适的制度和政策。此外，我希望看到在法律框架下实现有效而高效的公平正义，法律应该平等地适用于所有人，并且是通过民主辩论而形成的大众都能理解的法规。

也许我还应该补充一点，在我22岁的时候，我体验了一次“美国梦”，那时候我刚获得博士学位，受聘于波士顿附近的一所大学。从很多方面来说，这次经历对于我来说都是决定性的。这是我第一次踏足于美国土地，且我的工作很快得到认可，这种感觉非常好。这是一个懂得在它需要时如何去吸引移民的国家！但是，到我25岁的时候，我很快意识到我想要回到法国和欧洲。从那时起，除了一些短期的旅行，我再也没有离开过巴黎。我做出这个选择的一个重要原因与这本书有直接关系：我发现美国经济学家的工作并不是那么有说服力。诚然，他们都非常聪明，我在那个时期也结交了许多好友。但有些事情很奇怪：我清楚地认识到，我对世界经济问题一无所知。我的论文都是由一些相对抽象的数学定理组成，但同行们都喜欢我的工作。我迅速认识到，自库兹涅茨之后，再也没有同行花精力去收集不平等的动态变化的历史数据，而是在不知道要解决什么问题的情况下，大量生产纯理论的成果，并期望我也这么做。回到法国后，我开始收集这些缺失的数据。

坦率地说，目前的经济学科不惜牺牲历史研究，牺牲与其他社会科学相结合的研究方法，而盲目地追求数学模型，追求纯理论的、高度理想化的推测。这种幼稚的做法应该被摒弃了。经济学家们往往沉浸于琐碎的、只有自己感兴趣的数学问题中。这种对数学的痴迷是获取科学性表象的一个捷径，因为这样不需要回答我们所生活的世界中那些更复杂的问题。在法国做一个理论经济学家有个很大的优势：在这里，经济学

家并没有受到学术界以及政界、金融界精英的高度重视，因此他们必须撇开对其他学科的轻视以及对于科学合理性的荒谬要求，尽管事实是他们对任何事情几乎都一无所知。无论如何，这正是这一门学科和所有社会科学的魅力所在：从零开始更有希望获得重大进步。我认为，在法国，经济学家略微更感兴趣的是如何让历史学家、社会学家以及非学术圈的人们相信，他们在做的事情很有趣（尽管他们并不总是成功的）。我在波士顿教书时的梦想是到法国社会科学高等研究院教书，那里的教员里有好些重要人物，如吕西安·费夫尔（Lucien Febvre）、费尔南·布劳岱尔（Fernand Braudel）、克劳德·列维－施特劳斯（Claude Lévi-Strauss）、皮埃尔·布尔迪厄（Pierre Bourdieu）、弗朗索瓦丝·和瑞提尔（Françoise Héritier）、莫里斯·古德利尔（Maurice Godelier）。自20世纪70年代起，社会科学已经对财富分配和社会阶级问题丧失了绝大部分兴趣，尽管我对此深感遗憾，但比起罗伯特·索洛，甚至是西蒙·库兹涅茨，我也许更加钦佩上述学者。我敢冒着被认为有些盲目爱国的风险，承认这一点吗？在此之前，关于收入、工资、价格和财富的统计在历史和社会研究中扮演了重要角色。不管怎样，我希望专业的社会科学家和所有领域的业余爱好者都能在这本书中找到有意思的东西，那些声称“对经济学一无所知”但对于收入 and 财富的不平等有着强烈看法的人，也可以从这本书受益。

事实上，经济学并不应该试图与其他社会科学割裂开来，只有与它们结合起来才能获得进步。社会学科的共同特点是知之甚少却把时间浪费在愚蠢的学科争吵之中。如果想要进一步了解财富分配的历史动态和社会阶级的结构，我们必须采用一种务实的态度，利用历史学家、社会学家、政治学家和经济学家研究方法。我们必须从基本的问题开始，并试图去回答这些问题。学科争论和地盘之争是没有意义的。在我眼里，本书是部经济学作品，同时也是一部历史学作品。

正如我之前说明的，我的这项工作从收集资料、建立与收入和财富分配有关的历史时间序列开始。在写作的过程中，我有时会借助理论和抽象的模型和概念，但我尽量少这样做，除非这个理论能够加深我们对观察到的变化的认识。举例来说，收入、资本、经济增长率和资本收益率都是抽象的概念——是理论概念而非数理推导得来的确定性概念。然而我会证明这些概念可以帮助我们以有趣的方式来分析历史现实，只要我们对精确性有限的衡量标准保持清醒和批判的态度。我也会使用一些数学公式，例如 $\alpha = r \times \beta$ （资本收入比重等于资本收益率和资本/收入比

的乘积)，或 $\beta = s/g$ （资本/收入比在长期内等于储蓄率除以经济增长率）。我希望不精通数学的读者耐心一些，不要马上合上这本书：这些是基本的数学公式，解释起来简单直观，不需要具备专业的技术知识就能理解。不管怎样，我认为，这个很小的理论框架已经足够对所有人都认识到的重要历史发展给出一个详细的解释。

本书概要

本书余下的部分由4个部分共16个章节组成。第一部分为“收入和资本”，包括两个章节，主要介绍了基本的观点，这些观点将在后面的章节里反复出现。具体来说，第一章介绍了国民收入、资本和资本/收入比的概念，并重笔墨描述了全球收入和产出分配的变化过程。第二章详细分析了自工业革命以来人口和产出增长率的演变。本书的第一部分并没有什么新的东西，熟悉这些观点和18世纪以来全球增长历史的读者可以直接跳到第二部分。

第二部分为“资本/收入比的动态变化”，由4个章节组成，这部分的目的是研究21世纪资本/收入比的长期演变和全球范围内国民收入在劳动收入和资本收入间的分配前景。第三章回顾了18世纪以来的资本变形记，从我们长期以来掌握最多数据的两个国家（英国和法国）的例子说起。第四章介绍了德国和美国的情况。第五、六章在资料允许的情况下，将分析的地理范围扩大到了全球，并试图从这些历史事实中总结出经验，以助于我们预测在接下来的几十年里资本/收入比以及资本——劳动划分可能的演变路径。

第三部分为“不平等的结构”，由6个章节组成。第七章主要是让读者了解不平等的数量级，包括劳动收入的不平等，以及资本所有权及其收益的不平等。第八章分析了这些不平等的历史动态变化。第九和第十章将分析扩大到了所有我们拥有历史数据（在WTID数据库中）的国家，分别看看劳动收入不平等和资本收入不平等。第十一章研究了长时间以来继承财富重要性的变化。最后，第十二章对21世纪前几十年财富的全球分配进行了展望。

第四部分为“21世纪的资本监管”，由4个章节组成。前三部分主要是阐述事实，并分析观察到的变化产生的原因，而第四部分旨在从前面

三个部分总结出政策方面的经验教训。第十三章探讨了适合现状的“社会国家”是怎样的。第十四章在过去经验和近期趋势的基础上，对累进所得税进行了再思考。第十五章描述了适合21世纪情况的累进税制是怎怎样的，并将这个理想化的工具和在政治进程中产生的其他管理方式进行了对比，包括欧洲的财产税、中国的资本管制、美国的移民政策改革，以及许多国家的保护主义复兴。第十六章主要解决公共债务问题和当自然资本开始退化时公共资本最优积累的相关问题。

最后要说明的一点。如果在1913年出版一本书叫“20世纪资本论”，那是非常狂妄的。我请求读者包涵我，在2013年出版法文版以及2014年出版英文版的时候，给这本书起了“21世纪资本论”这个名字。我非常了解自己没有能力去预测2063年或2113年资本的形式是怎样的。正如我说过以及我将会说到的，收入和财富的历史总是非常政治化的、无规律的，而且是不可预测的。历史会怎么演变取决于社会如何看待不平等，以及采取怎样的政策和制度去衡量和改变不平等。没有人能够预见在接下来的几十年里事情会怎样变化，但是历史的经验是有益的，因为它们可以帮助我们更清楚地看到，在下一个世纪里我们将要面临何种选择以及哪种动态变化会起作用。按理说这本书应该起名为“21世纪初资本论”，它的唯一目的是从过去的历史中找到一些通向未来的钥匙。但历史总是能够创造自己的路径，这些过去的经验教训的实际用处还有待考证。我只是将这些历史呈现给读者，并不是说我了解它们所有的意义和重要性。

[1]英国经济学家托马斯·马尔萨斯（1766~1834）与亚当·斯密（1723~1790）和大卫·李嘉图（1772~1823）一样，被认为是“古典”学派最有影响力的成员之一。

[2]当然还有自由主义乐观学派的观点：亚当·斯密应当是属于这一派的，事实上，他从来没有真正考虑过财富分配在长期内会变得更加不平等的可能性。让·巴蒂斯特·萨伊（1767~1832）也认为会出现自然和谐。

[3]另一种可能性是增加稀缺商品的供给，比如通过寻找新的石油储备（或如果可能的话，寻找比石油更清洁的新能源），或者通过迁移到更加密集的城市环境中（比如通过建设高层住宅），这会引起其他方面的困难。在一般情况下，这也可能需要几十年才能完成。

[4]对这一现实有亲身体验的恩格斯（1820~1895），与德国哲学家和经济学家卡尔·马克思（1818~1883）是好友和合作伙伴。他1842年定居在曼彻斯特，在那里他管理父亲的工厂。

[5]历史学家罗伯特·艾伦近期提出将工资长期停滞称为“恩格斯停顿”。

[6]其后公开的内容为：“为了对这个幽灵进行神圣的围剿，旧欧洲的一切势力，教皇和沙皇、梅特涅和基佐、法国的激进派和德国的警察，都联合起来了。”毫无疑问，马克思的文采也成全了他的巨大影响力。

[7]马克思1847年发表了《哲学的贫困》（The Misery of Philosophy），以讽刺蒲鲁东的

《贫困的哲学》(Philosophy of Misery)(早几年发表)。

[8]在第六章中,我要回到马克思使用数据统计的主题。总结:他偶尔会使用当时可利用的最好的统计数据(虽然比马尔萨斯和李嘉图使用的统计数据更好,但依然比较简单),但是他通常采取一种相当写意的方式,始终没有将数据与其理论论证明确关联起来。

[9]见Simon Kuznets,“Economic Growth and income inequality,”*American Economic Review* 45,no. 1 (1955): 1–28。

[10]见Robert Solow,“a Contribution to the theory of Economic Growth,”*Quarterly Journal of Economics* 70,no. 1 (February 1956): 65–94。

[11]见Simon Kuznets, *Shares of Upper Income Groups in Income and Savings* (Cambridge, Ma: National Bureau of Economic Research, 1953)。库兹涅茨是一位美国经济学家,1901年出生于乌克兰,1922年定居美国,自哥伦比亚大学毕业后成为哈佛大学的一名教授。他于1985年逝世。他是第一位研究美国国民经济核算体系并首次发表历史序列失衡数据的经济学家。

[12]因为通常情况下,只有部分人口被要求提交所得税申报,为了测量总收入,我们还需要建立国民账户。

[13]换句话说,中产阶级和工人阶级(即美国最穷的90%人口)看到他们的国民收入比重从20世纪10年代至20年代的50%~55%增加到40年代末的65%~70%。

[14]见Kuznets, *Shares of Upper Income Groups*, 12–18。库兹涅茨曲线有时也被称为“倒U形曲线”。特别是库兹涅茨认为从贫困的农业生产部门转移到富裕的工业生产部门的工人数量越来越多。首先,只有少数人从工业部门财富增加中受益,因此不平等也相应增长。但最终每个人都会受益,不平等就相应减少。显而易见的是,高度机械化生产是可以推广的,比如劳动力可以在不同工业部门间或不同收入岗位间转移。

[15]有趣的是,库兹涅茨没有数据证明19世纪不平等的增加,但对他来说(甚至对大多数观察者来说)这样的增长确实已经发生了。

[16]库兹涅茨是这样自圆其说的:“这包括5%的经验和95%的思考,有些可能是一厢情愿的。”见Kuznets, *Shares of Upper Income Groups*, 24–26。

[17]“the future prospect of underdeveloped countries within the orbit of the free world”(28)。

[18]在这些代表性行为人模型(representative-agent models)中,其中一个假设从一开始每个行为人都得到同样的工资,具有相同的财富,并且享受同样的收入来源,因此根据定义,增长按比例地惠及所有社会群体。这些模型自20世纪60年代以来便在经济学教学和研究中普遍应用。这样简化现实的做法也许对于研究一些特定问题是合适的,但是明显地限制了可以问的经济学问题。

[19]国家统计局对于家庭收入和预算的研究很少追溯到1970年以前,并且倾向于严重地低估高收入,这是有问题的,因为高收入群体通常拥有多达一半的国民财富。税收记录为我们提供了更多关于高收入的信息并且使得我们可以回顾一个世纪。

[20]见thomas piketty, *Les hauts revenus en France au 20^{esi}ècle: Inégalités et redistributions 1901–1998* (Paris: Grasset, 2001)。文章总结请见“income inequality in France, 1901–1998,” *Journal of Political Economy* 111, no. 5 (2003): 1004–42。

[21]见anthony atkinson and thomas piketty, *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental-European and English-Speaking Countries* (Oxford: Oxford University press, 2007), 以及 *Top Incomes: A Global Perspective* (Oxford: Oxford University press, 2010)。

[22]见thomas piketty and Emmanuel Saez,“income inequality in the United States,1913–1998,”*Quarterly Journal of Economics* 118,no. 1 (February 2003): 1–39。

[23]在线技术附录中有完整的参考书目。关于概述，也可见原文。

[24]要在这本书里针对每一个国家给出详细的解释显然是不可能的，这本书给出了总体的概述。感兴趣的读者可以查阅完整的数据序列，这些数据在WTID网站（<http://topincomes.parisschoolofeconomics.eu>）可以查阅到，同时可以参考之前引用的更专业的书籍和引用的文章。许多文本和文件同样可以见在线技术附录（<http://piketty.pse.ens.fr/capital21c>）。

[25]WTID目前正被纳入世界财富与收入数据库（World Wealth and income Database，WWiD），WWiD将整合三种补充数据。这本书中我将对当前可用的信息加以概述。

[26]我们同样可以在对个人生活收取财产税的国家使用年度财产税申报表，但是长期地产税数据更易获得。

[27]见如下开创性的工作：R.J. lampman,The Share of Top Wealth-Holders in National Wealth,1922–1956 (princeton: princeton University press,1962); anthony atkinson and a.J. Harrison,Distribution of Personal Wealth in Britain,1923–1972 (Cambridge: Cambridge University press,1978)。

[28]见thomas piketty,Gilles postel-Vinay,and Jean-laurent Rosenthal,“Wealth Concentration in a Developing Economy: paris and France,1807–1994,”*American Economic Review* 96,no. 1 (March 2006): 236–56。

[29]见Jesper Roine and Daniel Waldenström,“Wealth Concentration over the path of Development: Sweden,1873–2006,”*Scandinavian Journal of Economics* 111,no. 1 (March 2009): 151–87。

[30]见thomas piketty,“On the long-Run Evolution of inheritance: France 1820–2050,”*École d’économie de Paris*,pSE Working papers (2010). Summary version published in *Quarterly Journal of Economics* 126,no. 3 (2011): 1071–1131。

[31]见thomas piketty and Gabriel Zucman,Capital Is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries,1700–2010 (paris: École d’économie de paris,2013)。

[32]见Raymond Goldsmith,Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries,1688–1978 (Chicago: University of Chicago press,1985)。更完整的参考文献可见在线技术附录。

[33]见a. H. Jones,American Colonial Wealth: Documents and Methods (New York: arno press,1977),and adeline Daumard,Les fortunes françaises au 19e siècle: Enquête sur la répartition et la composition des capitaux privés à Paris,Lyon,Lille,Bordeaux et Toulouse d’après l’enregistrement des déclarations de successions (paris: Mouton,1973)。

[34]见François Simiand,Le salaire,l’évolution sociale et la monnaie (paris: alcan,1932); Ernest labrousse,Esquisse du mouvement des prix et des revenus en France au 18e siècle (paris: librairie Dalloz,1933); Jean Bouvier,François Furet,and M. Gilet,Le mouvement du profit en France au 19e siècle: Matériaux et études (paris: Mouton,1965)。

[35]对于经济下滑和社会历史同样有内在的知识原因。社会历史基于物价、收入和财富的演变，有时也称“系列史”。以我的观点，这种下滑是不幸的，也是可逆的。我之后再讨论这一点。

[36]这一不稳定的机制（一个人越富有，他的财富越多）让库兹涅茨十分困扰，他1953年出版了著作《高收入群体在国民收入和储蓄中所占份额研究》（Shares of Upper Income

Groups in Income and Savings），从标题中就可见这种担心。但是由于历史局限性，他不可能进行完整的分析。詹姆斯·米德的经典著作《财产的有效性、平等性和所有权》（Efficiency, Equality, and the Ownership of Property, London: Allen and Unwin, 1964），以及阿特金森和哈里森的《英国个人财富分配》（Distribution of Personal Wealth in Britain，这本书也是米德研究的延续）都着重探讨了这一促进不平等的力量。我们的工作遵循这些作者的脚步。

CAPITAL

in

the

Twenty-

第一部分 **收入和资本**

First

Century

第一章 收入和产出

2012年8月16日，南非警察介入了约翰内斯堡附近马里卡纳铂矿的劳资冲突，冲突双方分别为铂矿的工人以及矿主——总部位于伦敦的隆明公司（Lonmin, Inc）的股东们。警方对罢工者开枪镇压，导致34位矿工身亡。^[1]类似的罢工经常发生，冲突主要源于工资诉求：工人要求将工资翻番，从每月500欧元上涨到每月1 000欧元。经历这一惨痛的人员伤亡事件后，公司最终提议每月加薪75欧元。^[2]

这一事件提醒我们（如果我们需要提醒的话），多少产出应作为劳动者的工资，多少产出应该作为所有者的利润？更通俗地说，即劳资双方如何分配生产所得？这一直都是分配冲突的核心问题。在传统社会中，社会不平等的根源及最常见的动乱诱因是地主和农民间的利益冲突，即土地所有者和出卖劳动力的农民之间、收取地租者和缴纳地租者之间的矛盾。工业革命使得劳资冲突进一步恶化，可能是因为与以往相比生产方式转向资本密集型（机器的使用和自然资源的开发远胜以往），也可能是因为对更平等的收入分配和更民主的社会秩序的希冀落空。之后我再阐述这一点。

马里卡纳的悲剧让我想起了早期的暴力事件。1886年5月1日发生在芝加哥的秣市惨案，以及1891年5月1日发生在法国北部富尔米工人区的游行，警察射杀了要求提高薪水而罢工的工人。此类劳动力和资本之间的暴力冲突只属于过去吗？或者说，这也会成为21世纪历史上必不可少的一部分吗？

本书的前两部分将主要阐述18世纪以来全球收入在劳资之间的分配比例及其变化趋势。这里我暂且不谈工人之间（例如普通工人、工程师和厂长之间）的收入差异，以及资本家之间（例如中小股东和大股东或地主之间）的收入差异，这些到第三部分再作讨论。财富分配包含两个维度，一是“要素”分配，这里劳动力和资本被当作是“生产要素”，他们被抽象成两个均匀的实体；二是“个体”分配，这会考虑到个体层面上的劳动收入和资本收入的不平等。现实中这两个维度都非常重要。如果不

同时分析这两个维度，是不可能完全理解分配问题的。[3]

无论如何，马里卡纳的矿工抗议的不仅仅是隆明公司的超额利润，他们显然还抗议矿场经理的高额工资及其与自己薪酬的差异。[4]事实上，如果资本所有权是平均分配的，并且每一个工人在自身工资的基础上还获得相同的利润份额，没有人会在意收入在利润和工资之间的划分。劳资之间的分立造成了诸多冲突，首要原因是资本所有权的高度集中。财富的不平等，以及由此产生的资本收入之间的不平等，事实上比劳动收入的不平等要大得多。我会在第三部分分析这个现象及其原因。眼下，我暂时假定劳动收入和资本收入的不平等是给定的，并主要分析全球各国的国民收入在资本收入和劳动收入之间的分配。

这里需要明确一点，我并不是要为工人反对所有者的例子辩护，而是想尽可能对现实有一个清晰的观察。资本收入和劳动收入的不平等问题会引起强烈的情绪，它与我们关于什么是公正、什么是不公正的普遍认识是冲突的。因此对于时而由此引发的肢体冲突事件，我们几乎不感到惊讶。对于那些除了劳动力一无所有且生活拮据的人来说（更不要说过着凄惨生活的18世纪农民或马里卡纳矿工了），他们很难接受资本的所有者——那些继承了至少一部分财富的人——能够占有这么多由他们的劳动创造的财富这一事实。资本的份额可以很庞大，通常是总产出的1/4，在类似采矿等资本密集型行业里，有时会达到1/2，更有甚者，一些地方垄断行业允许资本所有者占有更大的份额。

当然，所有人都明白，如果全部的公司收益都用来支付工资而不留一点儿给利润，那就很难吸引新的投资，至少在目前的经济组织形式下是这样的（诚然，你也可以试想一下其他的组织形式）。此外，也没必要不给那些更倾向于储蓄的人支付薪酬——当然，这里是假设储蓄的差异是造成财富不平等的的一个重要原因。要记得，所谓的“资本收入”，其中有一部分可能是“企业家”的劳动收入，而这部分的“劳动”无疑应该与其他形式的劳动同等对待。这个经典的论点值得进一步审视。考虑所有这些因素，怎样才是对资本收入和劳动收入的“正确”划分？我们能保证一个基于“自由市场”和私人财产的经济能魔法般随时随地都实现最优分配吗？在一个理想的社会中，资本收入和劳动收入之间应该如何进行分配？应该如何考虑这个问题？

长期资本——劳动划分：并没有那么稳定

——本书正是想要初步回答这些问题，或起码理清大家在争论中提到的专业术语（这种争论似乎是无休止的），为此我们应该先尽可能准确、细致地了解一些事实。我们对18世纪以来资本——劳动划分的演变到底了解多少？很长一段时间，大部分经济学家都接受这样一个观点，国民收入中劳动收入和资本收入的相对份额在长期内是非常稳定的，一个普遍接受的数据是劳动收入占2/3，资本收入占1/3。而许多教科书也直接采纳了这一观点。[\[5\]](#)现如今，在有着更广泛的历史视角和新增数据的有利条件下，我们清楚地看到现实远比这要复杂。

首先，资本——劳动划分在20世纪的进程中变化很大。相比之下，在19世纪则相对变化较少，我在导言部分也提到过（资本收入比重在前半世纪增加，紧接着是轻微的下降，之后是一段时期的稳定）。在1914~1945年短短几十年的时间里，经济连续遭受冲击——第一次世界大战、1917年的布尔什维克革命、“大萧条”、第二次世界大战、随之出台的新的监管和税收政策，以及资本管制——使得资本收入占国民收入的比重在20世纪50年代降到了历史最低水平。但是，资本很快开始自我增长。资本份额的增长加速了1979年玛格丽特·撒切尔在英国的胜利，以及1980年罗纳德·里根在美国的胜利，标志着一场保守主义革命的开始。然后1989年苏联阵营解体，紧接着20世纪90年代金融全球化和金融自由化兴起。所有这些事件都标志着政治的转向，从20世纪前半叶的方向转变为相反的方向。尽管2007~2008年爆发了危机，但到2010年，资本繁荣程度已达到1913年后的最高点。资本复兴的结果并不全是消极的，在某种程度上，这是自然且有益的发展。但自21世纪初开始，它改变了我们对资本——劳动划分的看法，同时也改变了我们对于未来几十年变化趋势的看法。

此外，如果我们以长远的眼光展望20世纪以后的情况，那么资本收入与劳动收入的比重保持稳定的观点必须面对这样一个事实，那就是资本自身的性质发生了彻底改变（从18世纪的土地和其他不动产变为21世纪的产业和金融资本）。这里同样有一个经济学家普遍认可的观点，即现代的经济增长大多取决于“人力资本”的兴起。乍一看，这似乎暗示着劳动收入理应在国民收入中占有更大的份额。我们确实发现长期内劳动收入比重存在增长的趋势，但收益涨势相对要慢一些：在21世纪的前几十年，资本收入比重（除去人力资本）比19世纪初时小了一些。今天在发达国家资本之所以重要，主要是由于人口增长和生产率增长减慢，同时政治制度也客观上偏向私人资本。

了解这些变化最有效的办法是分析资本/收入比的演变（即资本总量和每年收入流之比），而不是只关注资本——劳动划分（即收入分别分配到资本和劳动的份额）。在过去，学者主要研究后者，主要原因在于缺少充足的数据因而无法再去研究其他问题。

在详细阐释我的研究结果之前，我们最好一步一步来。本书第一部分主要旨在介绍一些基本概念。在这一章的剩余部分，我会首先阐述国内产值和国民收入、资本和劳动、资本/收入比等概念。然后我将看一看工业革命以后收入的全球分配是如何变化的。在第二章，我会分析增长率随着时间的大体演变过程，这对于后续的分析会起到关键作用。

有了前面的铺垫，第二部分开始分析资本/收入比以及资本——劳动划分的动态变化过程。第三章从具备长期数据的英国和法国着手，分析了18世纪以来资本构成的变化和资本/收入比的变化，第四章介绍了德国的情况，尤其还介绍了美国的情况，这对于欧洲是一个很好的补充。最后，第五章和第六章试图将分析的范围扩大到世界所有的发达国家，并尽可能扩大到全球。我还试图从21世纪的资本/收入比和资本劳动划分的全球动态中归纳出相关的结论。

国民收入的概念

从“国民收入”的概念入手会对我们的研究很有帮助，这个词我接下来会频繁地提到。国民收入是指一年内一国居民可得的所有收入之和（包括所有类型的收入）。

国民收入与国内生产总值（GDP）的概念密切相关，国内生产总值在公开辩论中会经常出现。但是，国内生产总值和国民收入有两个重要的差异。国内生产总值测量的是一年内在一国境内生产的商品和服务的总量。为了计算国民收入，我们需要从国内生产总值中减去生产所用的资本折旧；换句话说，我们需要减去建筑、基础设施、机械设备、车辆、计算机以及其他物品在这一年的损耗。折旧的数额很大（现今在很多国家，折旧的数额接近国内生产总值的10%），它与任何人的收入无关：在将工资或红利分发给工人或股东之前，以及在进行新投资之前，必须替换或修补损耗的资本。如果不这样做，财富就会流失，导致所有者获得负的收入。从国内生产总值中减去折旧后，可以得到“国内生产净

值”，我简单地称其为“国内产出”或者“国内产值”，基本上占国内生产总值的90%。

然后，我们需要加上从国外获得的净收入（或减去付给外国人的净收入，视各国情况而定）。例如，如果一个国家的公司和其他资本资产由外国人所有，那么它的国内产值可能很高，但一旦从总数中减去流到境外的利润和租金，得到的国民收入则相对较低。相反，一个拥有大量他国资本的国家，其国民收入可能会远高于国内产值。

后面我会给出两种情形对应的例子，都是资本主义历史上和当今世界中的现实案例。我首先要说的是，这类国际不平等会引发很大的政治紧张。如果一个国家为另一个国家工作，并且在很长一段时间内将本国产出以分红和租金形式支付给外国人，这可不是件小事。在许多情况下，只有在统治与被统治的关系下，这样的体系才能存活（在某种程度上），正如殖民时代的情况，欧洲实际上控制了欧洲以外的大部分世界。该研究的一个关键问题是：在什么条件下，21世纪会重现这种形势？也许可以通过一些新奇的地理结构？例如，欧洲可能发现自己被他国所有，而自身不再是所有者。这种恐慌正在旧世界（the Old World）中扩散——有些恐慌过头了。我们来具体看一下。

可以这样说：大部分国家，无论是富裕国家还是新兴国家，其收支情况都要比人们想象的更加平衡。在法国和美国，德国和英国，中国和巴西，日本和意大利，国民收入约是国内产值的1%或2%。换句话说，在所有这些国家，利润、利息、红利、租金等的流入大致与流出相当。在富裕的国家，来自国外的净收入通常略有盈余，其居民拥有的外国不动产和金融票据的数额与外国人拥有他们的资本数额大致相当。也不像有人幻想的那样，法国并不为加州养老基金或中国的银行所有，美国也没有被日本和德国投资者收入囊中。对于陷入这种窘境的恐惧太深了，以至于幻想常常超越了现实。现实是，关于资本的不平等这个问题更多的是一个国家内部的问题，而不是国与国之间的问题。资本所有权的不平等造成的每一个国家里富人和穷人的冲突，远比起其导致的国家间的冲突更严重。但是，事实不总是这样。未来是否会重蹈过去的覆辙，这样问也合情合理，尤其是某些国家——日本、德国、石油输出国以及中国（程度较轻）——在近几年里积累了大量对世界其他国家的债权（尽管绝对没有殖民时代的多）。另外，交叉所有权的大幅增长（即不同国家相互持有对方的资产）给了强占资本一个合理的理由，即使净资产头寸

接近于零。

总之，一国的国民收入有可能大于或小于它的国内产值，这取决于国外净收入是正还是负。

$$\text{国民收入} = \text{国内产值} + \text{国外净收入}[6]$$

在全球层面上，国外获得的收入必须与支付给国外的收入平衡，因此收入可以定义为等于产出：

$$\text{全球收入} = \text{全球产出}$$

收入和产出这两个年度流量指标相等，这个会计恒等式同时也反映了一个重要事实：在任何给定年份，总收入都不可能超过新创造出来的财富（在全球的角度来看，单个国家当然可能从国外借贷）。反之，所有产出必须以某种收入的形式分配到劳动或资本上——或者是工资、薪水、酬金、奖金等（作为对工人和在生产过程中贡献了劳动力的人的报酬），或者是其他如利润、红利、利息、租金、版税等（作为对生产过程中使用的资本的所有者的报酬）。

什么是资本？

简单来说，无论是公司账户、国家账户还是全球经济，相应的产出和收入都可以分解为资本收入和劳动收入：

$$\text{国民收入} = \text{资本收入} + \text{劳动收入}[7]$$

但什么是资本？它的局限是什么？它以哪种形式呈现？它的构成是如何随着时间而变化的？这个问题正是本书研究的中心，我将会在随后章节中进行更为详细的阐释。本阶段，主要需要说明以下几点：

首先，在没有特殊说明的情况下，本书中提到的“资本”均不包括经济学家们经常提及的（在我的印象中）“人力资本”。人力资本通常包括个人的劳动力、技术、熟练程度和能力。在本书中，资本指的是能够划

分所有权、可在市场中交换的非人力资产的总和，不仅包括所有形式的不动产（含居民住宅），还包括公司和政府机构所使用的金融资本和专业资本（厂房、基础设施、机器、专利等）。

我们之所以在资本的定义中排除了人力资本是有许多原因的，其中最显而易见的原因是人力资本无论何时都不能被另一个人所有，也不能在市场中永久交易。这是人力资本与其他形式的资本最显著的区别。当然，一个人可以在某种劳动合同下雇用另一个人来提供劳务，但是在任何现代法律体系下，类似的合约都需要在时间和范围上加以限定。当然在奴隶社会，情况显然不同：一个奴隶主可以完全彻底地拥有另一个人的人力资本，甚至是那个人的子孙后代。在这样的社会中，奴隶们可以在市场上买卖、通过遗产继承，同时将奴隶算入奴隶主的财富是十分常见的情况。当我在考察1865年以前美国南部的私人资本组成时，将会分析这一情况。除了这些特殊的历史案例之外，尝试将人力资本加入非人力资本是不太合理的。在历史上，两种形式的财富在经济增长和发展中扮演了基础和互补的角色，这也会在21世纪持续下去。但是为了理解增长的过程及其引起的不平等，我们必须仔细区分人力资本与非人力资本，予以区别对待。

非人力资本——在本书中我简单称之为“资本”——包含了私人（或私人团体）可以拥有并且能够在市场上永久交易的所有形式的财富。在现实中，资本能够被私人所有（在这种情况下我们称之为“私人资本”），或者被政府或者政府机构所有（在这种情况下我们称之为“公共资本”）。同时，也存在着中间过渡形式的资产，它们为了追求特殊的目标以集体所有的形式被“法人”所有（例如基金会和教会）。之后我将继续阐释这个问题。能否被私人所有这一限定，随着时间推移会发生很大改变，在世界的不同地方也会有巨大差异，最极端的案例就像奴隶制这样。空气、海洋、山脉、历史遗迹、知识等的所有权也是类似的情况。某些人出于私人利益希望拥有这些东西，但有时候他们辩解说这么做是为了追求效率而非谋取私利。但是，这不能保证这种追求与大众利益相一致。资本的概念并非是一成不变的，它反映出了每个社会的发展态势及该社会普遍的社会关系。

为了简化文字，我这里使用的“资本”与“财富”含义完全一样，两个词可以相互替换。根据某些定义，用“资本”这个词来描述人们积累财富更为合适（房屋、机器、基础设施等），这种定义排除了土地和自然

资源，这些资源一般被认为是人天生就有的而无须积累。因此，土地被认为是财富的组成部分，但不是资本的组成部分。问题是我们很难将建筑的价值从其所建造的土地上单独剥离出来。更难的是，我们几乎无法排除人们在土地上增加的附加价值（例如排水系统、灌溉设施、肥料等）而单独测量土地的原始价值（人们在千百年前发现时那样）。石油、天然气、稀土元素等自然资源的价值也面临着同样的问题，我们很难将人们在勘探采掘中所投入的价值剥离出来，单独计算自然资源的纯粹价值。因此，我将这些形式的财富都归入了“资本”中。当然，这么做并不是说没有必要仔细研究财富的起源，更不是要模糊积累与分配的界限。

某些定义认为，财富中只有直接用于生产过程的那部分才能称为“资本”。例如，黄金被归为财富而非资本，因为黄金被认为只有储值的功能。我再次认为这个限制既不可取也不可行（因为黄金可以成为生产要素，不只用于珠宝的生产，同时还可用于电子设备和纳米技术的生产）。所有形式的资本都具有双重角色：既有存储价值，也能作为一种生产要素。因此，我认为不用严格地区分财富与资本，这样会更为简单。

同理，我也反对将“非生产性”的居民住宅排除在资本之外。有人认为居民住宅不像“生产性资本”（工业厂房、写字楼群、机器、基础设施等）那样，可以被公司和政府所使用。事实上，所有形式的财富都是有用的、生产性的，同时也反映了资本的两种主要经济功能。居民住宅提供了“住宅服务”，而服务的价值可以用等价的租赁费用来衡量，因此居民住宅可以被视为资本。其他的资本可以作为公司和政府的生产资料来生产产品与服务（需要投入厂房、办公室、机器、基础设施等）。在发达国家，这两种形式的资产大约各占了资本存量的一半。

总的来说，假设所有物品都可以在某些市场上交易，我将“国民财富”或者“国民资本”定义为在某个时点某个国家的居民与政府所拥有的全部物品的市场价值之和。[\[8\]](#)这包括了非金融资产（土地、住宅、企业库存、其他建筑、机器、基础设施、专利以及其他直接所有的专业资产）与金融资产（银行账户、共同基金、债券、股票、所有形式的金融投资、保险、养老基金等）的总和，减去金融负债（债务）的总和。[\[9\]](#)如果我们单从私人的资产和负债来看，得出的结果是私人财富或者私人资本。如果我们考虑政府与其他政府实体（例如城镇、社会保险机构等）

的资产和负债，得出的结果是公共财富或者公共资本。按照定义，国民财富是以下两个部分的总和：

$$\text{国民财富} = \text{私人财富} + \text{公共财富}$$

目前，在发展程度最高的国家，公共财富的数量并不高（由于公共债务超过了公共资产，公共财富甚至会是负数）。正如我稍后会阐明的，国民财富几乎全部由私人财富构成，而几乎所有国家都是如此。但是，也并不总是这样，因此清晰地区分这两个概念非常重要。

需要说明的是，虽然我对于资本的定义排除了人力资本（由于人力资本不能在任何市场上交换，奴隶社会除外），但是资本并不局限于“物质”资本（土地、建筑、基础设施以及其他的一些产品）。我将“非物质”资本（如专利以及其他知识产权）也包括了进来，以两种形式呈现：（1）如果个人直接拥有专利，那么算入非金融资产；（2）如果个人通过持有公司股份来拥有专利（这种情况更为常见），那么这些是金融资产。更广泛来说，通过公司在股票市场上的资本化，许多形式的非物质资本都可以被考虑进来。例如，一个公司的股票市值一般取决于企业的声誉、商标、信息系统、组织模式、投资等，无论是物质的还是非物质的，都是为了让公司的产品和服务更具有吸引力。这些都反映在公司的股票和其他金融资产的价格上，同时也反映在了国民财富中。

诚然，在某一时点，一个公司甚至是一个行业的非物质资产在不同金融市场上的价格是变化无常的。在2000年互联网泡沫破裂时、2007~2008年金融危机时，尤其是在波动极大的股票市场上，我们都可以看到这样的情况。需要指出的重要一点是，所有形式的资本都具有这一特点，并不只是非物质资产。无论是一栋建筑还是一个公司、一个制造工厂还是一个服务型企业，我们都很难为资产定价。但我之后会阐明，国民财富总值（一个国家财富的总体而非特定的某种资产）遵循统一的定律、符合特定的规律。

更进一步的要点：国民财富总值总是可以分解成国内资本和国外资本。

$$\text{国民财富} = \text{国民资本} = \text{国内资本} + \text{净国外资本}$$

国内资本是位于国家边界以内的资本存量（建筑、公司等等）的价值。净国外资本（或净国外资产）衡量了一国在世界其他地方的头寸：更具体地说，是位于世界其他国家的本国国民资产与位于本国的外国国民资产之差。在第一次世界大战前夕，英国和法国拥有高额的国外资产。20世纪80年代以来，金融全球化的一个特点是许多国家之间的净资产头寸几乎趋于平衡，但是绝对值还是比较大的。换句话说，许多国家持有大量其他国家的资本，相应地，其他国家也持有这个国家的资本，这两方的头寸大致是相等的，因此净国外资本接近于零。从全球来看，这些净头寸之和当然为零，因此全球财富总值等于全球（作为一个整体）的“国内”资本。

资本/收入比

定义好了收入和资本，下面开始阐述将这两个概念结合起来的第一个基本定律。首先从资本/收入比开始。收入是流量，它与某段时间内（一般为一年）生产和分配的产品数量相关。

资本是存量，它与某个时点上所拥有的财富总额相关，是此前所有年份获得或积累的财富总量。

衡量某个国家资本存量最自然而有效的方法是用这些存量除以每年的收入流量，从而得到资本/收入比，用希腊字母 β 表示。

例如，如果一个国家的资本存量总额等于6年国民收入之和，我们记为 $\beta=6$ （或者 $\beta=600\%$ ）。

在如今的发达国家，资本/收入比一般在5~6之间波动，而资本存量几乎完全由私人资本组成。2010年，英国、法国、德国、意大利、美国和日本的人均国民收入大约为3万~3.5万欧元，而人均私人财富（除去债务）大约是15万~20万欧元，是5~6年的国民收入。在欧洲和全世界，各国 β 值的差异也十分有意思。例如，日本和意大利的 β 值大于6，而美国和德国的 β 值则小于5。一些国家的公共财富略大于零，而其他一些国家则略小于零。我在之后几章会详细分析这个问题。此时，只要先了解这个基本数量级就可以了，这样会使概念更直观一些。[\[10\]](#)

事实上，2010年发达国家的人均国民收入为3万欧元（或2 500欧元

每月)，但显然并不意味着每个人都能获得这么多的收入。就像所有的平均数一样，这个人均收入数据也掩盖了极大的贫富差距。事实上，许多人的月收入低于2 500欧元，而有些人的月收入则是平均值的几十倍。收入差距主要由两个原因造成：一是劳动收入的不平等；二是资本收入的不平等，而这正是财富极端集中的后果。人均国民收入是指将既定总产出和国民收入在完全平均分配的条件下，分配给每个人的数量。

[11]

同样，人均私人财富约为18万欧元（或相当于6年的国民收入），也并不意味着每个人都拥有这么多的财富。许多人拥有的资产要少得多，但是有些人的资产却高达几百万欧元乃至几千万欧元。许多人累积了很少量的财富——远低于他们一年的收入：或许有个几千欧元的银行存款，相当于几周或者几个月的工资。有些人的财产甚至为负：换句话说，他们拥有的资产要少于他们的负债。相比之下，有些人拥有大量的财富，可能是他们年收入的一二十倍甚至更多。一个国家的资本/收入比并不能反映国家内部收入不平等的情况，但是 β 值还是可以衡量一个社会总资本的重要性，因此分析这个比率是研究收入不平等的第一步。第二部分的主要目的是阐述不同国家的资本/收入比的差异、差异产生的原因以及它是如何随着时间演变的。

为了更好地理解目前世界上财富存在的具体形式，可以将发达国家的资本存量划分为大致相等的两个部分：家庭资本以及企业和政府使用的专业资本。总而言之，2010年，发达国家每位居民的年平均收入为3万欧元，拥有约为18万欧元的财富，其中9万欧元以房产的形式存在，另外9万欧元则是股票、债券、储蓄以及其他投资。[12]各国的情况各有区别，我将会在第二章讨论这个很有意思的问题。目前，记住资本可以分为大致相等的两个部分就可以了。

资本主义第一基本定律： $\alpha = r \times \beta$

现在我可以来讲解资本主义第一基本定律，该定律阐释了资本存量与资本收入流量之间的关系。资本/收入比 β 与国民收入中资本收入的比重 α 的关系可用如下公式表示：

$$\alpha = r \times \beta$$

r 是资本收益率。

举例来说，如果 $\beta=600\%$ ， $r=5\%$ ，那么 $\alpha=r\times\beta=30\%$ 。 [13]

换句话说，如果国民财富等于6年的国民收入，资本的年收益率为5%，那么资本所创造的收入在国民收入中的比重就是30%。

$\alpha=r\times\beta$ 是一个纯粹的会计恒等式。根据定义，该等式适用于所有社会的所有历史阶段。这个公式应当被视为资本主义第一基定律，因为它用简洁直白的方式阐释了资本/收入比、资本收入和资本收益率这三个概念之间的关系，这些概念对于研究资本主义制度非常重要。

在许多经济理论中，资本收益率都是一个核心概念。马克思主义者的研究尤其强调利润率会不断下降——一个被证明是错误的历史预言，尽管这其中确实包含了有趣的直觉判断。资本收益率的概念在其他许多理论中也都扮演着主要角色。无论如何，资本收益率衡量了一年内资本以任何法律形式（利润、租金、分红、利息、版税、资本利得等）带来的收益，以占投入资本价值的百分比来表示。因此，资本收益率的含义要比“利润率”[14] 和“利息率”[15] 的含义更广，实际上它包含了以上两者。

显然，不同类型的投资，收益率也迥然不同。有些工厂每年的收益率可能超过10%，但有些可能会亏损（收益率为负）。在许多国家，股票的平均长期收益率是7%~8%，房地产和债券则为3%~4%，而公债的实际利率有些时候则更低。等式 $\alpha=r\times\beta$ 不能反映出这些细节，但是它却告诉了我们如何将这三个数量联系起来，这对于建立讨论框架非常有用。

例如，2010年左右在一个发达国家，资本收入（利润、利息、分红、租金等）一般情况下占国民收入的30%左右。若资本/收入比大约为600%，那么这意味着资本收益率为5%左右。

具体来说，这意味着目前发达国家每年3万欧元左右的人均国民收入可以被拆分为两个部分：每年人均2.1万欧元的劳动收入（70%）以及人均9 000欧元的资本收入（30%）。每个公民平均拥有18万欧元的资本，这些资本带来了9 000欧元的收入，资本年均收益率为5%。

再次强调，这里我说的只是平均数：有些人获得的年资本收入要远

高于9 000欧元，而其他人则不仅一无所得，反而还要向房东支付租金，向债权人支付利息。国与国之间也存在着差异。此外，无论从理论上还是实际上，都很难衡量资本收入比重。有些收入（例如非工资的个体经营收入和创业所得）很难拆分为资本收入和劳动收入。在有些情况，如此比较甚至会产生误导。当碰到这样的问题时，最好的办法是用平均数来衡量资本/收入比。眼下，上文提到的数量级（ $\beta = 600\%$ ， $\alpha = 30\%$ ， $r = 5\%$ ）可视为典型情况。

为了更为具体，让我们再举个例子。农业社会的典型土地收益率为4%~5%。在简·奥斯汀和巴尔扎克的小说中，土地（或者公债）年收益率为5%左右（资本的价值相当于约20年的租金），这被认为是理所当然的而很少被人们提起。当代的读者都知道了约100万法郎的资本每年可以获得5万法郎的利息。对于19世纪的小说作家及读者来说，资本与年利息的关系是不言自明的，同时这两种量表是可以交换使用的，犹如租金和资本是同义词或者是完全等价的。

现在，在21世纪初期，房地产收益率（4%~5%）与此非常接近，有时会少一些，特别是价格快速上涨而房租上涨滞后的时候。例如，2010年时巴黎的一个价值100万欧元的大公寓，每月的房租通常只有2 500欧元，每年的房租只有3万欧元，房东的年资本收益率仅为3%。然而，这样的租金对于仅依靠劳动收入（希望他/她的薪酬是丰厚的）的承租人来说却是非常高的，而对于房东来说是一笔很大的收入。坏消息（或者好消息，主要取决于你的立场）是事情经常如此。这种类型的租金会继续上升，直到资本收益率达到4%左右（在这个案例中，月租金约为3 000~3 500欧元，或者年租金4万欧元）。因此，承租人所需支付的租金很可能会在未来上升。房东的年投资收益可能最终会由于公寓价值的长期资本而提升。小一点儿的公寓的资本收益率也差不多，甚至可能高一些。一套价值10万欧元的公寓可能每月能够获得400欧元的租金，或者每年将近5 000欧元的租金（5%）。一个拥有这样公寓的人可能会选择自己居住来节省同等价值的租金，然后将钱用于其他的地方，这种情况下投资所带来的收益是类似的。

投资于商业的资本显然面临更大的风险，因此平均收益将会更高。在不同的国家，一般情况下上市公司的股票市值相当于12~15年的利润，相应的年投资收益率为6%~8%（税前）。

利用等式 $\alpha = r \times \beta$ ，我们可以分析资本对于整个国家乃至全球的重

要性。该等式也可以用来研究一家公司的账目情况。例如，一家公司拥有价值500万欧元的资本（包括办公室、基础建设、机器等），每年生产100万欧元的产品，其中60万欧元将会支付给工人，40万欧元归入利润。[\[16\]](#)这家公司的资本/收入比 β 为5（它的资本等于5年的产出），资本收入比重 α 为40%，资本收益率 r 为8%。

假设另一家公司利用少一些的资本（300万欧元）来生产同等的产出（100万欧元），但是使用了更多的劳动力（70万欧元用于支付工人工资，30万欧元归入利润）。对于这家公司来说， $\beta = 3$ ， $\alpha = 30\%$ ， $r = 10\%$ 。第二家公司比第一家公司的资本密集度要小，但是利润率更高（资本收益率显著较高）。

在所有国家，不同公司的 β 、 α 与 r 数量级的大小是千差万别的。有些行业的资本密集度比其他行业要高，例如金属和能源行业比纺织和食物生产行业的资本密集度要高，制造行业比服务行业的资本密集度要高。同一个行业中，不同公司的情况也差异显著，这取决于公司对于生产技术和市场地位的选择。对于某一个国家来说， β 、 α 和 r 的水平取决于居民房地产和自然资源占总体资本的比重。

值得强调的是， $\alpha = r \times \beta$ 等式没有告诉我们这三个变量是如何决定的，特别是国家的资本/收入比（ β ）是如何决定的，这个比值在某种意义上也衡量了该国的资本主义程度。为了回答这个问题，我们必须引入更多的概念与关系，特别是储蓄率、投资率与增长率。这将会引出资本主义第二基本定律：更高的储蓄率和更低的增长率会带来更高的资本/收入比（ β ）。这将会在后续的章节里详细阐述；在当前的阶段， $\alpha = r \times \beta$ 等式简单地表示，不管是经济、社会和政治中的何种力量决定了资本/收入比（ β ），资本收入占总收入的比重（ α ）以及资本收益率（ r ），这三个变量不是孤立的，而是相互关联的。从概念上讲，其中有两个是自变量，而有一个是因变量。

国民账户：一个不断演变的社会建构

目前，在解释了投入与产出、资本与财富、资本/收入比以及资本收益率这些核心概念之后，我将会更为具体地对这些抽象概念进行定量分析，这些衡量方法将会告诉我们财富分配在不同国家的历史变迁。我

将会简要回顾历史上国民账户的几个主要阶段，然后绘制出18世纪以来全球收入产出分配的变化趋势，接着讨论在同一个周期内人口增长率和经济增长率是如何变化的。在分析中，这些增长率将会起到重要作用。

应当指出的是，人们首次尝试衡量国民收入与财富的做法可以追溯到17世纪末、18世纪初。1700年左右，在英国和法国出现了一些独立的研究（彼此之间都是独立的），主要包括英国的威廉·配第（1664年）和格雷戈里·金（1696年），以及法国的皮埃尔·布阿吉贝尔（1695年）和塞巴斯蒂安·勒普雷斯特雷·德·沃邦（1707年）的研究。他们的研究主要着眼于国民资本存量以及年度国民收入流量。由于土地是农业社会时代最重要的财富来源，他们的首要目标之一是计算土地总价值，并将土地带来的财富数量与农业产出和地租水平联系起来。

值得注意的是，这些作者的脑海里经常会有一个政治目标，一般与现代税法体系有关。通过计算国民收入与财富，他们希望告诉君主只要对每个人、对所有财产和生产的物品都征税（包括封建领主和平民的土地），那么即使税率水平较低也能够获得比较高的税收收入。这个目标在沃邦的《皇室什一草案》（Projet de dîme royale）体现得很明显，但在金和布阿吉贝尔的著作中体现得更为清晰（在配第的作品中则没那么明显）。

在18世纪末，特别是在法国大革命期间，有人进一步尝试去核算收入与财富。安托万·拉瓦锡在1791年出版的著作《法兰西王国的领土财富》（La Richesse territoriale du Royaume de France）中，公布了他关于1789年情况的核算。法国大革命之后颁布的税收制度（该制度终结了贵族的特权，同时对土地所有权征税）就是受到这部著作的启发，著作中谈到的计算方法被广泛运用于估算新税制的预期收益。

以上是19世纪的情况，当时对于国民财富的核算激增。1870~1890年，罗伯特·吉芬定期更新他对于英国国民资本存量的预算，他还与1800年以来的其他作者的结果进行了比较（特别是帕特里克·科尔克霍恩）。让吉芬震惊的是，英国工业资本存量和在拿破仑战争后取得的外国资产数量是战争导致的国债数量的好几倍。[\[17\]](#)在法国，差不多是同样的时间，阿尔弗雷德·德·福维尔和克莱门特·科尔森发表了“国民财富”和“私人财富”的估计成果。和吉芬一样，两位作者也都对19世纪大量累积的私人财富感到震惊。1870~1914年，私人财富的繁荣是显而易见的。当时的经济学家主要致力于财富的衡量并进行各国的比较

（英法文化的竞争从未从他们脑海中消失）。在第一次世界大战以前，人们更注重衡量财富，而不关注衡量收入与产出，不仅是在英法，在德国、美国以及其他一些工业化国家均是如此。当时，成为一名经济学家首先要能够衡量一个国家的国民资本，这几乎成了一种经济学入门仪式。

直到两次世界大战之间，每年定期的国民账户才正式确立。之前的核算经常集中于独立的年份，两次测算之间相隔了10年左右，就像吉芬在19世纪衡量英国国民资本的案例一样。20世纪30年代，初级统计来源的改进使得制作第一部国民收入年鉴成为可能。这要追溯到19世纪末20世纪初。美国的库兹涅茨和肯德里克、英国的保利和克拉克、杜革·德·贝农维尔都建立了国民收入核算体系。第二次世界大战之后，政府统计办公室代替了经济学家开始编制和发布官方的年度国内生产总值和国民收入情况。这些官方体系一直延续至今。

相较第一次世界大战之前的一段时间，数据的重点完全改变了。自20世纪40年代以来，数据统计的主要目的都是为了应对“大萧条”所带来的创伤，在“大萧条”中政府没有可靠的年度经济支出计划，因此需要统计和政治的工具来适当地掌控经济，避免灾祸的重演。因此，政府坚持统计年度乃至季度的产出与收入数据。在1914年之前，政府非常重视对国民财富的统计，而这个时候则变得无关紧要了，特别在1914～1945年，经济和政治的混乱局面使得政府非常难以解释国民财富数据的意义。尤其是，地产和金融资产的价格跌到了极低的水平，使得私人资本看起来像完全蒸发了一样。20世纪50～60年代是一段重建的时期，主要的目标是衡量不同行业产出的显著增长。

1990～2000年，人们开始重新计算财富。经济学家和政治领导人都意识到不能用20世纪50～60年代的方法来分析21世纪的金融资本主义。许多发达国家的政府统计行业与中央银行合作，在往常的收入和产出数据的基础上，编辑发布了国民经济不同行业的年度资产负债数据。这些财富数据仍然存在诸多缺陷，例如，自然资本和对环境的破坏并没有通过数据体现出来。然而，与战后前几年只一味关注产出增长的国民账户相比，这已经有了真正的进步。[\[18\]](#)我正是利用这些官方数据来分析总财富和发达国家目前的资产/收入比的。

通过回顾国民账户的简史，我们可以得出一个结论：国民账户是一个不断演进的社会建构，总是反映出那个时代的关注点。[\[19\]](#)我们需注

意不要盲目崇拜出版数据。当一个国家的人均国民收入为3万欧元时，显然这个数据就像其他经济社会统计数据一样，应当被视为一个估算值，而并非是精确值。这只是我们能够达到的最佳的估计。国民账户只是对一国经济进行的一种方法一致的系统分析，对各个来源的数据进行编辑整理，因此只是一个有局限的、非完美的研究工具。在所有的发达国家，国民账户都是由政府统计办公室和中央银行根据金融、非金融公司的资产负债表、会计账簿以及其他一些统计数据编制而成的。我们没有理由先验地认为统计官员们在核算中没有尽力对数据进行一定的修订，以达到最好的估计。假若我们抱着审慎的态度来使用这些数据，补足其中存在错误或者缺口的地方（比方在处理避税情况时），这些国民账户将是估算总收入和财富的必要工具。

就像我将在第二部分中阐释的那样，通过对18世纪至20世纪初不同作者的国民财富估计进行细致的编辑和比较，再加上20世纪晚期和21世纪的官方资本账户，我们可以对资本/收入比的历史演进做出一致性分析。官方国民账户的另一个局限是，它们缺少历史展望，而且有意只考虑总和与平均数，而不考虑分配和不平等。因此，要研究不平等问题，我们必须通过其他一些数据来源衡量收入和财富的分配。只有加入了历史数据和分配数据之后，国民账户才能成为我们分析中的重要依据。

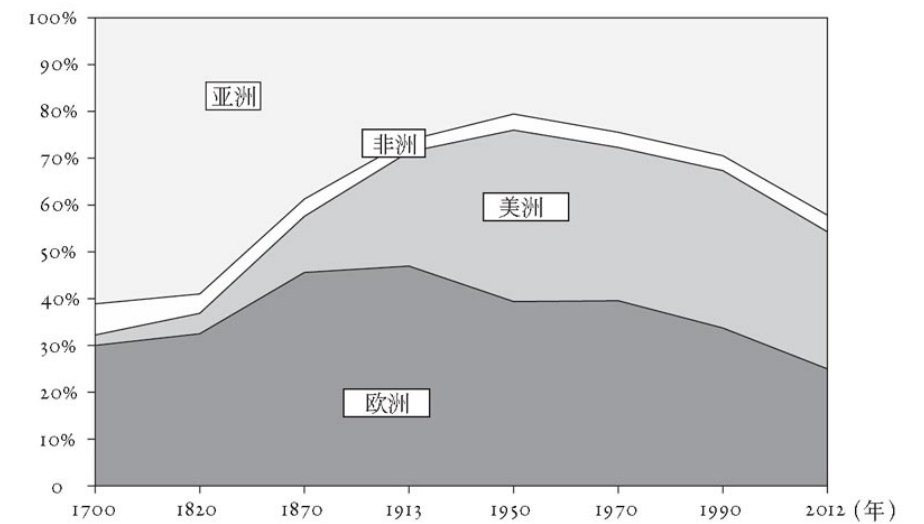
全球产出分配

先来看一下全球产品分配的演变历程。全球产品分配的概念从19世纪初以来为人们所熟知。在早年，由于整体形式相对简单，因此估计更为粗略，但多亏了安格斯·麦迪森的历史统计工作，我们能够知道大致的轮廓。[\[20\]](#)

1900~1980年，全球70%~80%的商品与服务的产出都集中在欧美，因此欧美无疑主导着全世界。2010年，欧美的份额降至大约50%，几乎与1860年的水平差不多。这个比例很可能会继续下跌，在21世纪的某个时点降到20%~30%。这是19世纪转向之前的水平，与欧美所占世界人口的比重相一致（见图1.1和图1.2）。

换句话说，欧美这两个区域在工业革命期间的全球产出比重是其人口占世界人口比重的2~3倍，这是由于他们的人均产出比世界平均水平

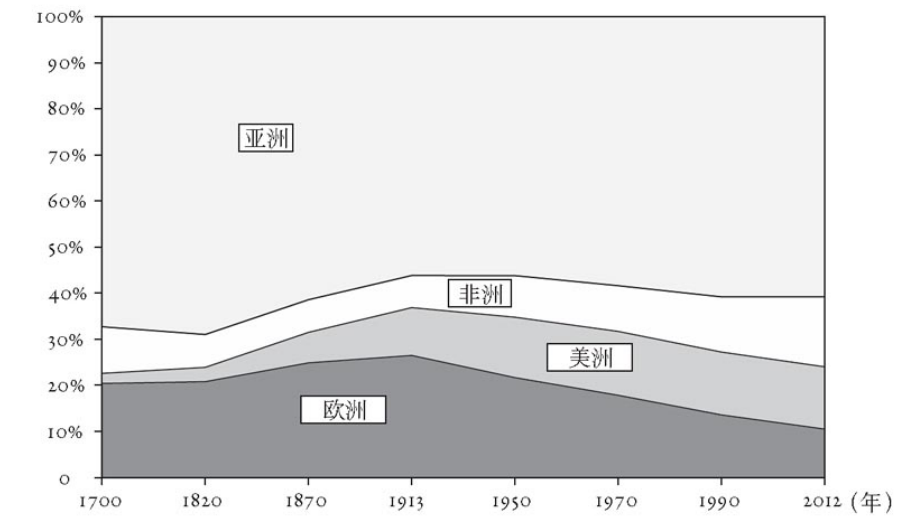
要高2~3倍。[21]所有迹象表明，这个人均产出分化的阶段结束了，随之进入了一个趋同的时期。但是，分化导致的“追赶”效应还远远没有结束（见图1.3）。目前预测这个进程何时结束还为时尚早，特别是显然不能排除中国以及其他一些地方的经济或政治出现逆转的可能。



1913年欧洲国内生产总值占世界国内生产总值的47%，至2012年降至25%。

图1.1 1700~2012年世界收入分配

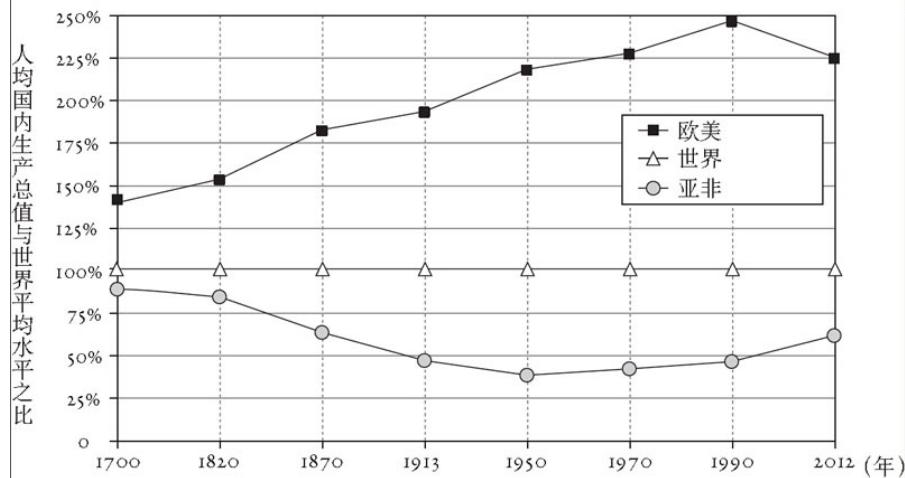
资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



1913年欧洲人口占世界人口的26%，到2012年降至10%。

图1.2 1700~2012年世界人口分布

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



1950年亚非地区人均国内生产总值为世界平均水平的37%，2012年升至61%。

图1.3 1700~2012年全球不平衡：从分化到趋同？

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

从大陆阵营到区域阵营

尽管上述大格局可谓众所周知，但有几点需要再澄清一下。首先，将欧洲和美洲放在一起作为单一“西方阵营”能够简化分析，却过于人为化。欧洲经济占全球的权重在“一战”前夕达到巅峰，当时欧洲产出占全球总产出的50%，自此之后稳步下滑；而美国在20世纪50年代达到顶峰，约占当时全球产出的40%。

此外，欧洲和美洲都可以被细分为差异很大的两块：一个高度发达的中心地区和一个欠发达的外围地区。一般来说，研究全球不平等的最佳方法是按地区划分，而不是按大陆划分。表1.1清晰地展示了这一点，它显示了2012年全球产出的分布状况。这些数据本身并没有太大的意义，但却可以帮助我们了解主要的数量级。

截至2012年，全球总人口接近70亿，而全球产出略多于70万亿美元，因此全球人均产出几乎正好1万欧元。说得更清楚一些，如果我们从中减去10%的资本折旧再除以12，这相当于人均月收入约760欧元。换言之，如果平均分配全球产出及其所对应的收入，那么全球每个人将能够拿到每月760欧元的收入。

欧洲的人口约为7.4亿，其中大约5.4亿人生活在欧盟国家，其年人

均产出超过2.7万欧元；剩下的2亿人口生活在俄罗斯和乌克兰地区，那里的年人均产出约为1.5万欧元，仅超出全球平均水平的50%。[\[22\]](#) 欧盟本身内部差异也很大：4.1亿人口生活在西欧，其中3/4的人口生活在欧盟人口最多的五个国家——德国、法国、英国、意大利和西班牙，上述5国的人均国内生产总值为3.1万欧元，而剩下的1.3亿人口生活在曾经的东欧，年人均产出为1.6万欧元，与俄罗斯 – 乌克兰地区的水平类似。[\[23\]](#)

表1.1 2012年全球国内生产总值分布

地区	人口 (百万)		国内生产总值 (10 亿欧元, 2012)		人均国内生产总值 (欧元, 2012)	相当于人均月收入 (欧元, 2012)
世界	7 050	100%	71 200	100%	10 100	760
欧洲	740	10%	17 800	25%	24 000	1 800
欧盟	540	8%	14 700	21%	27 300	2 040
俄罗斯/乌克兰	200	3%	3 100	4%	15 400	1 150
美洲	950	13%	20 600	29%	21 500	1 620
美国/加拿大	350	5%	14 300	20%	40 700	3 050
拉美	600	9%	6 300	9%	10 400	780
非洲	1 070	15%	2 800	4%	2 600	200
北非	170	2%	1 000	1%	5 700	430
撒哈拉以南的非洲	900	13%	1 800	3%	2 000	150
亚洲	4 290	61%	30 000	42%	7 000	520
中国	1 350	19%	10 400	15%	7 700	580
印度	1 260	18%	4 000	6%	3 200	240
日本	130	2%	3 800	5%	30 000	2 250
其他	1 550	22%	11 800	17%	7 600	570

注：截至2012年，全球国内生产总值以购买力平价计算约为71.2万亿美元，全球人口约为70.5亿。因此，年人均国内生产总值总收入和产出063值为10 100欧元，相当于每月收入760欧元。所有数据均取整到十位数或百位数。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

美洲大陆同样可以被划分成截然不同的区域，其不平等的程度较欧洲中心和边缘之间的差距更甚：美国 – 加拿大区域有3.5亿人口，其人均产出是4万欧元，而拉丁美洲6亿人口的人均产出是1万欧元，恰好是世界平均水平。

撒哈拉以南的非洲拥有9亿人口，年产出仅为1.8万亿美元（少于法国的2万亿美元），年人均产出仅为2 000欧元，是全球最为贫困的地区。印度稍好于撒哈拉以南的非洲，而北非要明显好得多，中国的情况则比北非更好，其年人均产出达到了8 000欧元，2012年的中国只稍逊于全球平均水平。日本的年人均产出和欧洲最富裕的国家相同（约3万欧元），但因为其人口在亚洲占比很小，导致亚洲大陆的人均产出水平几乎不受日本的影响，而更接近于中国的水平。[\[24\]](#)

全球不平等：从每月150欧元到每月3 000欧元

总而言之，全球不平等的差异体现在，有的国家和地区（撒哈拉以南的非洲、印度）人均月收入仅150~250欧元，而有的区域（西欧、北美和日本）人均月收入高达2 500~3 000欧元，两者相差10~20倍。全球人均月收入的平均水平约为600~800欧元，和中国的水平相当。

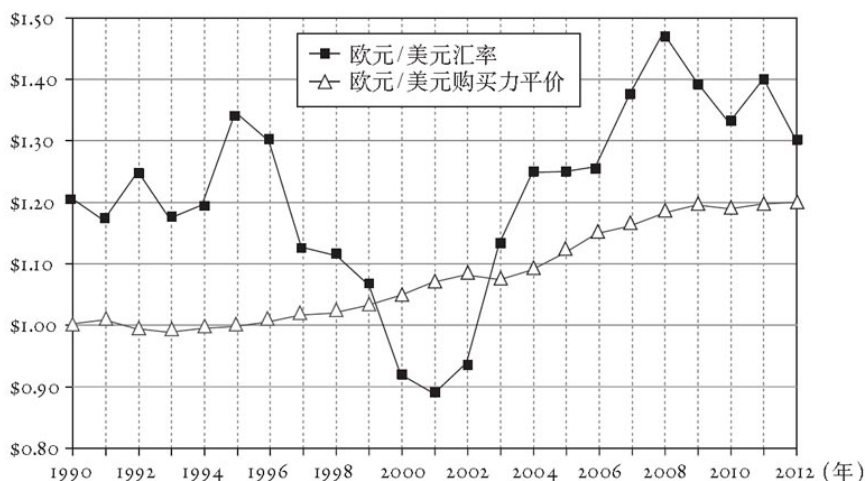
上述数量级的差异非常显著，并引人深思。不过需要牢记的是，上述数据的误差幅度相当大：衡量跨国（跨时期）的不平等往往比衡量国内（同期）的不平等困难得多。

例如，如果用现行汇率而不是我之前用的购买力平价加以衡量，全球不平等的程度将大大增加。为了帮助大家更好地理解上述术语的含义，我们先考虑欧元/美元汇率。2012年，在外汇市场上1欧元约等于1.3美元。一个欧洲人可以去银行将他每月收入的1 000欧元兑换成1 300美元。如果这个欧洲人将这1 300美元带至美国去消费，购买力即为1300美元。但按照国际比较计划（International Comparison Program，简称ICP）的官方研究，欧洲物价大约比美国高出10%，因此，如果这个人在欧洲花同样一笔钱，他的购买力约为1 200美元。因此，我们认为1欧元和1.2美元在购买力上是平价的。在表1.1中，我根据上述购买力平价而不是汇率将美国以及其他国家的国内生产总值折算成欧元。换言之，由于居民通常在本国消费，我们以居民实际购买力为基础比较各国的国内生产总值。[\[25\]](#)

基于购买力平价进行比较的另一个优势是它比汇率更稳定。事实上，汇率不仅反映了不同国家商品和服务的供需，还受国际投资者投资策略的突然改变和对不同国家政治和金融稳定性的预期变化的影响，更不用说货币政策超预期变化的影响了。看看美元在过去几十年中的巨大波动，就可以发现汇率是极端不稳定的。美元兑欧元比率从20世纪90年代的1.3，跌至2001年的不到0.9，在2008年金融危机期间回升至1.5，后于2012年又跌至1.3。在此期间，欧元的购买力平价从20世纪90年代早期的大约1美元逐渐上升至2010年的约1.2美元（见图1.4）。[\[26\]](#)

尽管参与国际比较计划的各国际组织尽了最大努力，但毫无疑问购买力平价的估计并不完全准确，甚至对发展程度类似的国家的比较，误差也在10%以上。例如，最近的调查显示尽管部分欧洲的物价（能源、

住宅、酒店和餐饮的价格）确实比美国的物价高，但其他方面则大幅低于美国的水平（例如医疗和教育）。[27]理论上，官方估计应根据各国典型预算中商品和服务的权重去衡量所有价格，但上述计算无疑有很大的误差空间，尤其是很多服务难以从质上加以区分。在任何情况下都需要强调，上述不同价格指数反映了社会现实的不同层面：能源的价格衡量了对能源的购买力（美国更高），而医疗服务的价格反映了对医疗服务的购买力（欧洲更高）。国家间不平等的状况是多维度的，仅仅用单一指数加以概括并明确分类有一定的误导性，尤其是平均收入相当的国家间的不平等情况。



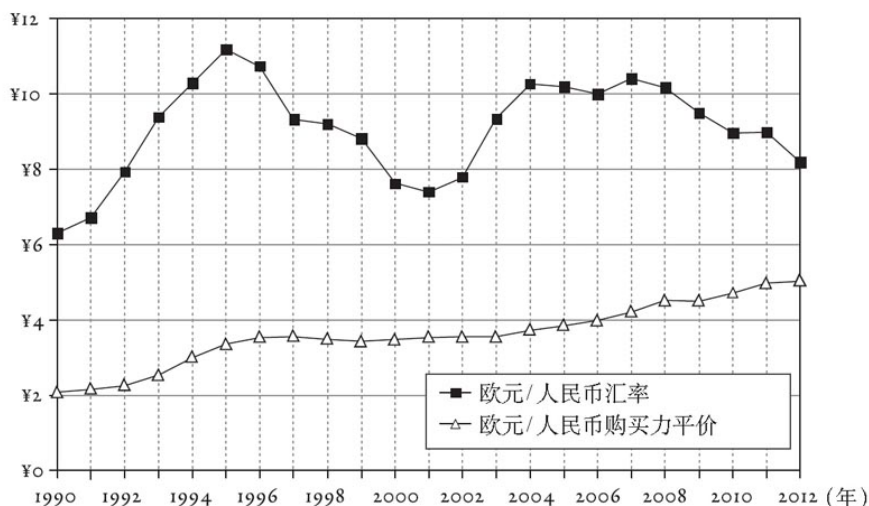
2012年，1欧元在现行汇率下价值1.3美元，而在购买力平价下价值1.2美元。

图1.4欧元/美元汇率与购买力平价

数据来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

在更贫困的国家，购买力平价法的修正值甚至更大：在亚非国家，物价约相当于发达国家的一半，因此，当使用购买力平价而不是现行汇率折算时，上述国家的国内生产总值大约翻了一番。这主要是由于非贸易商品和服务的价格更低所致，非贸易商品相对而言更为劳动密集型，相对于熟练工人和资本来说（这些在欠发达国家是相对稀缺的要素），对非熟练工人的需求更大（非熟练工人在欠发达国家为相对丰裕的要素）。[28]一般来说，国家越贫困，购买力平价带来的修正幅度越大：2012年，中国的修正因子为1.6，而印度的修正因子为2.5。[29]同期外汇市场上1欧元等于8元人民币，而在购买力平价下只相当于5元人民币。上述缺口随着中国经济的发展和人民币的升值逐渐收窄（见图

1.5)。包括安格斯·麦迪森在内的诸多学者认为，上述缺口并没有看上去那么小，且国际官方统计低估了中国的国内生产总值。[30]



2012年，1欧元在外汇市场上兑换8元人民币，而在购买力平价下只相当于5元人民币。

图1.5欧元/人民币汇率和购买力平价

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

由于汇率和购买力平价衡量存在误差，之前讨论的人均月收入（最落后国家约为150~250欧元，中等国家约为600~800欧元，最发达国家约为2 500~3 000欧元）应该被视作近似值，而不是数学上的确定值。例如，2012年发达国家（欧盟、美国、加拿大和日本）收入在全球收入中的占比如果用购买力平价衡量的话是46%，而如果用现行汇率来衡量则为57%。[31]真实的比例也许处于两者之间，且更靠近第一个数据。尽管如此，两者的数量级是相同的，发达国家收入占比自20世纪70年代以来逐渐下滑也是不争的事实。不管使用哪种测量方法，全球似乎已经进入了发达国家和欠发达国家收入逐渐趋同的新阶段。

全球收入分配比产出分配更不平等

为了简化阐述过程，迄今为止我们的讨论假定每个地区的国民收入和国内产值相对应，表1.1中的月收入仅仅是简单地将国内生产总值扣除10%的资本折旧后除以12。

实际上，将收入和产出等同起来仅仅在全球层面上成立，而在国家或地区层面并不一定成立。一般而言，全球的收入分配比产出分配更不平等，原因是人均收入最高的国家更可能拥有其他国家的部分资本，因而能够得到来源于人均产出更低国家的资本收入。换言之，发达国家的富裕包含两个层面，不仅国内产值更高，国外投资也更多，因此发达国家的人均国民收入大于人均产出。落后国家则正好相反。

具体而言，所有主要发达国家（美国、日本、德国、法国、英国）目前国民收入都略高于国内产值。然而需要注意的是，来自国外的净收入很少，并没有从根本上改变上述国家的生活水平。国外净收入占美国、法国、英国各自国内生产总值的1%~2%，占德国和日本各自国内生产总值的2%~3%。尽管如此，这也显著提高了国民收入水平，尤其是对日本和德国来说，两国的贸易盈余使其在过去的几十年里积累起大量的外国资本储备，这些资本的回报迄今非常可观。

现在我们从逐个分析发达国家转向整体分析大陆区域。我们发现，无论是欧洲、美洲还是亚洲的收入流几乎都处于均衡状态：各个洲更发达的国家（通常位于北部）得到海外资本产生的收入流入，被这个洲其他国家（通常位于南部或东部）的收入流出部分冲抵，因此在大洲的层面，总收入几乎恰好和总产出相等，一般相差不超过0.5%。[\[32\]](#)

非洲是唯一收入流入与流出不均衡的大洲，其相当比例的资本被国外投资者拥有。根据20世纪70年代以来联合国以及其他国际组织（如世界银行、国际货币基金组织）汇编的国际收支数据，非洲的总收入大约比总产出低5%，在某些国家甚至低10%。[\[33\]](#)由于资本收入占总收入约30%，这意味着非洲近20%的资本由外国人控制，我们在本章开始时提到的马里卡纳铂矿的伦敦股东就是一个很好的例子。

理解上述数据的实际含义非常重要。由于某些财富（如住宅性房地产和农业资本）很少为外国投资者所有，外资占非洲制造业资本的比例可能超过了40%~50%，在其他行业可能更高。尽管国际收支数据有诸多不足，但显而易见，外资所有权显然是当下非洲所面对的现实。

如果我们回溯到更遥远的过去，我们会发现更为突出的国际失衡现象。在“一战”前夕，作为全球最大投资国的英国，国民收入大约比国内产值高10%；这个差值在法国超过5%，法国是当时世界上殖民和全球投资第二强的国家；德国排名第三，尽管其殖民帝国并不强大，但其高度

发达的工业部门积累了来自世界其他地区的大量收益权。英国、法国和德国的投资一部分流向其他欧洲国家和美国，一部分流向亚非。总之，欧洲列强在1913年拥有亚非两大洲 $1/3 \sim 1/2$ 的国内资本以及超过 $3/4$ 的工业资本。[\[34\]](#)

什么力量有利于全球趋同？

理论上，发达国家拥有落后国家的部分资本可以起到促进全球趋同的作用。如果发达国家国内储蓄和资本充足，以至于没有理由建造新住宅或购置新机器（资本的边际产出——多投入一个单位的资本所得到的额外产量——很低），那么在落后国家投资一部分国内储蓄将能够提高整体效率。因此，无论发达国家还是发达国家的居民，只要有多余的资本，就能够通过海外投资获取更好的收益，同时落后国家能够增加产出，缩小与发达国家之间的既有差距。根据古典经济学理论，基于全球资本自由流动和资本边际产出均等化的机制会导致发达国家和落后国家趋同，最终通过市场力量和竞争缩小不平等。

然而，上述乐观的理论主要有两个缺陷。第一，从严格的逻辑来说，均等化机制并不一定保证全球人均收入的趋同。如果假定跨国资本完全自由流动，更重要的是假定各国人力资本和劳动力技术水平完全一致，最多可以带来全球人均产出的趋同，而上述假设很难成立。在任何情况下，全球人均产出的趋同也并不意味着全球人均收入的趋同。发达国家投资周边落后国家之后，他们可能一直持有上述投资，并且其份额可能增长至相当高的比例，因此富国的人均国民收入得以一直高于落后国家，而落后国家持续将其产出中的一大部分支付给发达国家（正如非洲几十年来一样）。为了确定上述情形发生的可能性有多大，我们必须将穷国付给富国的资本收益和穷国以及富国的经济增长进行比较。在进一步分析之前，我们首先必须更深入地了解一个给定国家的资本/收入比的动态变化过程。

此外，如果我们查阅历史记录，似乎资本流动性并不是推动富国和穷国趋同的主要因素。近年来发展水平接近西方发达国家的亚洲国家及地区没有一个受益于大规模的外商投资，无论是日本、韩国、中国台湾地区抑或是近来的中国大陆。本质上，上述这些国家和地区都自己投入了发展所需的实物资本和人力资本，而后者，根据最新研究表明，在长

期经济增长中至关重要。[35]相反，其他国家的附属国，无论是在殖民地时代还是当今的非洲，在经济发展方面都不甚成功，最主要的原因是这些国家都专注于没有发展前景的经济领域并且受累于长期的政治动荡。

以下可能是穷国政治经济动荡的部分原因。当一个国家很大程度上被外国人所占有，当地社会就有一种不可抑制且周而复始的诉求，要求没收外国资本。其他政治力量则回应，只有在现行法律无条件保护财产权的条件下才有可能进一步投资和发展。因此穷国往往陷入无尽的革命政府（其在提高居民实际生活水平方面往往鲜有建树）和致力于保护财产权的政府之间的更替中，从而为下一次革命或政变埋下伏笔。资本所有权的不平等在一国之内已经难以被接受和维系。而在国家之间，如果没有像殖民统治那样的政治掌控的话，不平等的资本所有权的维系几乎是不可能的。

请不要误会：参与全球经济体系本身并没有错，闭关自守从未带来繁荣。近年来追赶其他国家的亚洲国家明显享受到了对外开放的好处。上述国家从商品和服务的开放市场及有利的贸易条件中得到的好处远比资本自由流动来得多。以中国为例，中国迄今仍然实行资本管制，外国人不能在中国自由投资，但这并没有阻碍中国的资本积累，其庞大的国内储蓄足以提供充足的资本。日本、韩国和中国台湾地区的资本投入都来源于其自身的储蓄。许多研究也表明，自由贸易带来的好处主要来自知识的扩散、开放国境所带来的生产率提升，而不是来自和分工有关的静态收益，后者的作用看似较为微弱。[36]

总之，历史经验表明，无论是全球层面还是国家层面的趋同，其主要机制是知识的传播和扩散。换言之，落后国家是通过提高科技水平、专业知识与技能和教育水准来追赶发达国家的，而不是通过成为富国的资产。知识的扩散并不是上天赐予的甘露：是对外开放和贸易加速了知识的扩散（闭关锁国阻碍了科技的传播）。总之，知识的扩散取决于一个国家调动资金的能力以及鼓励大规模教育和培训投入的体制，这个体制同时还要确保司法系统的稳定，使得各类经济主体能够据此从事经济活动。因此，这和实现一个合法而高效的政府息息相关。简而言之，上述就是历史教给我们的关于全球经济增长和国际不平等的主要经验教训。

[1]见“South african police Open Fire on Striking Miners,”New York Times,august

[2]详见公司官方公报，“隆明公司寻求马里卡纳的持续和平”，2012年8月25日，www.lonmin.com。根据上述文件，罢工前矿工的基本工资是每月5 405南非兰特，涨薪幅度为每月750南非兰特（1南非兰特大约相当于0.1欧元）。上述数据和媒体报道以及工人所述口径一致。

[3]“要素”分配有时是指“功能上的”或“宏观经济层面上的”分配，“个体”分配有时指“个人的”或“微观经济层面上的”分配。在现实中，两种类型的分配都依赖于微观经济的作用机理（即必须从公司或个体机构的层面来分析）和宏观经济的作用机理（即只能从国家或全球经济层面来理解）。

[4]根据罢工者透露，矿场经理的工资是100万欧元一年（相当于200个矿工的工资）。不幸的是，公司官网上没有这方面的相关信息。

[5]大约65%~70%为工资和其他劳动收入，30%~35%为利润、租金和其他资本收入。

[6]大约65%~70%为工资和其他劳动收入，30%~35%为利润、租金和其他资本收入。

[7]国民收入也叫“国民生产净值”[与“国民生产总值”（GNP）相对，国民生产总值还包括资本折旧]。我将使用“国民收入”这种表达方式，它更简单和直观。国外净收入等于从国外获得的收入减去支付给外国人的收入。这些相反方向的收入流主要由资本收入组成，但还包括劳动收入和单方面转移支付（例如移民工人向他们家乡国的汇款）。见在线技术附录。

[8]英文一般称作“国民财富”或者“国民资本”。在18、19世纪，法国作家称之为“国家财产”（fortune nationale），英国作家称之为“国家资产”（national estate）（在英语中“房地产”与“私人资产”是有区别的）。

[9]本质上，我采用了与国际会计准则相一致的定义和资产负债分录，这与在线技术附录上的讨论略有细微差别。

[10]每个国家的具体图表可以通过在线附录中的表格来查询。

[11]实际上，收入中位数（即50%人口的收入水平）一般情况下大约比平均收入低20%~30%。这是由于收入分配的上尾比下尾和中部要长很多，这提高了平均数（但不是中位数）。注：“人均国民收入”是纳税和转移支付之前的平均收入。实际上，富有国家的居民需要付出他们收入的50%，用于支付税收以及其他用于公共服务、基础设施建设、社会治安、健康与教育等方面的支出。第四部分将会主要谈到税收与公共支出的问题。

[12]现金（包括金融资产）在整体财富中只占非常小的一部分，人均几百欧元或者几千欧元左右（如果包括了黄金、白银以及其他的一些有价值的物品），约为整体财富的1%~2%。见在线技术附录。另外，目前公共资产大致约等于公共负债，因此，家庭把这些计算在他们的金融资产里也并非荒诞的。

[13]公式 $\alpha = r \times \beta$ 可以读作“ α 等于 r 乘以 β ”。另外，“ $\beta = 600\%$ ”也就是“ $\beta = 6$ ”，“ $\alpha = 30\%$ ”也就是“ $\alpha = 0.30$ ”，“ $r = 5\%$ ”也就是“ $r = 0.05$ ”。

[14]在某种程度上，相较于“利润率”，我更倾向于使用“资本收益率”，由于利润仅仅是一种法律形式的资本所带来的收益，同时“利润率”这个概念经常被含混不清地使用，有些时候代表收益的比率，有些时候则（错误地）代表了利润在收入或者支出中的占比（这种情况下，更类似于我定义的 α ，与 r 则完全不同）。有些时候，“边际利率”的概念也被用于定义 α 。

[15]利息是一种特别的资本收入形式，比利润、租金和分红（给定资本的典型成分，这些比利息占据了大得多的份额）的代表性要小。因此，“利息率”（浮动的范围很大，主要取决于借款人的身份）一般低于平均资本收益率，并不是典型代表。当研究公债时这个结论将会非常有用。

[16]这里我所提到的年产出与公司所谓的“增加值”有关，也就是公司通过售出商品与服务（“毛收益”）与它支付给其他公司的商品和服务价格（“中间消费”）之间的差额。增加值衡量了公司对于国内产值的贡献。从定义上说，增加值也衡量了资本的净折旧（即减去资本和基础设施的损耗支出）以及利润的净折旧。

[17]见Robert Giffen, *The Growth of Capital* (London: George Bell and Sons, 1889)。更详细的参考文献资料，见在线技术附录。

[18]计算国民财富与收入平均数的优点是给一国的财富水平提供了一个比国内生产总值更为平衡的视角，而国内生产总值则过于着重生产了。例如，如果一场自然灾害摧毁了许多财富，那么资本的折旧将会降低国民收入，但是国内生产总值反而会由于重建工作而上升。

[19]为了研究第二次世界大战以来官方国民账户体系的历史，可以参阅1993年联合国采用的新体系（被称作国民账户体系1993 [SNA]，这是第一部成系统的资本核算方案）的首席设计师撰写的一部著作，见André Vanoli, *Une histoire de la comptabilité nationale* (Paris: la Découverte, 2002)。还可以见Richard Stone, “Nobel Memorial lecture, 1984: the accounts of Society,” *Journal of Applied Econometrics* 1, no. 1 (January 1986): 5–28。斯通是战后研究英国和联合国国民账户的一位先驱。还可以见François Fourquet, *Les comptes de la puissance—Histoire de la comptabilité nationale et du plan* (Paris: Recherches, 1980)，作者是1945–1975年一位为法国国民收入核算体系构建做出过贡献的学者。

[20]安格斯·麦迪森（1926–2010），英国经济学家，他是全球致力于长期研究重组国民账户方面的专家。需要注意的是，麦迪森的历史序列单独关注的是产出流量（国内生产总值、人口以及人均国内生产总值），并未谈到国民收入、资本——劳动划分、资本存量等。全球产出收入分配的演进过程中，也可以看到弗朗索瓦·布吉尼翁和布兰科·米拉诺维奇的先驱工作。见在线技术附录。

[21]这里的数据序列可追溯到1700年，但麦迪森的估计值则一直追溯到了古代。他的估算结果表明，早在1500年欧洲就开始逐渐领先于世界其他国家和地区。相比之下，在1000年前后，亚洲和非洲（尤其是阿拉伯世界）则略有优势。见在线补充图S1.1、S1.2和S1.3。

[22]为了简化论述，我将一些围绕欧盟但目前尚未加入欧盟的欧洲小国也纳入了欧盟的统计口径，这些国家包括瑞士、挪威、塞尔维亚等。2012年，狭义欧盟人口为5.1亿，而不是5.4亿。类似地，俄罗斯—乌克兰阵营也包括白俄罗斯和摩尔达维亚。亚洲包括土耳其、高加索国家和中亚。各国的详细数据详见在线技术附录。

[23]详见在线补充表S1.1。

[24]澳大利亚和新西兰也是如此（它们仅拥有3 000万人口，不到全球人口的0.5%，人均国内生产总值约为3万欧元）。为了简化论述，我把这两个国家并入了亚洲。见在线补充表S1.1。

[25]如果我们用现行汇率，即1欧元等于1.3美元来折算美国的国内生产总值，美国国内生产总值会下降10%，人均国内生产总值将从4万欧元下降到3.5万欧元。（这能更好地衡量在欧洲旅游的美国游客的购买力。）详见在线补充表S.1。国际比较计划的官方估计是由世界银行、欧盟统计局等国际组织共同做出的。所有国家都受到单独处理。欧元/美元的购买力平价在欧元区各内各不相同，其平均值为1.2。详见在线技术附录。

[26]自1990年以来美元对欧元实际购买力的长期下降反映了美国的通胀率稍高于欧盟（年化0.8%，过去20年共约20%）。表1.4中所示的是年平均汇率，忽略汇率短期的巨大波动。

[27]见Global Purchasing Power Parities and Real Expenditures—2005 International Comparison Programme (Washington, DC: World Bank, 2008), table 2, pp. 38–47。需要注意的是，在上述官方数据中，免费或限价的公共服务（例如教师工资）以成本计量，因为其最终由纳税人买单。这是统计协议的结果，其最终承担者为纳税人。这并不是一个完美的统计约定，但其效果仍然优于绝大多数统计方法。如果统计惯例不将其纳入统计口径，结果会更糟糕，国

际比较结果会高度失真。

[28]这是巴拉萨 - 萨缪尔森模型预期的结果，似乎很好地解释了为何穷国相对富国的购买力平价调整系数大于1。然而，发达国家之间的调整系数并没有明显的规律，美国作为全球最富裕的国家，20世纪70年代之前的购买力平价调整系数均为大于1，直到20世纪80年代才小于1。除衡量误差之外，一个可能的解释是近年来美国工资不平等程度较高，导致非熟练的、劳动密集型的非贸易服务产业的价格较低（和穷国的情况类似）。详见在线技术附录。

[29]详见在线补充表S1.2。

[30]我采用了最近一期的官方估计，下一期的国际比较计划调查将很有可能重估中国的国内生产总值。关于安格斯·麦迪森和国际比较计划的争议，详见在线技术附录。

[31]详见在线补充表S1.2。欧盟的份额将从21%上升到25%，美国和加拿大的份额从20%上升到24%，日本从5%上升到8%。

[32]这并不意味着各大洲之间很少往来，上述净流量背后是巨大的跨洲交叉投资。

[33]非洲大陆总收入和总产出这5%的差距似乎在1970~2012年之间一直保持相对稳定。有趣的是，非洲外资所得的资本流出比国际援助带来的资本流入大三倍（尽管具体数据尚且值得商榷）。有关上述估计的详情请查阅在线技术附录。

[34]换言之，1913年亚非两大洲产出占全球的比例不到30%，占全球收入的比例接近25%。详见在线技术附录。

[35]自从20世纪50年代以来，学术界在资本积累仅能部分解释长期生产力增长，最关键的是人力资本的积累和新知识这一点上达成共识。尤其可参考Robert M. Solow,“a Contribution to the theory of Economic Growth,”*Quarterly Journal of Economics* 70,no. 1 (February 1956): 65-94。更近的文献有Charles i. Jones and paul M. Romer,“the New Kaldor Facts: ideas,institutions,population and Human Capital,”*American Economic Journal: Macroeconomics* 2,no. 1 (January 2010): 224-45,and Robert J. Gordon,“is U.S. Economic Growth Over? Faltering innovation Confronts the Six Headwinds,”NBER Working paper 18315 (august 2012)。上述文章是有关长期经济增长的浩繁卷帙中的一部分，有助于我们理解长期经济增长的决定因素。

[36]根据最近研究，印度和中国向全球贸易开放的静态获益仅仅是全球国内生产总值的0.5%，其中中国占其国内生产总值的3.5%，而印度占其国内生产总值的1.6%。从开放带来的国家与国家之间以及行业与行业之间的巨大的再分配效应来看（所有国家都有很大一部分行业是受损的），似乎很难仅仅基于以上的好处来论证开放贸易（而这些国家从未实行过）。详见在线技术附录。

第二章

增长：幻觉与现实

目前，虽然发达国家与贫穷国家之间依然存在巨大差距，但是新兴经济体正在追赶发达国家，似乎呈现出全球趋同的趋势。而且没有证据表明，这种追赶过程主要是由发达国家在贫穷国家的投资带来的。相反，历史经验表明，当贫穷国家能够靠自身开展投资时，发展成果会更好。抛开有关全球趋同的核心议题外，我在这里还想强调一点，即21世纪世界可能重新回到慢增长模式。更确切地说，我们将发现除特殊时期或追赶时期外，增长总是较为缓慢的。而且所有迹象都显示增长率（或者至少是人口增长率）将在未来继续趋缓。

为了更好地理解这一议题及其与趋同过程和收入差距演变的关系，我们将产出增长率分解为两个部分，即人口增长率和人均产出增长率。换言之，增长总是包含一个纯人口部分和一个纯经济部分，而且只有后者才意味着生活水平的改善。在公开辩论中，人们经常忘了区分这两者，似乎默认人口的增长已经完全停滞，但是实际情况远非如此，虽然各种迹象显示我们正在缓慢地走向这一方向。例如在2013~2014年，由于新兴国家的迅速发展，全球经济增长率可能突破3%，而全球人口增长率依然接近1%，因此全球人均产出值和全球人均收入的实际增长率略高于2%。

从极长期视角看增长

在讨论现有趋势之前，我要回拨时光，追溯自工业革命以来全球增长的各个阶段及其幅度。表2.1显示了增长率在一个极长时期内的变化，其中凸显了几个重要现象：第一，在18世纪开始的增长起飞时期，年增长率相对温和；第二，增长率中人口部分和经济部分所占的份额大致相同。根据现有的最佳估计，1700~2012年全球产出的年均增长率为1.6%，其中人口和人均产出的增长率均为0.8%。

表2.1工业革命以来的全球增长（年均增长率）

--	--	--	--

年份	全球总产值 (%)	全球人口 (%)	人均产值 (%)
0~1700	0.1	0.1	0.0
1700~2012	3.6	0.8	0.8
1700~1820	0.5	0.4	0.1
1820~1913	3.5	0.6	0.9
1913~2012	3.0	1.4	1.6

注：1913~2012年，全球国内生产总值增长率达到平均每年3%，可以具体分解为全球人口增速1.4%和人均产出增速1.6%。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

如今看来，上述增长率可能很不起眼。因为在现代的讨论中，低于1%的年增长率往往被视为不具有统计显著性，通常认为只有达到每年3%~4%甚至更高，才会发生实际的增长，比如“二战”后欧洲的“辉煌30年”或者当前的中国。

其实，如果人口和人均产出的年增长率在很长时期内维持在1%左右（例如1700年以来的情形），应该算是非常快的增长，尤其是与工业革命之前多个世纪接近于零的增速相比。

根据经济学家麦迪森的计算，公元元年到1700年间人口和经济的年增长率均低于0.1%，其中人口增长率为0.06%，人均产出增长率为0.02%。[\[1\]](#)此类估计的准确性当然存在疑问。我们掌握的有关公元元年到1700年间全球人口增长率的信息其实非常少，关于人均产出的信息则更少。不过，无论具体数据存在多大的不确定性（实际上并不十分重要），从远古时期到工业革命前的增长速度很慢是毫无疑问的，肯定不超过每年0.1%~0.2%。原因相当简单，更高的增长率意味着公元纪年之初的世界人口会少到令人难以置信，或者生活标准会大大低于可接受的基本水平。基于同样的原因，未来多个世纪的增长率则可能返回很低的水平，至少其中的人口增长率是如此。

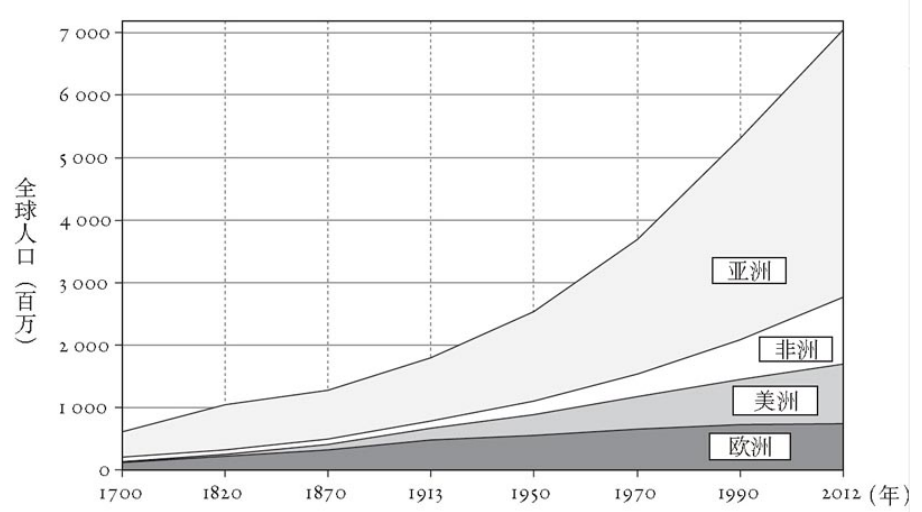
累积增长定律

为了更好地理解上述观点，我们可以先来看看所谓“累积增长定律”（law of cumulative growth）的实际效果。该定律的含义是，很低的年增长率如果持续相当长的时期，会导致巨大的不同。

例如，全球人口总数在1700~2012年的年增长速度仅为0.8%，意味着在过去的3个世纪，人口数量增加了10倍多。1700年全球人口总数仅为6亿，而2012年人口总数超过70亿（见图2.1）。如果这一增速在今

后3个世纪保持不变，2300年全球人口总数将突破700亿。

为了更加直观地描述累积增长定律的爆炸式效应，表2.2列出了年增长率（报告数据）与长期增长倍数之间的对应关系。例如，每年1%的增长率将使样本总数在30年后达到原来的1.35倍，在100年后达到3倍，在300年后达到20倍，在1 000年后超过2万倍。从表中可以发现，每年超过1%~1.5%的增长率不可能无限持续下去，否则会导致人口数量天文数字式的暴涨。



全球人口总量从1700年的6亿增长到2012年的70亿。

图2.1 1700~2012年全球人口增长

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

表2.2累积增长定律

年增长率（%）	一代人（30年）的 增量（%）	30年的增量换算为 乘数	100年的增量换算 为乘数	1000年的增量换算 为乘数
0.1	3	1.03	1.11	3.72
0.2	6	1.06	1.22	4.37
0.5	16	1.16	1.65	147
1.0	35	1.35	2.70	30 959
1.5	56	1.56	4.43	3 924 437
2.0	81	1.81	7.24	388 264 652
2.5	110	2.11	11.8	52 949 930 179
3.5	181	2.81	31.2	..
5.0	332	4.32	131.5	..

注：每年1%的增长率对应的30年的增长乘数为1.35，每100年的增长乘数为2.7，每1 000年的增长乘数超过20 000。

由此，我们可以清楚地看到，时间跨度选择的不同可能引出关于增长过程完全相反的观点。在1年的时间内，1%的增长率显得非常慢，几

乎感受不到。当时人们可能不会发现任何变化，对他们而言，这样低的增长率与完全停滞似乎没有区别，每一年都几乎是上一年的简单重复。因此，增长率似乎是个相当抽象的概念，只有纯粹的数学或统计意义。然而，如果将时间跨度扩展到一代人，即30年左右（这是评估我们生活于其中的社会发生变化的最有意义的时间跨度），那么同样的增长率将意味着1/3左右的增幅，是相当大的变化幅度。虽然与年增长率达到2%~2.5%的情形（可导致每一代人的指标翻番）相比，这一变化还不是那么惊人，但是1%的增长率也足以定期和深刻地影响社会面貌，并且会在极长的时间之后造成彻底的改变。

累积增长定律在本质上等同于累积收益定律。累积收益定律的含义是几个百分点的年收益率经过数十年的叠加，会自动引起原始资本数额的巨幅增长。其前提条件是收益不断地用于再投资，或者资本所有者只把一小部分（相对于社会的增长率）收益用于消费。

本书的核心观点是资本收益率与经济增长率之间明显而细小的差距，将在长期内对社会不平等的结构和演变产生强大而不稳定的影响。在某种意义上，本书的所有结论都依据累积增长定律和累积收益定律得来，所以读者有必要预先熟悉这些概念。

人口增长的不同历史阶段

现在转入对全球人口增长的考察。

假如1700~2012年的人口增长（平均每年0.8%）起源于古代，并一直持续，那么全球人口总数在公元元年到1700年增加了10万倍。我们估计1700年的人口数量约为6亿，意味着耶稣诞生时的人口总数只有不到1万人，少得荒谬。即使把人口增长率降至0.2%，经过1700年的时间跨度，也意味着初期的人口总数只有2000万。然而现有最可靠的资料显示，公元元年的全球人口总数超过2亿，仅罗马帝国就有5000万人。不管历史资料和相关这两个时点的全球人口估计有什么缺陷，我们还是有十足的把握认为公元元年到1700年间的平均人口增长率低于0.2%，而且几乎可以肯定不到0.1%。

与人们的普遍看法相反，这种增长极为缓慢的马尔萨斯式社会并不是处于人口完全停滞的状态。虽然增长率相当低，经过数代人形成的累

积人口增长还往往在几年内被瘟疫和饥荒清零[2]，但全球人口总数依然在公元元年到1000年间增长了约1/4，在1000~1500年增长了约一半，在1500~1700年又增长了约一半，最终这个时期的年增长率接近0.2%。增长的加速很可能是个非常渐进、极为缓慢的过程，且与医疗知识的进步和卫生条件的改善密不可分。

公元1700年后，人口增长显著提速，18世纪的年均增长率约为0.4%，19世纪约为0.6%。1700~1913年，欧洲（包括其在美洲的殖民地）的人口增长率达到历史峰值，但在20世纪出现回调，增速下降了约一半，1913~2012年为0.4%，远低于1820~1913年的0.8%，出现了所谓的“人口转型”（demographic transition）现象，即预期寿命的持续提高不再抵消出生率的降低，人口增长速度逐渐回到较低的水平。

然而在亚洲和非洲，出生率依然远高于欧洲，因此20世纪的人口增长达到令人眩晕的高速，每年约为1.5%~2%，相当于人口数在一个世纪之后达到原来的5倍以上。20世纪初期，埃及的人口仅略多于1 000万，如今已超过8 000万。尼日利亚和巴基斯坦当年的人口都仅有2 000万出头，如今都超过1.6亿。

有趣的是，亚洲和非洲在20世纪达到的1.5%~2%的年增长率与美国在19和20世纪的情况大致相当（见表2.3）。如前文所述，美国的人口从1780年的不足300万猛增到1910年的1亿，再到2010年的3亿多，在短短两个世纪之内实现了100倍以上的增长。当然，两者之间存在关键的区别：新大陆的人口增长很大部分是从其他大陆迁入的移民，尤其是从欧洲；而亚洲和非洲1.5%~2%的高增长率完全是自然增长——出生率超出死亡率带来的人口增长。

由于人口增长加速，全球人口增长率在整个20世纪达到前所未有的1.4%，远远高于18和19世纪的0.4~0.6%（见表2.3）。

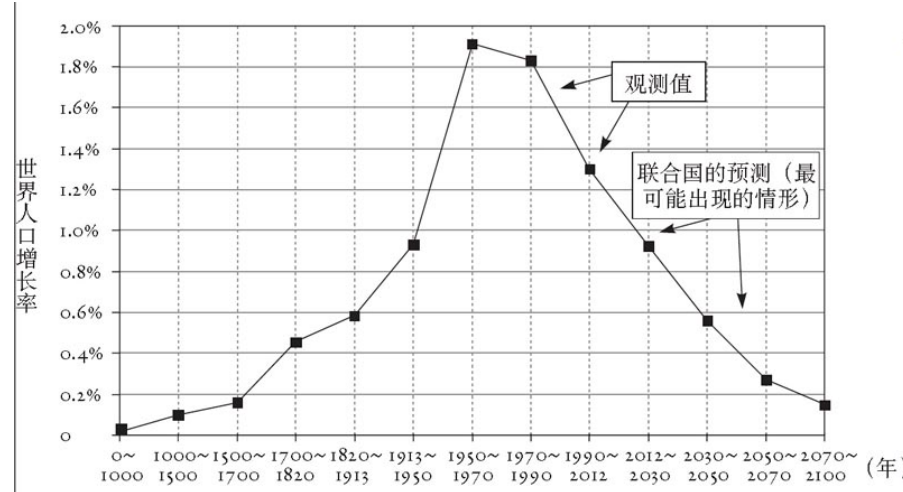
表2.3工业革命以来的人口增长（年均增长率，%）

年份	全球	欧洲	美洲	非洲	亚洲
0~1700	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
1700~2012	0.8	0.6	1.4	0.9	0.8
1700~1820	0.4	0.5	0.7	0.2	0.5
1820~1913	0.6	0.8	1.9	0.6	0.4
1913~2012	1.4	0.4	1.7	2.2	1.5
预测	0.7	-0.1	0.6	1.9	0.5
2012~2050					
预测	0.2	-0.1	0.0	1.0	-0.2
2050~2100					

注：1913~2012年，全球人口增长率达到平均每年1.4%，其中欧洲为0.4%，美洲为1.7%。
资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c；2012~2050年的预测来自联合国提供的最可能出现的情形

此外，我们刚刚开始走出这个开放式人口加速增长阶段。全球人口在1970~1990年以每年1.8%的速度高速增长，仅略低于1950~1970年1.9%的历史纪录水平。即使在1990~2012年，平均增长率仍有1.3%，依然是非常高的水平。[3]

根据官方预测，全球人口转型的进程现在将加速，地球上的人口数量最终趋于稳定。根据联合国的预测，人口增长率将在21世纪30年代降至0.4%，到21世纪70年代稳定在0.1%左右。如果该预测正确，全球人口将重回公元1700年前的极低增长状态。全球人口增长率将在1700~2100年将呈现出巨大的钟形曲线，其中峰值是1950~1990年的近2%（见图2.2）。



1950~2012年的全球人口增长率每年超过1%，到21世纪末应该向零增长回落。

图2.2从古代到2100年全球人口增长率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

需要注意的是，21世纪后半叶的预期人口增长（在2050~2100年为0.2%）将完全来自非洲大陆（其年均增长率为1%），其他三个大陆的人口增长则可能趋于停滞（美洲为0）或进入负增长（欧洲和亚洲分别为-0.1%和-0.2%）。在和平时期出现如此漫长的人口负增长期将是史无前例的（见表2.3）。

人口负增长？

上述预测显然有高度的不确定性。首先，这些预测取决于预期寿命的变化，或者说部分取决于医疗技术的进步；其次，也取决于人们未来的生育决策。如果把预期寿命视为给定值，人口增长率将由生育率来决定。所以不可忽略的是，父母决定生育的子女数量的细微差别可能给全社会带来巨大的影响。[\[4\]](#)

然而人口史告诉我们，生育决策在很大程度上是不可预测的，受到文化、经济、心理以及与个人选择的生活目标有关的自身因素等的影响。生育决策还取决于不同国家为协调家庭生活与职业生活而决定提供或不提供的各项物质条件，例如学校、托儿所、男女平等待遇等。这些议题在21世纪的政治讨论和公共政策中的重要性无疑将越发突出。因此在上述的人口变化总图景之外，我们会看到非常多的地区差异和突发变化，其中许多与每个国家历史上的特殊性密切相关。[\[5\]](#)

最惊人的逆转无疑发生在欧洲和美洲之间。1780年，西欧的人口总数已超过1亿，北美洲则仅有300万，当时恐怕没有人想到后来会出现天翻地覆的变化。到2010年，西欧的人口数量略多于4.1亿，而北美洲已达到3.5亿。根据联合国的预测，这个赶超过程将在2050年实现，届时西欧的人口将增至约4.3亿，而北美洲为4.5亿。这一现象是什么原因所致？除了新大陆不断接受的移民外，还在于其生育率远高于欧洲国家。欧美在生育率上的差距一直持续到现在，甚至对那些祖上从欧洲移民到北美的人群也是如此，人口学家们很大程度上仍然未能解释这一现象。但十分清楚的是，北美的高生育率并不是由于政府的家庭扶持政策更为慷慨，因为在北美此类政策基本上不存在。

这个差异是否可以解读为北美洲的人们对未来拥有更强烈的信念、新大陆的乐观精神，或者说对他们自己以及子孙后代维持经济持续增长的前景更抱希望？在涉及与生育有关的复杂决策时，我们不能预先排除任何心理或文化的因素，任何缘由皆有可能。当然，美国的人口增速实际上在稳步下降，倘若加入欧盟的移民继续增加，欧洲生育率上升，或者欧洲人的预期寿命与美国人的差距加大，目前两个大陆的人口走势也可能逆转。联合国发布的预测并不具有必然性。

在每个大陆内部也能发现大幅的“人口转折”（demographic

turnarounds) 现象。18世纪,法国是欧洲人口最多的国家,如前文所述,扬和马尔萨斯都将此视为法国农村贫困乃至大革命爆发的根源。不过,人口转折现象在法国的出现早得异乎寻常,生育率下降使其在19世纪就出现人口增长停滞,通常认为这是由同样出现很早的去基督教化运动所致。但在20世纪,法国又出现了不寻常的生育率提升,通常归因于两次世界大战后采取的鼓励生育政策以及1940年战败后的创伤。法国的赌注有可能得到丰厚回报,据联合国预测,法国的人口将在2050年左右超过德国。我们很难分辨这种逆转的起因,经济、政治、文化和心理等因素都会产生影响。[6]

另一个更大规模的案例,中国的独生子女政策带来的影响已广为人知。这一政策制定于20世纪70年代,当时中国还担心自己摆脱不了欠发达国家的宿命,而现在它正处于高速发展之中。在这项激进的人口政策实施之初,中国的人口大约比印度多出50%,如今却已快被这个邻国超越。根据联合国的预测,印度将在2020年成为全球人口最多的国家。当然这并不绝对,人口史由个人选择、发展战略和国民心理(包括私人动机与国家动机)等共同作用而成。没有人能在当前时点肯定地声称知道21世纪的人口会出现怎样的转折变化。

因此把联合国的官方预测视为“最可能出现的情形”(central scenario)是不客观的。实际上,联合国还发布过另外两组预测情形。不出所料,这些情形对2100年的预测的差距非常大。[7]

然而基于我们目前掌握的知识,最可能出现的情形依然出现概率最大。在1990~2012年,欧洲的人口数量处于停滞状态,其中有几个国家还出现了负增长。在21世纪初,德国、意大利、西班牙和波兰的生育率已低于每名女性1.5个子女,仅依靠预期寿命的延长与大量的移民迁入才避免了人口的快速减少。基于这些事实,联合国关于欧洲的人口在2030年之前为零增长、2030年之后轻微负增长的预测应该一点儿也不夸张,属于非常合理的预测。联合国对亚洲和其他地区的预测也同样具有合理性。日本和中国目前出生的这代人的数量大约比20世纪90年代出生的那代人少1/3,人口转型过程已基本完成。个人决策和政府政策的变化可能对上述趋势带来小幅影响,例如可能把小幅负增长(如日本和德国)转为小幅正增长(如法国和北欧国家),这已经算是很显著的改变,但是至少在今后数十年内,我们不太可能看到更大的变化。

极长期预测的不确定性当然要大得多。然而请注意,如果

1700~2012年的平均人口增长率（约为每年0.8%）再持续3个世纪，全球人口总数将在2300年达到700亿。当然，以下场景不能完全排除，例如，生育行为可能发生变化，技术进步能够使增长带来的污染比现在所能想象的少得多，使产出由几乎非物质化的新型产品和服务构成，消耗的是极微量碳排放的可再生能源等。然而就目前而言，我们可以毫不夸张地说，全球人口达到700亿是既不合理也不可取的结果。最可能的假设是未来几个世纪的全球人口增长率将大大低于0.8%，而联合国做出的0.1%~0.2%的极长期官方预测颇具合理性。

增长对于社会平等的影响

归根到底，本书的目的并不在于对人口增长进行预测，而是承认多种可能性的存在，然后分析它们对财富分配变化的影响。人口增长除了对经济发展和国家的相对实力带来影响外，还与社会不平等状况具有重要联系。在其他各种条件相同时，强劲的人口增长往往能发挥均等化的作用，因为它削弱了继承财富的地位——每一代人在某种意义上都必须依靠自己的努力。

设想一个极端案例，假如世界上每对夫妇都有10个子女，我们很容易理解继承财富的地位下降这个普遍规律，因为家庭财富在每一代人都要分为10份。在这样的社会中，继承财富的总体地位将被严重削弱，大多数人会更加现实地依靠自己的劳动和储蓄为生。

来自其他国家的移民持续补充现有人口的社会也会出现同样的情形，比如美国。假如大多数移民来时并没有携带太多财富，那么从前代人继承下来的财富的数量，相对于通过储蓄积累的新财富而言，必然较为有限。然而移民带来的人口增长还有其他类型的影响，尤其是考虑到移民和本地居民之间（以及各自群体内部）的不平等。因此，移民较多的社会并不适合与主要依靠自然增长（新生儿）的社会进行国际比较。

接下来，我将说明强劲的人口增长带来的影响，在一定程度上可以推广到经济高速增长（不仅仅是人口增长）的社会中。例如，假设某个社会的人均产出每过一代人就会增加10倍，此时人们更看重的是通过自己的劳动所能得到的收入和储蓄，因为前代人的收入远远少于当代人的收入，来自父母和祖上累积的财富也就不会有太大的重要性。

与之相反，人口增长停滞或者（更糟糕的是）减少会造成前代人累积的资本的影响力增强。经济发展停滞也具有同样的效应。此外，在增长较慢时，资本收益率很有可能远远超出经济增长率，正如本书导言中谈到的，这种情况是财富分配在长期内出现巨大不平等的主要原因。历史上那些由资本主宰、由继承财富决定人们阶层地位的社会（包括传统的农业社会和19世纪的欧洲国家），只有在低增长条件下才能出现和维系下去。因此我将考察低增长状态的回归（如果发生）将在多大程度上影响资本积累的变化和不平等结构，尤其是继承财富即将卷土重来这一长期现象已经在欧洲产生了影响，并可能扩展至世界其他地区。由此可见，预先熟悉人口和经济增长的历史对我们的讨论有着重要意义。

另外，值得讨论的是，还存在一种机制使得增长能够缩小不平等，或至少使得精英阶层的更迭速度加快。该机制是对上一种机制的可能的补充，但影响不那么重要，也更具有争议。在增长率为零或者极低时，各类职业活动以及各种经济和社会功能，都在一代又一代人之间没有变化地重复。相反，持续增长（即使增速仅为每年0.5%、1%或1.5%）则意味着新的功能不断出现，每一代人都需要掌握新技能。鉴于偏好和能力在各代人之间只能部分传递下去（不像土地资本、房地产及金融资产的继承那样机械/自动地完成），对家庭出身不属于精英阶层的人来说，增长将有助于提高其社会流动性。这种社会流动性的提高并不必然意味着收入不平等的缓和，但从理论上讲，的确会限制财富不平等状况的复制和加剧，从而能在长期把收入不平等约束在某个范围之内。

传统观点认为，现代经济增长对发挥个人的天赋和资质起到了积极的促进作用，这种观点虽然有合理性，但是自19世纪早期以来却被滥用为所有不平等现象辩护，而不论其不平等的程度及其原因，同时还以各种所能想到的美德来歌颂新兴工业经济的赢家。例如曾经在法国七月王朝担任地方行政长官的自由派经济学家查尔斯·迪努瓦耶（Charles Dunoyer）在1845年发表的《论工作自由》（*De la liberté du travail*）一书中表达了此类观点（当然也表达了他对任何形式的劳动法规或社会法规的反对态度）：“工业体系的影响之一就是摧毁人为的不平等，但这只是更加清楚地凸显了自然的不平等。”据迪努瓦耶所说，自然的不平等包括身体、智力和道德等各层面能力的差异，这些差异对于经济增长和到处可见的创新至关重要。这也是他反对任何形式的政府干预的理由：“杰出的能力……是所有伟大和有用的事物的源泉……把一切都均等化就会让一切都陷入停滞。”^[8] 现在我们有时也能听到类似的说法，例

如新兴的信息经济能让最有才华的人把他们的生产率提高很多倍。但是实际上，此类观点往往被用于为极端不平等和赢家的特权辩护，而没有充分考虑失意者，没有充分正视现实，没有真正去核实这个十分便捷的原则是否足以解释我们观察到的变化。后文还将继续对此进行讨论。

经济增长的不同阶段

接下来看看人均产出的增长。如上文所述，在1700~2012年，人均产出的增速与人口增速大致相当，约为每年0.8%，意味着3个世纪的时间里增长约10倍。目前，全球人均收入约为每月760欧元，在1700年全球人均收入不足70欧元，与2012年撒哈拉以南最贫困的非洲国家类似。

[9]

这个对比有一定启发意义，但不能过分夸大。在比较非常迥异的社会和时期时，我们必须避免用简单的数字来概括所有事情，例如“a社会的生活水平比B社会高10倍”。在增长率达到较高水平时，人均产出的概念比人口的概念要抽象得多，人口至少对应着可以触摸的现实，计算人数比计算产品和服务要容易得多。经济发展则来源于生活方式、消费和生产的产品及服务类型的多样化，因此必然是个多维度的发展过程，这个本质使其不可能用简单的货币化指数进行完美的概括。

以发达国家为例，在西欧、北美和日本，人均收入从1700年的每月约100欧元增长到2012年的超过2 500欧元，增幅超过20倍。[10]生产率或每个工作小时的产出的提高幅度更大，因为每个人的平均工作时间显著下降，随着发达国家变得越来越富裕，人们投入工作的时间越来越少，更多的时间可以自由支配，例如工作日的时长缩短、假期延长等。

[11]

这一惊人增长有很大部分是在20世纪发生的。1700~2012年间，全球人均产出的年均增长率为0.8%，其中18世纪该增长率仅为0.1%，19世纪为0.9%，20世纪达到1.6%（见表2.1）。西欧国家3个多世纪以来的平均增长率为1.0%，其中18世纪为0.2%，19世纪为1.1%，20世纪为1.9%。[12]欧洲的平均购买力在1700~1820年几乎没有增加，但在1820~1913年增加了1倍多，在1913~2012年又增长了6倍多。大致来讲，18世纪与之前的若干个世纪一样仍然在经济停滞中挣扎，19世纪才首次出现人均产出的持续增长，但很大部分人口仍未从中获得显著收

益，至少在19世纪最后30年之前是如此。直到20世纪，经济增长才成为对所有人而言都切实可见、确定无疑的事实。20世纪初期欧洲的人均收入还不足每月400欧元，2010年已达到2 500欧元。

购买力的乘数达到20、10或者6，有什么具体含义？这显然并不代表2012年欧洲人生产和消费的商品与服务比1913年多6倍。例如，平均的食品消费显然没有增加6倍。如果消费有那么大幅度的增长，说明基本的饮食需要早就满足了。对欧洲乃至其他任何地区来说，从长期来看，购买力的提高和生活水平的改善主要依靠消费结构的改进，即消费者的购物篮最初主要是装满了食品，逐渐让位于更为多样化的产品（制造品和服务）。

此外，就算欧洲人希望2012年的消费比1913年多6倍，也是做不到的。因为某些物品的价格的增速比“平均”价格快，另一些的增速慢，购买力并不是对所有商品和服务都增长了6倍。在短期内，“相对价格”的问题可以忽略不计，有理由认为政府行业公布的“平均”价格指数能保证我们正确计算购买力的变化。但在长期内，相对价格会有巨大改变，主要是由于新型商品和服务的涌现，普通消费者的购物篮的构成会有显著不同。因此，无论统计学家采用多么复杂的技术来测算他们监视的数千种价格并根据产品质量进行调整，平均价格指数依然难以准确反映实际发生的变化。

购买力增长10倍意味着什么？

实际上，准确衡量工业革命以来生活水平大幅提高的唯一办法是用现在的货币测算收入水平，然后与不同时期提供的多种商品和服务的价格进行对比。在这里，我把通过该方法得到的主要结论简单总结如下。

[13]

标准的做法是区分出三种类型的商品和服务。对工业品而言，生产率增速快于整体经济，所以该行业的产品价格相对于总体的平均价格会下降。对于食品行业而言，从极长期来看，生产率持续大幅提高，从而能用更少的劳动力养活大量增加的人口，把更多劳动力解放出来参与其他生产活动。然而农业部门的生产率增速依然慢于工业部门，因此食品价格的变化与总体的平均价格相当。对于服务业而言，生产率增速通常较低（在某些情况下甚至完全没有增长，劳动力所占的份额持续提

高），服务的价格上涨快于总体的平均价格。

这种划分方式是众所周知的。尽管大致说来没有问题，但该划分方式还需要进行深化，使其更为准确。实际上，三个行业内部具有多样性。许多食品的价格与总体的平均价格涨幅相当。例如在法国，每公斤胡萝卜的价格在1900~2010年与总体价格指数涨幅相近，因此以胡萝卜来代表的购买力与平均购买力都提高了近6倍。20世纪初，普通工人每天的收入大约能购买接近10公斤胡萝卜，到21世纪初则能购买近60公斤。[\[14\]](#)然而对其他一些食品（如牛奶、黄油、鸡蛋和普通奶制品）而言，加工、制作和包装等方面的重要技术进步使其相对价格下降，导致购买力的增幅实际上超过6倍。交通运输成本在20世纪显著下跌所惠及的产品也出现了同样的现象，例如以能够购买的橘子数量来衡量法国的购买力，涨幅会达到10倍，以香蕉来衡量则是20倍。相反，如果以能够购买的面包或肉类来衡量，涨幅则不足4倍，不过出售的产品的质量和品种与过去相比有很大的进步。

工业制造品的情形更为复杂，主要是由于新产品的大量引进和性能的大幅提升。近年来经常提及的例子是电子和计算机技术，计算机和移动电话在20世纪90年代的进步与平板电脑和智能手机在21世纪初及之后的进步，使得对它们的购买力在非常短的时限内提高了10倍——价格下跌了一半——同时性能提高了5倍左右。

我们还应该注意到，在工业发展的漫长历史中经常能看到同样惊人的案例。比如自行车，在19世纪80年代的法国，产品销售目录上最便宜的型号需要花费普通工人6个月的工资，而且还是非常初级的自行车，“轮子上仅包裹着一条硬橡胶，只在前轮上装有一片刹车片”。后来的技术进步使自行车价格到1910年已降至约1个月的工资水平，到20世纪60年代，人们能够用不到1周的平均工资买到高质量的自行车，配有“可拆卸的轮子、两片刹车片、链条和挡泥板、坐垫包、车灯和反光镜等”。总体来说，即使不考虑产品品质和安全方面的巨大进步，以自行车来计算的购买力在1890~1970年也提高了约40倍。[\[15\]](#)

无论是发达国家还是新兴经济体，对比电灯泡、家用电器、成套餐具、服装和汽车的价格历史与平均工资水平，我们很容易找到大量类似的案例。

所有这些案例都表明，试图用一个简单的指数来总结全部变化（例

年份	农业	制造业	服务业	农业	制造业	服务业
1800	64	32	44	68	18	13
1900	48	39	38	41	38	31
1950	32	38	35	15	34	50
2012	3	21	76	2	18	80

注：2012年，法国的全部就业中农业占3%，制造业占21%，服务业占76%。建筑业（在2012年约占法国和美国就业人数的7%）包括在制造业中。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

服务业包含极其广泛的经济活动，其增长是19世纪以来生活水平改善的主要组成部分。为了进行深入考察，我们将服务业划分为几个子行业。首先是医疗和教育服务，在最发达的国家约占全部就业人数的20%以上，与所有工业部门之和相当。各种证据表明，随着医疗业的进步和高等教育的稳步增长，这个子行业还将继续扩张。其次是零售、酒店、餐饮和文化休闲业，就业人数通常占全部就业的20%，同样也在快速增长。再次是对企业的服务（如咨询、会计、设计和数据处理等）、房地产和金融服务（如房地产代理、银行、保险等）以及交通运输业，占全部就业人数的20%左右。另外，政府和安保服务（行政机构、法院、警察和军队等），在大多数国家约占全部就业人数的10%。官方统计中发布的以上服务业在就业中的比重为70%~80%。[\[17\]](#)

需要注意的是，这些服务中有很重要的一部分（特别是医疗和教育）通常靠税收的资金来负担，而且对客户免费。各国的筹资细节各不相同，税收负担的具体比例也不同。例如欧洲国家的比例高于美国和日本。不过在所有发达国家，来自税收的资金比重总体上较高，大致说来，医疗和教育服务有一半的成本靠税收来负担，在某些欧洲国家甚至超过3/4。这给极长期内不同国家生活水平提高的衡量和比较带来了新的困难与不确定性，而且这个问题非常重要，因为医疗和教育行业在最发达国家的国内生产总值和就业中所占的比重超过20%（未来无疑还会提高），同时代表着过去两个世纪以来生活水平改善中最切实可见和最引人关注的部分。在过去的社会，人们的预期寿命只有40岁，绝大多数人是文盲，而今天人们的寿命普遍达到80岁，几乎每个人都有一定文化水平。

在国民账户中，为公众免费提供的公共服务的价值通常是基于政府承担的生产费用来估算，并最终由纳税人支付。这些成本包括公立医院、中小学和大学雇用员工的工资。测算服务价值的办法存在缺陷，但在逻辑上具有一致性，而且显然优于把免费公共服务完全排除在国内生产总值统计之外、只关注商品生产的做法。完全不考虑公共服务在经济

理论上是荒唐的，因为这会人为地低估一个国家的国内生产总值和国民收入，尤其是对于选择采用公共教育和医疗体制，而非由私人来提供相关服务的国家，即使这两种体制提供的服务可能是完全相同的。

目前用以计算国民账户的方法具有纠正上述偏差的优势，但还不够完美，特别是对于所涉及的服务的质量没有客观的测算手段，不过目前也正在考虑采取各种矫正办法。例如，假如私人医疗保险体制的成本高于公共医疗体制，却没有带来质量的真正提升（对比美国和欧洲，可以发现这种情况），那么主要依靠私人医疗保险体制的国家的国内生产总值就会被人为地高估。同时还应注意，国民账户统计习惯上并不计算对医院、中小学和大学的建筑及设备的公共资本的补偿，[18]结果导致把医疗和教育服务私有化的国家会人为地显著抬高国内生产总值，而生产出来的服务和员工得到的工资其实没有变化。[19]这种以成本为基础的统计方法可能使医疗和教育的基本“价值”被低估，这些服务领域快速扩张时期的增长率也可能被低估。[20]

在长期内，经济增长能明显改善生活水平是确定无疑的。现有的最佳估计表明，全球的人均收入在1700~2012年增长了10倍以上，从每月70欧元增至760欧元，在最富裕的国家增长了20倍以上，从每月100欧元增至2 500欧元。鉴于测算这种剧烈变化的难度，特别是使用单一指数来进行描述时，我们必须小心不过分迷信数字，因为这些信息只能提供数量级上的参考，并不代表太多含义。

增长的终结？

下面来看未来的情形。上文描述的人均产值的大幅增长是否会在21世纪无情地减慢？我们是否正由于技术或生态等方面的原因（或同时由于这两方面因素）而走向增长的终结？

在尝试作答之前，我们有必要回顾一下，过去的增长虽然结果非常壮观，年度增长率却几乎都处于很低的水平，通常不超过每年1%~1.5%。增长率明显更快（每年3%~4%或更高）的历史案例仅发生在加速赶超其他先进地区的国家。这样的过程在追赶实现后就会自然终结，因此只能是过渡性质，有时期限制。还有，此类追赶现象显然不可能在全球同时发生。

从全球层面看，1700~2012年的人均产值平均年增长率为0.8%，具体来说1700~1820年为0.1%，1820~1913年为0.9%，1913~2012年为1.6%。如表2.1所示，我们发现1700~2012年的世界人口增长率同样为平均每年0.8%。

表2.5显示了每个大洲在各个世纪的经济增长率。在欧洲，人均产值增长率在1820~1913年为1.0%，1913~2012年为1.9%。美洲的人均产值增长率在1820~1913年为1.5%，1913~2012年也是1.5%。

表2.5工业革命以来的人均产值增长（年均增长率，%）

年份	全球	欧洲	美洲	非洲	亚洲
0~1700	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1700~2012	0.8	1.0	1.1	0.5	0.7
1700~1820	0.1	0.1	0.4	0.0	0.0
1820~1913	0.9	1.0	1.5	0.4	0.2
1913~2012	1.6	1.9	1.5	1.1	2.0
1913~1950	0.9	0.9	1.4	0.9	0.2
1950~1970	2.3	3.8	1.9	2.1	2.5
1970~1990	1.3	1.9	1.6	0.3	2.1
1990~2012	2.1	1.9	1.5	1.4	2.8
1950~1980	2.5	3.4	2.0	1.8	2.2
1980~2012	1.7	1.8	1.3	0.8	2.1

注：1910~2012年，全球人均产值增长率达到平均每年1.7%，其中欧洲为1.9%，美洲为1.6%。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

这些细节并不十分重要，关键的一点在于历史上还不曾出现过某个处于世界技术前沿的国家能够在较长时期里保持超过每年1.5%的人均产值增长率。如果看最近数十年，我们会发现最发达国家的增长率甚至还更低，1990~2012年，西欧国家的人均产值增长率为1.6%，北美为1.4%，日本只有0.7%。[\[21\]](#)正如我开始提到的，将这一事实牢记于心是十分重要的，因为许多人还以为正常的增长率应该是每年至少3%~4%，而历史和逻辑都表明那只是人们的幻觉。

有了这些不同寻常的理论做准备后，我们将对未来的增长率做出怎样的推断？罗伯特·戈登等经济学家相信，大多数发达国家（从美国开始）的人均产值增长率注定会下降，在2050~2100年可能跌至每年0.5%以下。[\[22\]](#)戈登的分析基于那些自蒸汽机发明和电力引入以来一波波多样化创新浪潮之间的比较，他发现最近的创新潮流（包括信息技术革命）与之前的时期相比潜在增长量要低，原因在于它们对生产方式的颠覆和对整个经济生产率的促进作用更小。

就像之前在预测人口增长时所保持的谨慎态度一样，我不会去预测

21世纪的经济增长前景，而是分析各种可能的情形对财富分配变动的影响。在我眼里，预测未来的创新步伐与预测未来的生育率一样难以捉摸。过去两个世纪的历史表明，发达国家的人均产值很难以高于每年1.5%的速度保持增长，但我无法判断确切的增速应该达到0.5%、1.0%还是1.5%。我将要阐述的最可能出现的情形是基于如下假设：发达国家的长期人均产值增长率为每年1.2%，这比罗伯特·戈登的预测（我认为他的看法略有些悲观）更为乐观。然而，这种增长水平较难实现，除非能开发出新的能源来取代快速消耗的油气资源。[\[23\]](#)并且这只是许多可能情形中的一种而已。

每年1%的增速意味着重大的社会变革

在我看来，最重要的一点（比预测具体的增长率更重要，因为如前文所述，把长期增长浓缩为一个简单的数字在很大程度上是不切实际的）在于，事实上，人均产值增长率接近于每年1%已是很快的速度，其变化比许多人想象的要快得多。

看待这个问题的正确角度又要追溯到代际这一概念。在30年的时期里，每年1%的增长率对应的累积增长幅度超过35%，每年1.5%的增长率对应的累积增幅超过50%。事实上，这意味着生活方式与就业状况的重大改变。具体而言，欧洲、北美和日本在过去30年的人均产值增长率为每年1%~1.5%，人们的生活的确发生了巨大变化。1980年还没有互联网和移动通信网，大多数人很少乘坐飞机旅行，今天常用的许多先进医疗技术尚未出现，只有少数人上过大学。在通信、交通、健康和教育领域，变化尤其深刻。这些变化对就业结构也产生了强大影响，因为人均产值在30年间增长了35%~50%，意味着今天所生产的产品（以及相应的职业和岗位）中有1/4~1/3在30年前还是不存在的。

这个事实表明，如今的社会与过去18世纪增长率为零或0.1%左右的社会有很大不同。年增长率只有0.1%~0.2%的社会一直在重复自我，从上一代人到下一代人几乎没有改变，职业结构相同，财产结构也相同。而每年的增长率达到1%的社会（就像大多数发达国家从19世纪初期以来的情形）则发生着深刻而持续的改变，这对于社会不平等结构和财富分配变化有着重大影响。增长可能带来新型的不平等，例如，财富可能迅速向新的经济行业集中。但同时，增长又使从过去继承的财富不平等

的影响减小、地位下降。当然，1%的增长率所带来的变化远不如3%~4%的增长率那么震撼，因此对于（尤其是启蒙运动以来）致力于建设更公平社会秩序的人们来说，很可能会感到失望。仅靠经济增长难以满足这种民主主义和精英主义的愿望，所以还必须创立有特定目标的制度，而不能完全依靠市场力量和技术进步的推动。

战后时期的影响：大西洋两岸命运的纠缠

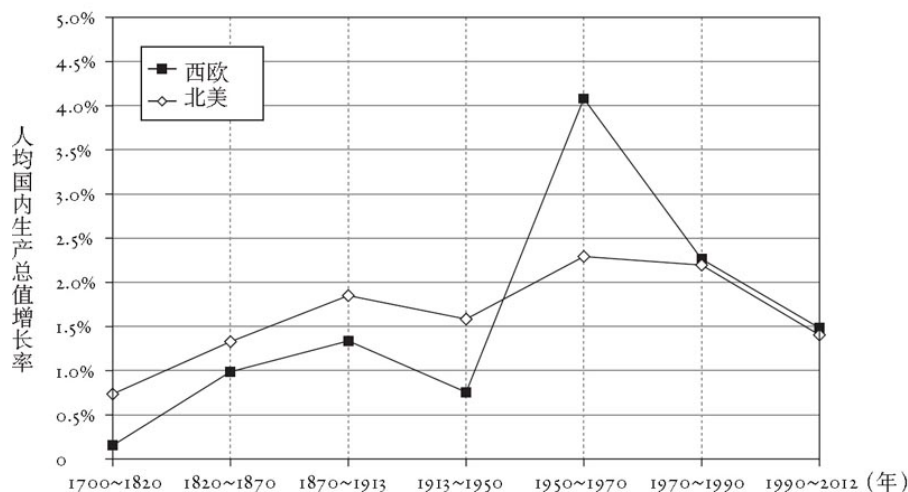
欧洲大陆（尤其是法国）对法国人所说的“辉煌30年”一直颇为怀念，这是指经济超快速增长的20世纪40年代后期到70年代后期。人们依然不理解是何种邪恶力量诅咒他们从70年代后期之后重新陷入如此低的增长状态。即便在今天，许多人还相信刚过去的30年（很快将达到35或40年）的可悲岁月将像一场噩梦般很快结束，世界将重新回到之前的美好状态。

但事实上，从历史视角来看，战后的“辉煌30年”才是特殊时期，原因很简单：欧洲在1914~1945年被美国远远甩到后面，才能在“辉煌30年”期间快速追赶。一旦这个追赶过程结束，欧洲又和美国一起站到世界技术进步的最前沿，增长率回落到相同的低水平，这是身处前沿的经济体的必然特征。

图2.3能够让我们更清晰地看到欧洲和北美增长率的相对变化趋势。北美并不存在对战后岁月的怀念之情，因为那里根本没有出现所谓的“辉煌30年”，人均产值在1820~2012年基本保持在每年1.5%~2%的增长幅度。在1930~1950年人均产值增速的确有所放缓，降至略高于1.5%，此后在1950~1970年又提升到2%之上，在1990~2012年再次降至不足1.5%。而在被两次世界大战严重摧残的西欧，增长率的变动幅度要大得多，1913~1950年的人均产值增长停滞不前，增速仅略高于0.5%，在1950~1970年跃升到4%以上，然后在1970~1990年急剧下跌至略高于美国的水平（略高于2%），到1990~2012年只有1.5%。

西欧经历了1950~1970年的黄金增长时代，此后数十年的增长率却跌至巅峰时期的1/2甚至1/3。还需要注意，图2.3低估了这个下跌的深度，因为我把英国纳入了西欧国家之中（本来也应该如此），尽管英国在20世纪的增长历史曾十分接近于北美较为稳定的模式。如果只看欧洲

大陆国家，我们会发现其人均产值增长率在1950~1970年平均达到5%，远远超出过去两个世纪其他先进国家所取得过的成绩。



欧洲在1950~1970年的人均产值增长率每年超过4%，然后回落到与美国相当的水平。

图2.3工业革命以来的人均产值增长率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

经济增长在20世纪迥然不同的经历，在很大程度上可以解释为什么不同国家的公众对商业和金融全球化乃至整个资本主义体制会有那么悬殊的看法。在欧洲大陆（特别是法国），人们会很自然地继续把战后的头30年（政府对经济实施强有力干预的时期）视为幸运的高增长期，许多人认为1980年左右开始的经济自由化是增长极缓的祸首。

但在英国和美国，人们对战后历史有着截然不同的解读。在1950~1980年，英语国家与战败国的差距迅速缩小，到20世纪70年代后期，美国杂志的封面文章经常抨击美国经济增速下滑和德国、日本工业发展取得的成功。英国的人均国内生产总值则降到了德国、法国、日本甚至意大利的水平之下。也可能正是这种受到挑战（甚至被超越）的情绪在随后的“保守主义革命”中发挥了重要作用，促使英国的玛格丽特·撒切尔和美国的罗纳德里根承诺，要把侵蚀盎格鲁-撒克逊传统的企业家动物精神的福利国家制度打回去，回归19世纪的纯粹资本主义，让英美两国重振雄风。以至于在今天，这两个国家的许多人还是相信保守主义革命取得了巨大成功，因为他们的增长率又可以和欧洲大陆及日本一较高下了。

实际上，无论是1980年左右启动的经济自由化，还是1945年开始的干预主义浪潮，其赞誉或指责都是应得的。不管英国和美国采取了何种政策，在经受1914~1945年的分崩离析后，法国、德国和日本将很有可能赶超英美（我的这个说法略显夸张）。我们最多能说政府干预没有造成危害而已。类似的道理是，一旦这些国家赶上世界技术发展的前沿，它们的增长就不再快于英美两国，所有发达国家的增长速度基本趋于相同，也是顺理成章的事（见图2.3，后文还将对此继续讨论）。大致说来，英美两国的经济自由化政策对这个直观的事实也几乎没有影响，既没有提高也没有降低增长率。

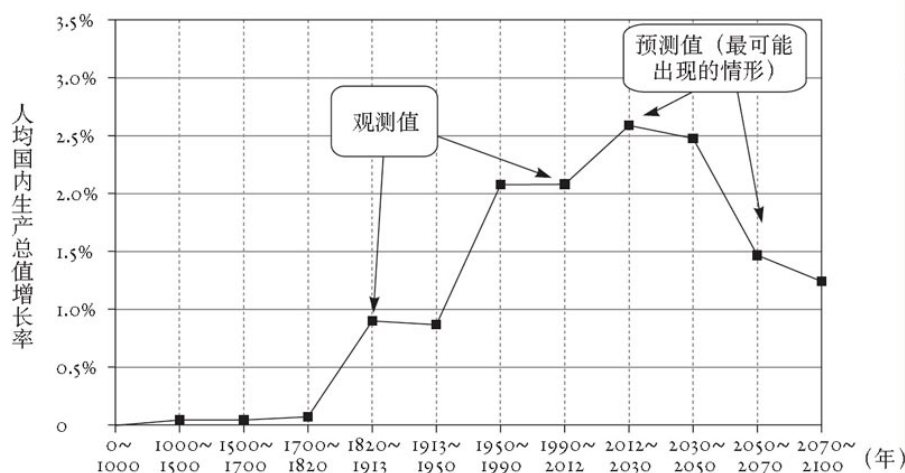
全球增长率的双重钟形曲线

概括地说，过去3个世纪的全球增长率可以描述为一个峰值很高的钟形曲线。在人口增长和人均产值增长两方面，18世纪、19世纪尤其是20世纪都在逐渐加速，到21世纪剩下的岁月则很有可能回归原先的较低水平。

不过，在两条钟形曲线之间仍有明显差别。从人口增长曲线中，我们看到的提升更早发生（在18世纪），下降的出现也早得多。我们看到了基本上已经完成的人口转型带来的影响。全球人口增长率在20世纪50~70年代达到每年近2%的顶峰，此后稳步下降。虽然我们对这个领域的趋势变化从来都不十分确定，但目前的势头很可能持续下去，全球人口增长率到21世纪下半叶将降至接近零的水平。这条钟形曲线的形状非常清晰（见图2.2）。

至于人均产值的增长率，情况则更为复杂。经济增长起飞花费了更长的时间，整个18世纪的增长率依然接近零，直到19世纪开始提高，至20世纪才真正成为普遍现象。全球人均产值在1950~1990年的年增速超过2%，主要得益于欧洲国家的追赶，在1990~2012年又超过2%，主要得益于亚洲国家的追赶，尤其是中国（那段时期中国的官方统计显示增长率超过每年9%，这是前所未有的高水平）。[24]2012年之后将出现什么情况？在图2.4中，我描述了“最可能出现的”增长预测情形。实际上这是个相当乐观的预测，因为我假设最富裕的国家（西欧、北美和日本）在2012~2100年将以每年1.2%的速度增长（远高于其他许多经济学家的预计），贫穷国家和新兴国家将继续推进赶过程，2012~2030

年的增长率将达到每年5%，2030~2050年达到4%。如果上述预测能够实现，则中国、东欧、南美、北非和中东的人均产值到2050年都将接近最发达国家的水平。[\[25\]](#)此后，本书第一章所阐述的全球产值分布状态将和人口分布状态基本一致。[\[26\]](#)



1950~2012年的人均产值增长率每年超过2%，如果趋同过程继续，2012~2050年的增长率将超过2.5%，然后下滑到1.5%以下。

图2.4 从古代到2100年全球人均产值增长率

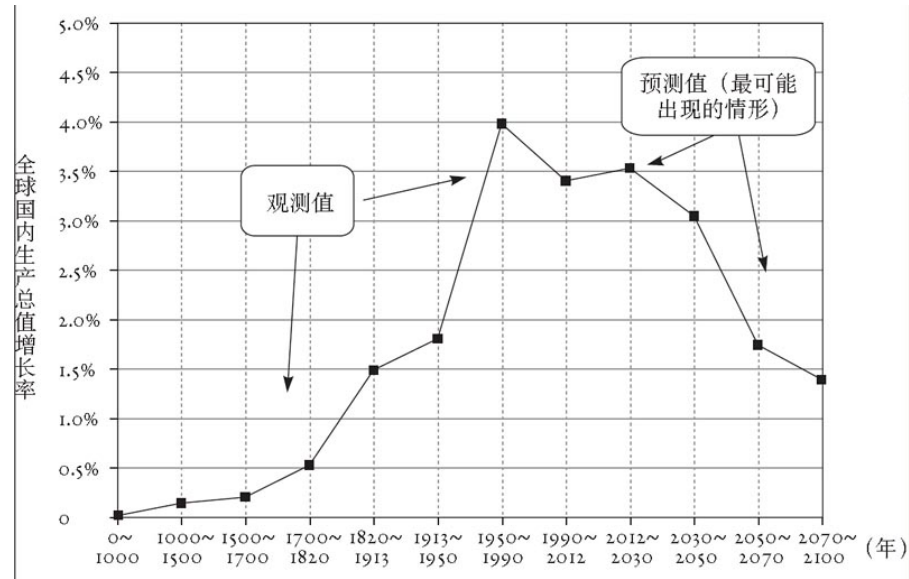
资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

在这个较为乐观的最可能出现的情形中，全球人均产值增长率将在2012~2030年以及2030~2050年均略超过2.5%，然后降至1.5%以下，到21世纪的后1/3阶段降至1.2%左右。与人口增长率形成的钟形曲线相比（见图2.2），第二条钟形曲线有两个不同特征。首先是它的峰值出现时间比第一条曲线晚得多，几乎晚一个世纪，在21世纪中期而非20世纪中期才出现。其次是第二条曲线不会下降到零或者接近零的增长率，而是维持在每年略高于1%的水平，比传统社会的增长率仍然高得多（见图2.4）。

如果把两条曲线加起来，我们将得到反映全球总产值增长率的第三条曲线（见图2.5）。在1950年之前，这个增长率从来不曾超过每年2%，到1950~1990年则跃升至4%，是史上最高的人口增长率和人均产值增长率共同作用的结果。此后，虽然新兴国家（特别是中国）出现了极高的增长速度，全球总产值增长率在1990~2012年却降至3.5%。根据我对最可能出现的情形的预测，这个增长率将一直持续到2030年，在

2030~2050年降至3%，在21世纪后半叶降至1.5%左右。

前文已经承认，预测“最可能出现的情形”具有高度的假设性质。关键在于，不管确切的时期和增长率如何（尽管细节也很重要），全球增长的两条钟形曲线的形状在很大程度上已经成形了。图2.2~ 图2.5所显示的最可能出现的情形在两个方面较为乐观：首先，它假设发达国家的生产率将继续保持每年超过1%的增速（这需要显著的技术进步，尤其是在清洁能源领域）；其次，或许更重要的是它假设新兴经济体将继续完成对发达国家的追赶，不存在重大的政治或军事障碍，直至在2050年前后完成追赶过程，这是非常快的步伐。我们很容易设想出不那么乐观的情形，全球增长的钟形曲线可能更快跌落到这些图所显示的低水平。



1950~1990年的全球总产值增长率每年超过4%，如果趋同过程继续，增长率将在2050年下滑到2%以下。

图2.5从古代到2100年全球总产值增长率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

有关通货膨胀的问题

如果不把通货膨胀的问题考虑进来，此前对工业革命以来的增长的概述将是很不完善的。有人或许会说通货膨胀是个纯粹的货币现象，我们不需要太过关注。而且事实上，我目前所讨论的增长率全部是指所谓的实际增长率，是从名义增长率（以消费价格来测算）中减去通货膨胀

率（来自消费价格指数）之后得到的结果。

在现实中，通货膨胀在此类研究中往往扮演着核心角色。前文谈到，采用基于“平均数”的价格指数是存在缺陷的，因为增长总是伴随着新的商品和服务，并导致相对价格的巨大调整，这些很难用单一指数来概括。其结果导致，我们对通货膨胀与增长的概念有时难以给出清晰的定义。把名义增长率（我们用肉眼所能观察到的唯一的生长）分解为实际增长与通货膨胀两个部分，在一定程度上带有主观性，并始终是各种争议的根源。

例如，假设名义增长率为每年3%，价格的涨幅为2%，那么我们能计算出实际增长率为1%。但如果我们下调通货膨胀的估计值（例如，我们认为智能手机和平板电脑的实际价格跌幅比之前以为的大得多，因为它们的质量和性能已大有改进，而这些测算对统计学家们来说绝非易事），把价格涨幅调整为1.5%，则实际增长率将相应提高至1.5%。在实际操作中，当两种情形的差距如此之小时，我们就很难确定真实数据到底是哪个，每个估计结果都有一定道理。对智能手机和平板电脑的发烧友们来说增长率肯定更接近于1.5%，对其他人而言则可能更接近于1%。

在李嘉图的以稀缺性原则为基础的理论中，相对价格运动会发挥更具决定性的作用：如果某些物品的价格（如土地、建筑物或汽油）在很长时期里被抬升到很高水平，就将永久性地改变财富分配格局，有利于这些稀缺资源的最初拥有者。

除相对价格的问题外，我还将展示，通货膨胀（即所有物品价格普遍上涨）本身也会对财富分配变化产生基础性的影响。事实上正是主要依靠通货膨胀，才让发达国家摆脱了“二战”结束时背负的沉重公共债务。通货膨胀在20世纪还给各种社会群体带来了不同的再分配效应，往往还是通过混乱、失控的方式。相反，在18世纪和19世纪，较为繁荣的富裕社会无一例外都伴随着非常稳定的货币环境，在如此长的历史时期内一直延续。

18~19世纪的超级货币稳定期

首先要提醒读者，我们必须记住通货膨胀主要是20世纪才有的现

象。在此之前，甚至直到“一战”爆发前，通货膨胀率一直处于或接近零水平。在数年乃至数十年中，物价有时也会急剧涨跌，但这样的价格变化最终往往会回归平衡。我们能够找到长期价格序列数据的所有国家都属于上述情况。

更具体地说，如果考察1700~1820年以及1820~1913年的平均价格变化，我们会发现法国、英国、美国和德国的通货膨胀都微乎其微，至多是每年0.2%~0.3%的幅度。我们甚至还会发现轻微的价格下跌，例如19世纪的英国和美国，两国综合起来在1820~1913年的年平均价格变化为-0.2%。

诚然，历史上出现过几次违反上述货币稳定大原则的情况，但每次都为时较短，并迅速回归正常状态，仿佛是不可避免的结果。一个特别典型的案例是在法国大革命时期，革命政府于1789年后期发行了著名的指券（assignats），成为1790年或1791年之前的实际流通货币和交易媒介，也是历史上最早的纸币之一。指券带来了高通货膨胀，持续到1794~1795年。但关键在于，在创设“芽月法郎”（franc germinal）之后，法国又回归金属铸币，与旧王朝的货币等价流通。共和国第三年芽月18日（1795年4月7日）通过的法律废除了旧货币利弗尔（因为太容易让人们联想起旧王室），以法郎取而代之，成为国家新的官方货币单位。法郎同之前的货币有着同样的金属含量，1法郎铸币理论上包含4.5克纯银，与1726年以来的利弗尔相同。这个原则得到了1796年法律和1803年法律的一再确认，最终为法国永久性地确立了金银双本位货币制度。^[27]

最终，以法郎计算的1800~1810年的价格水平，与以利弗尔计算的1770~1780年的价格水平几乎相同，因此大革命时期货币单位的改变完全没有改变货币的购买力。19世纪早期的小说家（从巴尔扎克开始）在介绍收入和财富时经常从一种货币单位跳跃到另一种，因为对当时的读者来说，芽月法郎（或称金法郎）与利弗尔实际上是一回事。例如在高老头看来，1 200利弗尔的租金就与1 200法郎完全相同，没有必要做更多区分。

1803年确立的法郎对应的黄金价值，直到1928年6月25日制定新的货币法规时才正式改变。当时，法兰西银行被免除了自1914年8月以来用金银兑换其银行券的义务，从而使“金法郎”变成了“纸法郎”，直到1926~1928年实现货币稳定。总之，法国货币从1726~1914年长期维

持与金属的不变等值，这可是段相当长的时间。

我们在英国的英镑上面也能发现同等的货币稳定性。法国与英国的货币汇率尽管有轻微调整，但在两个世纪中保持着相当大的稳定性：从18世纪直至1914年，1英镑始终价值20~25利弗尔或者金法郎。[\[28\]](#)对当时的英国小说家来说，英镑及其古怪的衍生辅币（如先令和基尼）就像大理石般稳固，与法国作家眼中的利弗尔和金法郎是同样的。[\[29\]](#)每个货币单位似乎都对应着不随时间改变的数量，这给货币单位罩上了永恒的光环，使之成为社会身份的象征。

其他国家也是相似的情形，只有在确立新的货币单位或者创设新的货币时才会发生重大变化，如1775年创立美元、1873年创立金马克等。而一旦货币与金属的对价关系建立，就不再会有改变。从19世纪到20世纪早期，每个人都清楚1英镑大约值5美元、20马克或者25法郎。货币的价值在数十年不会改变，也没有人认为将来为什么会有所不同。

货币在文学名著中的含义

在18~19世纪的小说中，货币无处不在，不单是一种抽象的概念，而且还表现为触手可及的具体形式。作家们经常用法郎或英镑来描述书中角色的收入和财富，不是想用数字来吓唬我们，而是因为这些数字可以让读者对主人公的社会地位有所认知。每个人都知道相应的数字对应着何种生活水平。

此外，这些货币单位非常稳定，由于增长速度较慢，有关的数字在几十年里只是很缓慢地进行调整。在18世纪，人均收入增长极慢。英国人在19世纪头10年代早期的平均收入约为每年30英镑——那是简·奥斯汀的创作时期[\[30\]](#)——和我们在1720年或1770年看到的平均收入水平是一样的。因此在奥斯汀成长时，这些数字成了非常稳定的参照点。她非常清楚，要想过上舒适优雅的生活，拥有惬意的交通、服饰、美食、娱乐以及足够数量的仆人，一个人至少要有20~30倍于平均水平的收入。她书中的人物只有在年收入达到500~1 000英镑时，才会感觉到手头比较宽裕。

后文将更深入地讨论这些事实与感受背后的不平等状况和生活水平问题，尤其是财富的分配格局以及由此产生的收入流向。就目前而言，

关键在于由于通货膨胀不存在和增长率非常低，这些数字反映着极其稳定可靠的现实。甚至到半个世纪之后的19世纪50年代，英国人的平均收入也只是增长至每年40~50英镑。那时的读者或许会认为简·奥斯汀所提到的收入水平对过上舒适生活来说有些偏少，但不至于被完全搞糊涂。到20世纪初期，英国人的平均收入已提高至每年80~90英镑，增幅引入瞩目，但1 000英镑以上的年收入（奥斯汀所提到的层次）依然是条明显的分界线。

我们在法国小说中也能看到同样稳定的货币参照点。法国人在1810~1820年（也就是巴尔扎克创作《高老头》的时候）的平均收入水平约为每年400~500法郎。旧王朝时期以利弗尔计算的平均收入水平比这略低。与奥斯汀一样，巴尔扎克描述的世界也需要20~30倍于平均水平的收入才能过上体面的生活，对他的主人公来说，1万~2万法郎以下的收入简直是灾难。这些数字的量级在19世纪乃至“美好年代”也同样只是在缓慢地改变，在很长时间内，不会令读者感觉陌生。[\[31\]](#)作者通过这些数字设定经济背景，对应着某种生活方式，引发人物之间的争夺，总之是在描述一个文明状态。

从美国、德国和意大利的小说以及所有经历过这个漫长货币稳定期的其他国家的文学作品中，我们可以轻松地找到更多的案例。直到“一战”前夕，货币都是有确切内涵的，作家们也没有忘记去研究和挖掘，并将其加工成文学作品。

货币基础在20世纪的放弃

原来的世界随着“一战”爆发而一去不复返。为应付极端惨烈和密集战争、支付军饷和购买越来越复杂和昂贵的武器，各国政府均深陷债务泥潭。早在1914年8月，主要参战国就已停止将货币兑换为黄金的业务。战后，所有国家都在一定程度上借助印钞票来处理庞大的公共债务。20世纪20年代重建金本位制的努力因为30年代的危机而失败，英国在1931年、美国在1933年、法国在1936年相继放弃金本位制。“二战”之后，金本位制的生命力也没有更强劲的表现，在1946年恢复后，到1971年即随着美元终止兑换黄金而终结。

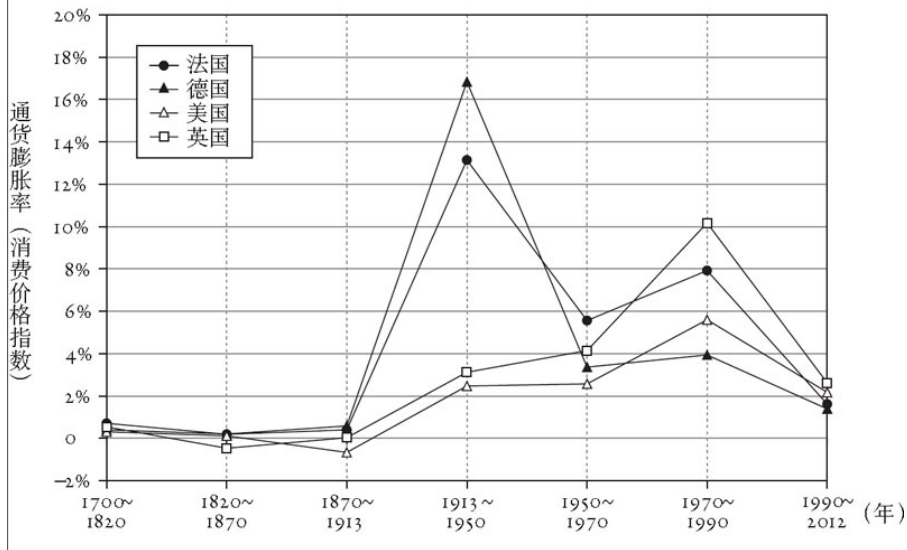
1913~1950年，法国的通货膨胀率超过每年13%，价格水平上涨到

原先的100倍。德国的通货膨胀率达到每年17%，价格涨幅超过300倍。在两次世界大战中损失更少、政局更为稳定的英国和美国，通货膨胀率要低得多：1913~1950年仅为每年3%。但这依然意味着在此期间价格有3倍的涨幅，而前两个世纪的价格基本上是不变的。

对所有国家来说，1914~1945年的冲击都打破了战前的货币信念，尤其是因为战争释放出来的通货膨胀此后从来就没有真正受到约束。

我们能够从图2.6中清晰地看到这点，该图显示了4个国家在1700~2012年各个阶段的通货膨胀变化趋势。请注意，各国在1950~1970年的平均通货膨胀率达到每年2%~6%，然后在70年代急剧提高。尽管在1980年之后各国都开始采取反通货膨胀措施，英国在1970~1990年的年均通货膨胀率依然达到10%，法国达到8%。如果把这些通货膨胀现象与刚过去的数十年进行对比，有人可能会认为，这四个国家的平均通胀率约为2%（法德两国略低，英美两国略高）的1990~2012年，标志着重新回到“一战”前的零通胀时代。

但在得到这个推论时，我们肯定忘记了，每年2%的通货膨胀率与零通胀是完全不同的。如果把每年2%的通货膨胀率加到1%~2%的实际增长率上，则所有关键指标（产值、收入和工资）都必然出现每年3%~4%的上涨，于是在10~20年后，我们得到的数字将和现有的数字相去甚远。谁还会记得20世纪80年代后期或90年代早期的普遍工资水平是多少呢？此外，考虑到2007~2008年以来货币政策的变化（特别是在英国和美国），2%的通货膨胀率在未来很可能有所提高。今天的货币体制与一个世纪之前的货币体制已截然不同。但很有趣的是，我们发现德国和法国这两个在20世纪利用通货膨胀最多的国家（尤其是在1913~1950年），如今在涉及通货膨胀政策时却显得最为谨慎。而且这两个国家还带头组建了完全基于反通胀原则的欧元货币区。



发达国家在18~19世纪的通货膨胀率为零，在20世纪较高，自1990年来约为每年2%。

图2.6工业革命以来的通货膨胀率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

后文还将介绍通货膨胀对于不同时期的财富积累和分配变化所产生的影响。

目前我只是想强调这个事实，即货币的稳定参照点在20世纪不复存在标志着与之前数个世纪的决裂，不但在经济和政治方面，而且关系到社会、文化和文学等各个领域。在1914~1945年的冲击之后，货币（至少是特定数量的货币）从文学作品中消失了，这显然不是出于偶然。在1914年之前所有国家的文学作品中，对财富和收入具体数量的描述非常普遍，此类描述在1914~1945年逐渐淡去，并再也没有真正重现。不但欧洲和美国的小说如此，而且其他国家的文学作品也同样。在通货膨胀显著影响价格之前，纳吉布·马哈富兹的小说，或者两次大战期间在开罗发表的其他作品，都相当关注收入和财富，以此来设定角色的身份，讲述他们的烦恼。当时距离巴尔扎克和奥斯汀的世界其实并不遥远。社会结构固然已经很不一样，但读者仍有可能理解与货币参照点有关的感受、期望和阶层背景。20世纪70年代奥尔罕·帕慕克以伊斯坦布尔为背景的小说则完全没有提及任何货币数字，那是在长期的通货膨胀严重侵蚀货币的内涵之后。在《雪》这本书中，帕慕克借主人公（和他一样是作家）之口说，没有比让作家来谈论金钱或去年的物价和收入更无聊的事情了。显然，世界自19世纪以来已改变了太多。

[1]分时期的详细数据，见在线补充表S2.1。

[2]这方面的典型案例是1347年的黑死病，据称导致欧洲超过1/3的人口死亡，抵消了几个世纪的缓慢增长。

[3]如果把老龄化因素考虑进来，全球成年人口的增长率将更高，在1990~2012年达到1.9%，这个时期成年人在总人口中所占比重从57%提高到65%。2012年，欧洲和日本的该比重接近80%，北美洲达到75%。见在线技术附录。

[4]如果生育率达到每名女性1.8个（成活）子女，或者每名成年人0.9个子女，则人口总量过每一代人将自然减少10%，或者年变化率约为 -0.3% 。相反，如果生育率达到每名女性2.2个（成活）子女，或者每名成年人1.1个子女，则人口总量过每一代人将自然增加10%，或者年变化率约为 $+0.3\%$ 。如果生育率为每名女性1.5个子女，年增长率约为 -1.0% 。如果生育率为每名女性2.5个子女，年增长率约为 $+0.7\%$ 。

[5]在这里不可能公正完整地介绍历史学、社会学和人口学方面的大量研究成果，它们对不同国家和地区的人口活动与变化做了丰富的分析，包括生育率、婚姻、家庭结构等领域。例如，关于法国、欧洲和全球的家庭制度，见Emmanuel todd and Hervé le Bras *L'Invention de la France* (paris: livre de poche,1981; reprint,paris: Gallimard,2012) 和 *L'origine des systèmes familiaux* (paris: Gallimard,2011) 等。与之完全不同的视角可以参考戈斯塔·埃斯平·安德森（Gosta Esping andersen）关于不同福利国家制度、协调职业生活与家庭生活的政策的重要性增强等领域研究，如 *The Three Worlds of Welfare Capitalism* (princeton: princeton University press,1990)。

[6]各国的详细序列数据见在线技术附录。

[7]根据标准情形的预测，2070~2100年的全球人口增长率将为每年0.1%，低速情形的预测则为 -0.1% ，高速情形的预测为1.2%。见在线技术附录。

[8]见pierre Rosanvallon, *The Society of Equals*, trans. Arthur Goldhammer (Cambridge, Ma: Harvard University press, 2013), 93。

[9]2012年，撒哈拉以南的非洲国家的人均国民生产总值约为2 000欧元，人均月收入约为150欧元（见本书第一章表1.1）。不过，其中最穷的国家（如民主刚果、尼日尔、乍得和埃塞俄比亚）的收入仅为该水平的1/3~1/2，而最富的国家（如南非）为该水平的2~3倍，与北非的水平接近。见在线技术附录。

[10]麦迪森的估计（对本时期来说并不可靠）显示，北美和日本在1700年较为接近全球平均水平，而不是接近欧洲水平，因此它们的平均收入在1700~2012年整个时期的增幅可能更接近30倍，而不止20倍。

[11]从长期来看，每个人的平均工作小时大约减少了一半（各国的差异很大），因此，生产率的增速大约是人均产值增速的2倍。

[12]见在线补充表S2.2。

[13]感兴趣的读者可以从在线技术附录中找到多个国家自18世纪初以来平均收入的序列数据（以今天的货币计算）。关于18~19世纪法国的食品、制造品和服务的详细例子 [来自多个历史资料，包括官方发布的指数和让·富拉斯蒂耶（Jean Fourastié）汇编发布的价格]，以及对购买力增长的相关分析，见thomas piketty, *Les Hauts revenus en France au 20^{esi}ècle* (paris: Grasset, 2001), 80~92。

[14]当然，一切都取决于胡萝卜是在哪个地点购买。我这里谈到的是平均价格。

[15]见piketty, *Les Hauts revenus en France*, 83~85。

[16]同上，86~87。

[17]关于19世纪后期到20世纪后期的各种服务构成的历史分析（以法国和美国为例），见thomas piketty,“les Créations d’emploi en France et aux Etats- Unis: Services de proximité contre petits boulots?”Les Notes de la Fondation Saint-Simon 93,1997,以及“l’Emploi dans les services en France et aux Etats- Unis: Une analyse structurelle sur longue période,”Economie et statistique 318,no. 1 (1998): 73–99。请注意，对制药业的官方统计是划入制造业，而非医疗服务业，正如汽车和飞机工业也是划入制造业而非交通运输服务业一样。更简单明了的办法或许是按照最终用途来区分各种经济活动，如医疗、运输、住房等，而放弃现有的农业、制造业、服务业的分类。

[18]在计算生产成本时，只把资本折旧（替换用旧的建筑和设备）计算在内。但公共资本在折旧之外的报酬通常设定为零。

[19]在本书第六章，我将在涉及国际比较时再次分析这种偏差的数量级。

[20]某些学者在描述1980~2010年的法国“文化辉煌30年”时也持有类似观点，如埃尔韦勒布拉（Hervé le Bras）和埃马纽埃托德（Emmanuel todd）。与1950~1980年相反，那段时期法国经历了快速的教育扩张。见Le mystère français (paris: Editions du Seuil,2013)。

[21]事实上，由于2008~2009年的衰退，2007~2012年的增长率接近零。关于西欧和北美及各国的详细数据，可见在线补充表S2.2（与此处介绍的欧洲和北美的总体数据差异不大）。

[22]见Robert J. Gordon,Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds,NBER Working paper 18315 (august 2012)。

[23]本书第四部分的第十一章将再次探讨这个问题。

[24]请注意，全球人均产值在1990~2012年的增长率估计为2.1%，如果以成人（而非全人群）的平均产值计算，增长率则会降至1.5%。这是那段时期的人口增长率从1.3%提高至1.9%的合乎逻辑的结果（我们可以从中推算出总人口与全体成年人的人口）。由此可以看到全球产值增长（每年约3.4%）中人口因素的重要性。见在线技术附录。

[25]只有撒哈拉以南的非洲大陆和印度会继续落后。见在线技术附录。

[26]见本书第一章图1.1和图1.2。

[27]共和国四年芽月25日（1796年4月14日）的法律确认了法郎与银的等价值，共和国十一年芽月17日（1803年4月7日）的法律确认了双本位制：1法郎等于4.5克纯银或0.29克黄金（金银之间的兑换比例为1:15.5）。在法兰西银行于1800年创立后，1803年法律促成了“芽月法郎”这个说法的兴起。见在线技术附录。

[28]在1816~1914年的金本位制下，1英镑等于7.3克纯金，或1法郎含金量的25.2倍。金银双本位制带来了若干复杂问题，这里不展开论述。

[29]在1971年前，1英镑等于20先令，1先令等于12便士，也就是说1英镑合240便士。1基尼则值21先令，或1.05英镑，经常被用于给专业服务或时尚品标价。在法国，1795年的十进制改革前，1利弗尔也被划分为20德尼耶（denier）或240苏（sou）。此后，1法郎被划分为100生丁（centime），在19世纪有时也称为苏。在18世纪，1金路易的铸币值20利弗尔，或者说约等于1英镑。1795年前，1埃居（écu）等于3利弗尔，此后的1795~1878年是指价值5法郎的银币。从古典作家笔下的货币单位换算来看，当时的人们非常清楚上述的细微差别。

[30]这里提到的估计值是指成年人的人均国民收入，我认为该指标比全体国民的人均国民收入更为显著。见在线技术附录。

[31]法国在19世纪50年代的平均年收入约为700~800法郎，在1900~1910年约为1 300~1 400法郎。见在线技术附录。

CAPITAL

in

the

Twenty-

第二部分 资本 / 收入比的动态变化

First

Century

第三章 资本的变迁

在本书第一部分中，我介绍了收入和资本的基本概念，并回顾了工业革命以来收入和产出增长的主要阶段。

在第二部分中，我将集中探讨资本存量的演变，既关注其总体规模（以资本/收入比来测算），也分析其中包含的不同资产类型，因为资本的性质自18世纪以来已有了很大改变。我将考察各种形式的财富，包括土地、建筑、机器、企业、股票、债券、专利权、牲畜、黄金和自然资源等，并从英国和法国这两个长期数据最全面完整的国家入手，分析它们随时间的演变。但首先我想简要回顾一些文学作品，从中寻找对英法两国的财富问题的生动描述。

财富的本质：从文学到现实

当巴尔扎克和简·奥斯汀在19世纪初进行小说创作时，财富的性质对所有读者而言是比较清楚的。财富似乎是为产生租金而存在的，能给某种资产的所有者带来可靠的定期回报，常见的财富形式为土地或者政府债券。高老头持有政府债券，拉斯蒂涅的小庄园则属于土地财富。在《理智与情感》中，约翰·达什伍德继承的庞大的诺兰庄园同样是农业用地，他很快把自己的同父异母姐妹埃莉诺和玛丽安从这里赶出去，使她们只能依靠父亲留下的少量政府债券的微薄利息为生。在19世纪的经典小说中，财富无处不在，但无论资产多寡及其所有者为何人，通常都仅限于两种形式：土地或者政府债券。

站在21世纪的视角来看，这些资产类型似乎有些过时，让人容易把它们同已经消逝的遥远过去，而不是资产更加多元的当代经济、社会现实联系起来。诚然，19世纪小说中的主人翁经常表现为典型的食利者，这在现代的民主和精英社会中是个值得怀疑的形象。然而，产生持续且可靠的收入，难道不是资本再自然不过的属性吗？而这实际上正是经济

学家们所定义的“完美”资本市场的目标。如果以为对19世纪资产的研究于当今毫无借鉴价值，那会是个很离谱的错误。

如果我们仔细观察，19世纪与21世纪的差异将变得不像乍看那么明显。首先，土地和政府债券这两种资产类型涉及全然不同的领域，或许不应该像当年的小说家们那样，为叙述方便就将其随意混为一谈。归根到底，政府债券不过代表着一部分人（得到利息的人）对另一部分人（缴税的人）的权利主张，因此只能列为私人财富，而不应该计入国民财富。政府债务的复杂性以及与之相关的财富性质的问题，在今天的重要性丝毫不亚于1800年。通过历史研究，我们可以学到很多与如今的重要议题有关的内容。尽管至少对英国来说，当前的公共债务规模远不及19世纪初期曾达到的天文数字水平，但在法国和其他许多国家却已达到或接近历史峰值，甚至已和拿破仑时代一样成为许多困惑的根源。金融中介过程（个人把钱存入银行，银行再用于其他投资）已变得极其复杂，以至于人们经常不清楚哪些资产究竟归谁所有。老实说，我们是欠着债，大众媒体天天都在提醒，我们怎么会忘记？然而我们到底欠谁的债呢？在19世纪，很容易看到依靠公共债务为生的食利者都是哪些人，今天的情形依然如此吗？这个奥秘需要破解，而历史可以给我们提供帮助。

还有一个甚至更为重要的复杂情况：许多其他形式的资产不但在经典小说中，而且在当时的社会上发挥着关键作用，某些资产形式还相当多元。高老头最早是做面条起家的，后来通过生产意大利面食和做谷物贸易而逐渐发迹。在法国大革命和拿破仑时代，他对面粉质量的鉴别独具慧眼，拥有完美的面食生产技术，擅长分销网络和仓库的布局，使他能够在合适的时间把合适的产品送到合适的地点。在通过创办企业而致富之后，他才卖掉企业中的股份，这很像21世纪的创业者行使股票期权、兑现资本收益的情形。此后他转而投资更为安全的资产：无限期支付利息的永续政府债券。凭借这些资产他得以给女儿们安排体面的婚事，让她们在巴黎的上流社会拥有了显赫地位。在1821年去世前，两个女儿但斐纳和阿娜斯塔齐都弃之不顾，而高老头依旧梦想着对奥德萨的意大利面食生意做回报丰厚的投资。

巴尔扎克作品中的另一位人物赛查·皮罗托靠香水发财，他是很多美容产品的天才发明家，如苏丹面霜和祛风水等（巴尔扎克告诉我们这些都是法兰西帝国后期与王朝复辟时期的流行时尚）。但故事不限于此，

在退休时皮罗托试图对玛德莲教堂附近的房地产进行大胆投机，以期让资本实现3倍增值，那里在19世纪20年代获得了高速发展。妻子劝他投资希农附近的良田和政府债券，他却固执己见，最终走向毁灭。

简·奥斯汀描写的核心人物比巴尔扎克的更有乡土味。虽然都身为富裕的地主，他们看起来却比巴尔扎克的更为聪明。在《曼斯菲尔德庄园》中，范妮的叔叔托马斯爵士不得不和长子一起到西印度群岛待上一年，打理在那边的投资生意。在返回曼斯菲尔德后，他又被迫再次前往那个群岛数月之久。在19世纪早期，管理数千英里外的种植园绝非易事，经营财富已不再是坐收土地租金或政府债券利息那样轻松惬意的活儿。

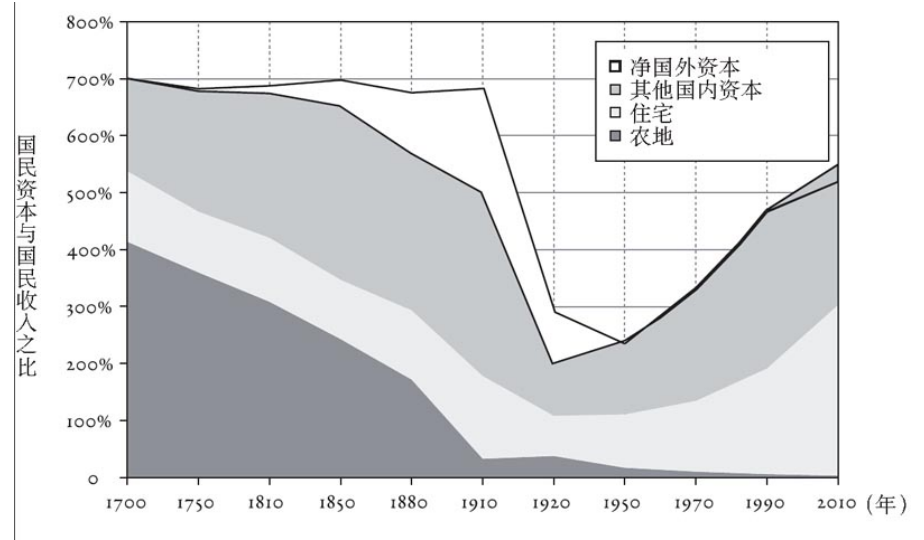
那么，财富到底是什么：是静态的资本还是有风险的投资？是否可以认为财富自1800年以来并没有本质变化？资本的结构从18世纪以来发生了哪些现实的改变？高老头的意大利面食可以变成史蒂夫·乔布斯的平板电脑，1800年对西印度群岛的投资到2010年可能变成对中国或南非的投资，但资本的深层结构是否有所不同？资本从来不是一成不变的，至少在初期总是伴随着风险与企业家精神，但也总是在积累到足够大的数额后向租金的形式转化，那是它的使命，也是它的逻辑终点。那么，是什么让我们模糊地感受到如今的社会不平等与巴尔扎克和奥斯汀的时代有着巨大差异呢？这些只是没有现实意义的空谈，还是可以找出某些客观因素来解释为什么有人认为现代社会的资本已变得更加多元，而减少了“寻租”的特征？

英国和法国的资本变迁

首先，让我们看看英国和法国的资本结构自18世纪以来的变化。这两个国家的历史数据最为丰富，可以据此开展最完整、最一致的长期估计。研究的主要成果呈现在图3.1和图3.2中，试图总结3个世纪以来资本主义历史的几个关键特征。从中可得两个显而易见的结论。

我们首先看到，两个国家的资本/收入比遵循了非常相似的变化轨迹，在18世纪和19世纪相对稳定，到20世纪遭受严重冲击，然后又逐渐回升到与“一战”前夕接近的水平。无论是英国还是法国，国民资本的总价值在整个18和19世纪，直至1914年前都相当于6~7年的国民收入。

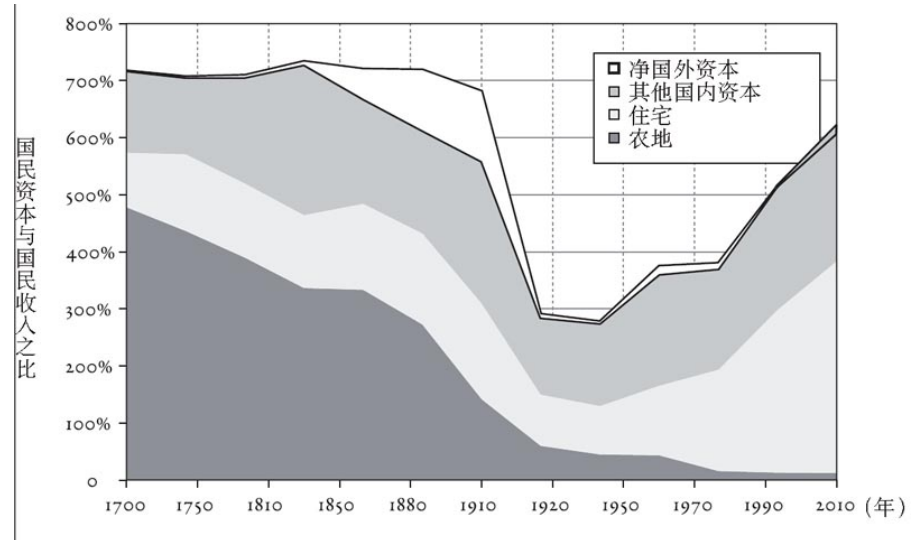
而在“一战”后，资本/收入比突然下降，并在“大萧条”和“二战”时期继续滑落。到20世纪50年代，国民资本仅相当于2~3年的国民收入。此后，该比率开始提升并一直保持升势。在英法两国，2010年的国民资本总值价值都约为5~6年的国民收入（法国实际上还超过6年的国民收入），而在20世纪80年代则不足4年，50年代只略高于2年。虽然这些测算并不十分精确，但变动的趋势是不容置疑的。



英国在1700年的国民资本相当于7年的国民收入，其中农地为4年的国民收入。

图3.1 1700~2010年英国的资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



法国在1910年的国民资本几乎相当于7年的国民收入，包括在海外的投资。

简而言之，我们在刚刚过去的一个世纪看到的是令人印象深刻的U形曲线。资本/收入比在1914~1945年下跌了近2/3，在1945~2012年又翻了一番多。

与这些大幅波动相对应的，是20世纪各种剧烈的军事、政治和经济冲突。资本、私人财产和财富的全球分配是这些冲突的主要内容。相比之下，18世纪和19世纪显得要平和得多。

最终到2010年，资本/收入比已回到“一战”前的水平。如果我们采用家庭可支配收入而非国民收入（下文将讨论这个存疑的办法）做分母，资本/收入比甚至会超过“一战”前的水平。不管怎样，虽然现有的测量指标不够完美，但英法两国的财富积累在20世纪90年代和21世纪重新回到20世纪早期以来从未有过的高水平，这一点却是毫无疑问的，是20世纪50年代开始的财富回升过程的结果。截至20世纪中期，由于两次世界大战，资本大量毁损。半个多世纪之后，资本又回到了与18世纪和19世纪相当的水平。财富再次繁荣兴旺起来。

大致来说，是20世纪的战争消灭了资本存量，给人们带来了资本主义出现结构性改变的假象。

除资本/收入比的总体变化外，自1700年以来资本结构的巨大变化也不容忽视，这是图3.1和图3.2中清楚呈现出来的第二个结论。在资本结构方面，21世纪的资本与18世纪全然不同。这个趋势同样是以英法两国最为典型。简单地说，在一个相当长的时期内，农地逐渐被建筑、产业资本以及投资于企业和政府组织的金融资本所取代，不过以国民收入的倍数来测算的资本总价值却没有太大改变。

更确切地说，图3.1和图3.2中描述的国民资本的定义是私人资本与公共资本之和。政府债务属于私人行业的资产，即公共行业的负债，因此净值为零（假设各个国家都只持有本国的政府债务）。如本书第一章所述，据此定义的国民资本可以划分为国内资本和净国外资本两部分。国内资本代表位于该国领土上的资本存量（如建筑、企业等）的价值，净国外资本（或净国外资产）代表该国持有世界其他地区财富的状况，也就是该国居民在世界其他地区拥有的资产同世界其他地区居民在该国

拥有的资产之差，其中包括以政府债券形式持有的资产。

国内资本继而可分为三种类别：农地、住宅（包括住宅所附着土地的价值）以及其他国内资本（包括企业和政府组织的资本，如用于商业的建筑物及所在的土地、基础设施、机器、计算机、专利权等）。这些资产以及其他任何资产都以市场价值来评估，例如，发行股票的公司的价值取决于股票的市场价格。因此，国民资本可以用如下的公式来表述，这也是我在制作图3.1和图3.2时所参考的原则：

$$\text{国民资本} = \text{农地} + \text{住宅} + \text{其他国内资本} + \text{净国外资本}$$

从图中能很快看出，在18世纪初，农地的总价值约为4~5年的国民收入，或者说占全部国民资本的近2/3。3个世纪之后，英法两国的农地价值已不足国民收入的10%，在全部财富中的比重不足2%。如此巨大的反差却并不令人意外，因为农业在18世纪的全部经济活动与就业人数中所占的份额接近3/4，而今天仅占几个百分点。自然而然，农业所涉及的资本的份额也显示出了类似的变化趋势。

与农地价值的大幅下跌（相对于国民收入和国民资本）相对应的，一是住宅价值的提升，从18世纪约为1年的国民收入增加到如今的超过3年的国民收入；二是其他国内资本的价值提升，其涨幅略低于住宅，从18世纪约为1.5年的国民收入增加到如今的略低于3年的国民收入。[\[1\]](#)这个时间跨度极大的结构变化一方面反映了住宅在经济与工业发展过程中的重要性在提高，不但数量有增长，而且质量和价值都在提升；[\[2\]](#)另一方面则表明自工业革命以来，商业建筑、基础设施、机器、库房、办公楼、工具以及其他物质和非物质资本有了巨大积累，所有这些资本都是被企业和政府组织用于生产各种类型的非农业产品和服务。[\[3\]](#)资本的属性已有改变：过去大多是土地，今天则以住宅加上工业和金融资产为主，但其重要性却丝毫未减。

国外资本的兴衰

国外资本的情形如何？在英国和法国，国外资本的演进历程大相径庭，与这两个领先的殖民帝国在过去3个世纪的动荡历史息息相关。如图3.1和图3.2所示，英法两国在世界其他地区拥有的净资产在18世纪和

19世纪呈稳步增长趋势，到“一战”前夕达到最高峰，继而在1914~1945年崩溃，此后维持在较低的水平上。

拥有国外资产的重要性最早出现在1750~1800年，如我们所知，托马斯爵士在西印度群岛就有投资（简·奥斯汀的《曼斯菲尔德庄园》）。不过国外资产当时所占的比重还不小，在奥斯汀创作该小说的1812年，从可考资料看，国外资产仅相当于英国国民收入的10%，或者说约为英国农地总价值（超过3年的国民收入）的1/30。所以，我们发现奥斯汀小说中的多数主人公都是以农村土地的租金为生，也就不足为奇了。

直至19世纪，英国臣民才开始在世界其他地区积累起可观的财富，其数量前所未有，而且至今也无人超越。到“一战”前夕，英国组建起了世界性的殖民帝国，拥有的国外资产接近2年的国民收入，为英国本土农地总价值（当时已经相当于国民收入的30%）的6倍。^[4]显然，自《曼斯菲尔德庄园》的时代以来，财富结构已发生了根本性的改变，我们只能希望奥斯汀描写的人物及其后裔能适应时代的发展，追随托马斯爵士的榜样，将一部分土地租金投资到海外。至20世纪初，英国人在海外的资本每年能产生约5%的股息、利息和租金回报，使该国的国民收入比国内产值高出约10个百分点。如此大的福利可以养活相当数量的人群。

在全球殖民帝国中排名第二的法国同样处在令人艳羡的地位，其积累的国外资产超过1年的国民收入，因此在20世纪头10年，法国的国民收入也比其国内产值要高出约5~6个百分点，这相当于北部和东部各省的全部工业产值。法国国民拥有的国外资产的孳息，以股息、利息、专利费、租金和其他形式源源不断地输送回母国。^[5]

很重要的一点是，这些巨大的净国外资产让英法两国得以在19世纪后期到20世纪早期维持结构性的外贸赤字。1880~1914年，上述两国从世界其他地区进口的商品和服务明显多于其出口，平均贸易赤字约为国民收入的1%~2%。但赤字并不构成问题，因为它们从国外资产中获得的收入超过了国民收入的5%，使其国际收支依然保持大量盈余，并年复一年地增加国外资产的持有数量。^[6]换句话说，世界其他地区在通过辛苦劳作来增加殖民帝国的消费的同时，它们欠这些殖民帝国的债务还越来越多。这样说似乎危言耸听，但我们应该认识到，通过贸易盈余和殖民占有的方式来积累海外财富的目标，正是为了在日后维持贸易赤字，永远保持贸易盈余是没有现实意义的。拥有财富的好处在于，人们

即使不工作也能继续消费和积累，或者说能够以比自己从事生产更快的速度来继续消费和积累。同样的逻辑也适用于殖民主义时代的国际舞台。

在经受两次世界大战、“大萧条”和殖民地独立运动的接连打击之后，这些巨额的国外资产最终烟消云散。到20世纪50年代，英法两国的净国外资产持有量都接近于零，意味着两个昔日的殖民帝国拥有的国外资产仅仅与世界其他地区在英法两国国内拥有的资产数额相当。大致来说，这种情形在之后的半个世纪里没有太大改观。1950~2010年，法国和英国持有的净国外资产从很小的正值变为很小的负值，依然非常接近于零，与过去看到的庞大规模相比完全微不足道。[\[7\]](#)

最后，如果将18世纪国民资本的结构与今天进行对比，我们会发现净国外资产在两个时期都不算特别重要，真正长期的结构性变化在于农地逐步被房地产和运营资本替代，而总资本存量占国民收入的比例大致保持稳定。

收入和财富的数量级

总结一下上述变化，我们可以把今天的世界作为一个参照点。英法两国目前的人均国民收入大约为每年3万欧元，国民资本约为6年的国民收入，也就是每人18万欧元左右。在这两个国家，农地的价值已微乎其微（至多每人几千欧元），国民资本大致说来可以划分为两个规模相近的部分，即平均来说，每位国民拥有9万欧元的住宅（自住或出租给他人）以及9万欧元的其他国内资本，主要是借助各类金融工具投资在企业中的资本。

让我们来做个假想实验，以今天的平均水平来考察3个世纪之前（1700年左右）的国民资本结构，也就是说，人均年收入和资本数量仍然分别为3万和18万欧元。结果我们会发现，当时一个有代表性的英国或法国国民拥有12万欧元的土地、3万欧元的住宅以及3万欧元的其他国内资产。[\[8\]](#)很显然，某些人（如简·奥斯汀描写的诺兰庄园的约翰·达什伍德和彭伯利庄园的查尔斯·达西）拥有数百公顷土地，价值数千万甚至数亿欧元，而其他许多人可能不名一文。但上述平均水平可以让我们直观地看到国民资本的结构自18世纪以来已完全改变，只是年收入的比例

还大体保持不变。

再设想一下英法两国的国民在20世纪初的情形，其人均收入和人均资本同样分别为3万欧元和18万欧元。在英国，农地在总财富中的比重已经较小，人均的农地价值仅为1万欧元，住宅价值达到5万欧元，其他国内资产价值6万欧元，再加上近6万欧元的国外资产。法国的情况大体相似，只是其人均土地价值和国外资产均为3万 ~4万欧元。^[9]在上述两个国家，国外资产都举足轻重。当然我们并不是说每个人都持有苏伊士运河的股票或者俄国的债券，尽管许多人没有任何国外资产，少数人则持有数额巨大的投资组合，但从全国的人均数据中，我们可以看到英法两国持有的世界其他地区的外国资产累积到了多么惊人的程度。

公共财富与私人财富

在更细致地考察资本在20世纪受到的冲击的性质及其在“二战”后复苏的原因之前，我们有必要提及公共债务的议题，更广义地说即国民资本在公共资本与私人资本之间的划分。在发达国家的公共债务负担普遍沉重的今天，人们很难想起公共行业的资产负债表上除了负债还包括资产，但我们需要牢记这一点。

诚然，公共资本与私人资本的划分既不会改变一个国家的国民资本的总量，也不会影响上文所述资本构成。不过，财产权利在政府与私人之间的区分在政治、经济和社会方面都具有重大意义。

这里我将回顾本书第一章引入的定义，国民资本（或国民财富）是公共资本与私人资本的总和。公共资本是政府（包括所有公共机构）的资产与负债的差额，私人资本当然是私人拥有的资本与负债的差额。无论于公于私，资本的定义总是指净财富，也就是某个主体拥有的权利的市场价值（资产）同他所欠债务的市场价值（负债）的差额。

具体而言，公共资产有两种形式，可以是非金融资产（主要指公共建筑物，由政府机构使用，或用于提供教育和医疗等公共服务，如中小学、大学和医院等），也可以是金融资产。政府可以持有企业的股份，可能是多数股东，也可能是少数股东。这些企业既可能位于本国境内，也可能位于海外。例如，近年来兴起的所谓主权财富基金就代表某些国家政府所管理的庞大外国金融资产组合。

在现实中，金融资产与非金融资产的界限可能并不清晰。例如，当法国政府把法国电信公司与法国邮政局改组为股份公司时，这两家企业所使用的政府办公楼就从原来的政府非金融资产变成了金融资产。

目前，英国的公共资产（包括金融资产与非金融资产）的总价值估计约相当于1年的国民收入，法国的水平略低于1.5年。鉴于上述两国的公共债务都大约相当于1年的国民收入，因此净公共财富（或净公共资本）数额很少。根据两国的统计机构和中央银行的最新官方估计，英国的净公共资本几乎为零，法国的则略低于国民年收入的30%，抑或全部国民资本的1/20（见表3.1）。[10]

也就是说，如果英法两国的政府决定出售所有资产以立即偿还债务，法国还能留下些余款，而英国将几乎一无所有。

再次需要提醒的是，我们不应该过分相信这些预估数据的准确性。世界各国都在尽力实践由联合国和其他国际组织制定的标准化统计概念和方法，但国民经济核算并不是也永远不会是一门精确的科学。对公共债务和金融资产的估值不存在太大的问题，但确定公共建筑物（如学校和医院）或基础设施（如铁路和高速公路）准确的市场价值却不是件轻松的任务，因为这些资产很少被出售。从理论上说，此类资产的定价可以参考近期发生的类似交易，可是参考数据也未必很可靠，尤其是在市场价格发生频繁甚至剧烈波动的时候。所以，以上数据应该视为大致估算，并不是确定数值。

表3.1 2012年法国的公共资本与私人资本

	与国民收入之比 ^a		占国民资本的比重	
国民资本 (公共资本 + 私人资本)	605%		100%	
公共资本（净公共财富）： 政府及其他公共机构持有的资产和负债的差额	31%		5%	
	资产	负债	资产	负债
	145%	114%	24%	19%
私人资本（净私人财富）： 居民（家庭）持有的资产和负债的差额	574%		95%	
	资产	负债	资产	负债
	646%	72%	107%	12%

注：2012年，法国的国民资本与国民收入之比为605%，其中公共资本占5%（与国民收入之比为31%），私人资本占95%（与国民收入之比为574%）。

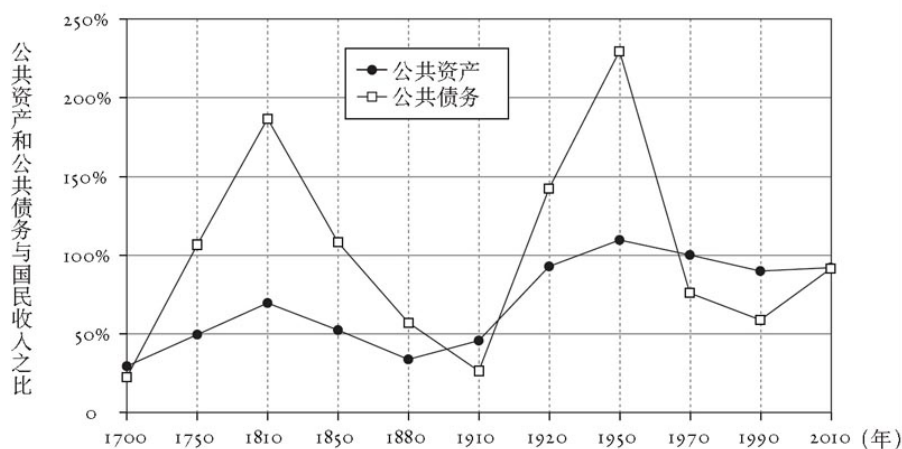
a. 国民收入 = 国内生产总值 - 资本折旧 + 国外净收入。实际上，法国在2012年的国民收入约为国内生产总值的90%，见本书第一章与在线技术附录。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

无论如何，毫无疑问的是英法两国的公共财富数量相当少，与私人财富相比显得微不足道。净公共财富在英国不足国民财富的1%，在法国仅为约5%，即使我们假定公共资产的价值被严重低估，它也不会超过国民财富的10%，目前看来依然无足轻重。尽管计算方法尚存缺陷，我们仍能看到关键事实：从现有的最新数据上看，2010年，英法两国的私人财富在全部国民财富中占据绝大部分，在英国超过99%，在法国约为95%。至于真实的数据，肯定在90%以上。

从历史视角看公共财富

如果我们考察英法两国的公共财富自18世纪以来的历史以及国民财富中公私构成的变化，将发现上文的结论基本上一直成立（见图3.3～图3.6）。大致来说，公共资产和公共债务（更不用说两者的差额）与规模庞大的私人财富相比始终显得非常有限。两个国家在过去3个世纪的净公共财富有时为正值，有时为负值，但其振荡幅度普遍来看仅相当于国民收入的+100%~-100%（更多情况下是在+50%~-50%），相对于私人财富的水平（高达7~8年的国民收入）而言，总体上并不起眼。

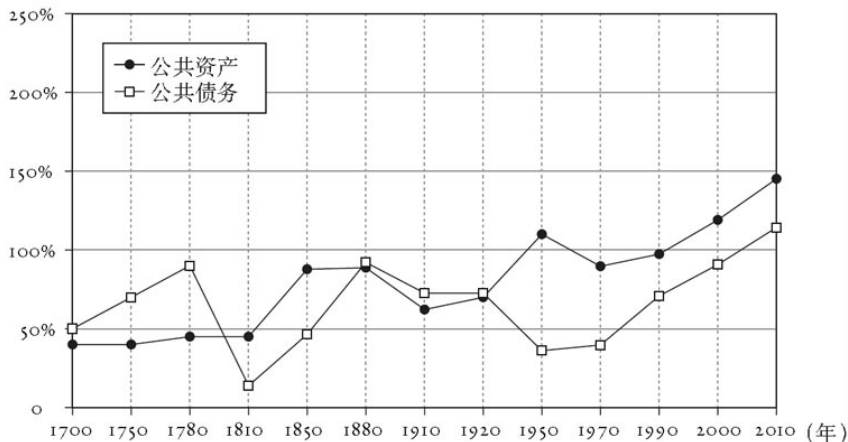


1950年的公共债务超过2年的国民收入，公共资产仅为1年的国民收入。

图3.3 1700~2010年英国的公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

公共资产和公共债务与国民收入之比

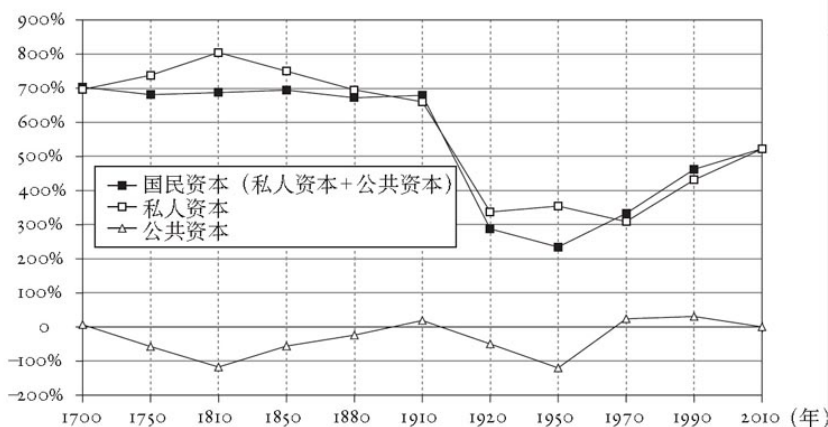


1780年、1880年及2000~2010年，公共债务均约为法国1年的国民收入。

图3.4 1700~2010年法国的公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

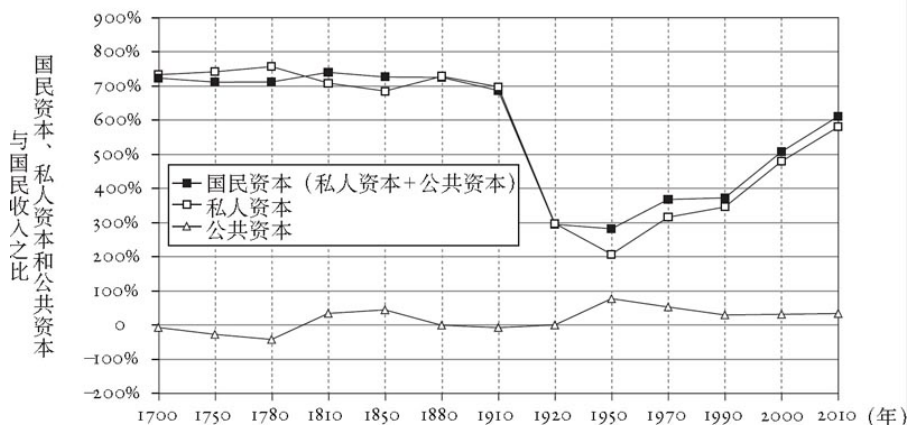
国民资本、私人资本和公共资本与国民收入之比



英国在1810年的私人资本相当于8年的国民收入，全部国民资本约为7年的国民收入。

图3.5 1700~2010年英国的私人资本与公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



法国在1950年的私人资本相当于2年的国民收入，公共资本约为1年的国民收入。

图3.6 1700~2010年法国的私人资本与公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

或者说，之前总结的英法两国自18世纪以来的国民资本与国民收入之比的历史，基本上也就是其私人资本与国民收入的关系的历史（见图3.5和图3.6）。

这里的关键事实当然众所周知：英国和法国从来就是以私有财产制度为基础的国家，没有经历过苏联式的社会主义制度，由国家来控制大部分资本。因此，私人财富相对于公共财富一直占据压倒性优势，并不令人惊讶。反过来，这两个国家的公共债务也都从未累积到足以显著影响私人财富水平的程度。

在掌握这些关键点后，我们有必要继续深入分析。虽然英法两国的公共政策都没有走过极端，却在几个时点上对私人财富的积累产生过不可忽视的影响，正反两方面的影响都有。

在18~19世纪，英国政府往往积累起大量公共债务，导致私人财富增加，法国政府在旧王朝时期和“一战”前的“美好年代”也是如此。而在其他一些时候，政府却试图缩减私人财富的规模，例如“二战”后法国取消了公共债务，建立了庞大的公共行业，同期英国也是如此，只是程度稍轻。当前，这两个国家（与其他大多数发达国家一起）面临巨额的公共债务负担。但历史经验表明，此种困局有可能很快改观。因此，从英法两国政策反复变化的历史中做些基础研究应该颇有裨益，它们在这方面有着丰富多样的经验教训。

英国：公共债务累积与私人资本整固

先来看英国的情况。其公共债务曾两次达到极高的水平，达到甚至略微超过了国内生产总值的200%，分别是在拿破仑战争终结时和“二战”之后。还没有其他国家像英国那样，能在极长的时期里维持如此高的公共债务水平，还从未发生过违约。后一个事实实际上是对前一个的解释：如果某个国家债务没有某种形式的违约（无论是简单粗暴地拒付还是委婉地利用通货膨胀），那很可能就需要相当长的时间才能偿付如此多的公共债务。

在这方面，英国在19世纪的公共债务处理是个教科书般的经典案例。如果把目光投向更早的历史，甚至在美国独立战争前，英国在18世纪就已积累下了巨额公共债务，法国也同样。这两个王国经常参与战争，相互开战，也同其他欧洲国家交战，却没办法征收足够的税款来应付开支，公共债务自然直线上升。于是，英法两国的累积债务在1700~1720年即达到国民收入的50%左右，到1760~1770年则接近100%。

众所周知，法国王室无力推行税收制度现代化改革并取消贵族的财务特权，最终成为革命的导火索，从1789年召开三级会议开始，最终导致1790~1791年引入新的税收制度，规定所有的土地所有人都必须缴纳土地税，所有的遗产必须缴纳遗产税。1797年，法国则发生了“2/3破产”，对2/3的公共债务余额进行大规模违约，再加上以国有化后的土地为抵押发行的指券所带来的高通货膨胀，就是对法国旧王朝遗留的债务的最终处理办法。[\[11\]](#)法国的公共债务从而在19世纪的前几十年里被很快削减到很低的水平，到1815年已不足国民收入的20%。

英国的发展轨迹与之截然不同。为支持同北美独立者的战争以及在法国大革命和拿破仑时代的若干次英法战争，英国决定无限制地借款。公共债务于是在18世纪70年代早期达到国民收入的100%，到19世纪头10年接近200%，是法国同期债务比例的10倍。英国用了整整一个世纪的财政盈余，才在20世纪头10年把公共债务压缩到国民收入的30%之内（见图3.3）。

从上述历史中我们能得到怎样的经验？首先，英国公共债务的高水平毫无疑问提升了私人财富在英国社会的影响力。掌握巨大财富的英国

人在用借款满足政府所需的同时，并未显著削弱私人投资的力度：1770~1810年的公共债务巨额增长主要靠私人储蓄的相应增加来满足，表明英国的有产阶级当时确实蒸蒸日上，同时政府债券的回报也具有吸引力。因此，国民资本在整个时期内稳定地保持在约7年的国民收入，而随着净公共资本在负值区域渐行渐远，私人财富在1810年已超过8年的国民收入（见图3.5）。

由此我们自然会在简·奥斯汀的小说中看到财富无处不在，除传统的地主外，又出现了前所未有的众多政府债券持有人（如果文学作品的描写具有可靠的历史真实性，那么他们在很大程度上是同样一群人）。结果私人财富的总量达到非常高的水平。英国政府债券的利息和土地租金共同推动私人资本达到了空前的规模。

其次，整体而言，如此高的公共债务水平很明显对债权人及其后人有利，至少与英国政府通过税收来满足其支出需求相比是这样。从政府债权人的立场来看，与无偿地给政府缴税相比，把钱借给政府再收几十年利息的做法当然要好得多。还有，政府赤字扩大了对私人财富的总需求，这不可避免地会造成资产收益率提高，当然也有利于那些依靠政府债券的投资收益致富的人。

一个关键事实是，在19世纪借钱给政府的人得到的回报相当高，这同20世纪有很大不同：1815~1914年的通货膨胀率几乎为零，而政府债券的利率通常为4%~5%，尤其需要注意的是，这明显高于经济增长率。考虑到这些条件，政府债券投资对富人及其后人而言可能是非常不错的生意。

具体来说，假设政府在20年内每年保持财政赤字约为国内生产总值的5%的水平（例如为了满足1795~1815年招募大量军人的开支），并且没有通过增税来满足支出需要。于是在20年后，新增的公共债务将达到国内生产总值的100%左右。假设政府没有偿还债务的本金，只是支付债务的到期年息。如果债券利率为5%，那政府每年将把5%的国内生产总值付给新增公共债务持有人，并这样永远偿付下去。

总体而言，英国在19世纪的情况正是如此。1815~1914年，在整个一个世纪中，英国政府的财政始终保持着相当大的盈余，税收收入比政府支出多出的部分相当于国内生产总值的几个百分点，甚至高于这个时期用于教育的总支出。完全依靠英国的国内产值和国民收入的增长

(1815~1914年的增长率接近每年2.5%)，才让英国在一个世纪的辛劳之后，最终显著降低了公共债务占国民收入的比例。[12]

谁是公共债务的获利者？

基于如下原因，以上的历史记录非常重要。首先，这可以帮助我们理解，为什么从马克思开始19世纪的社会主义者那么关心公共债务问题，他们颇具洞察力地看出那是私人资本操纵的工具。

这种关心之所以更为迫切，还因为当时的公共债务投资人得到的回报很丰厚，不但在英国如此，而且在包括法国在内的其他许多国家也是如此。1797年的革命式破产后来没有再度重演，巴尔扎克小说里的食利者似乎也不比简·奥斯汀作品里的人物更担忧政府债券出现违约。事实上，1815~1914年，法国的通货膨胀率比英国低，政府债券的利息始终能按时支付。法国的主权国家债务在19世纪一直是很好的投资项目，与英国的情况一样，私人投资者从中获利颇丰。法国的公共债务余额在1815年时还非常少，但在之后的数十年里大幅增长，尤其是在七月王朝复辟时期（1815~1848年），当时的选举权要以财产资格为基础。

法国政府在1815~1816年向外国占领军支付赔款，后来又在1825年拨付了臭名昭著的10亿法郎补偿款，用以补偿大革命时期流亡国外的贵族被剥夺的其实数量很有限的土地，由此积累了大量债务。在法兰西第二帝国时期，利息基本按时兑付。马克思在1848~1950年撰写了若干言辞激烈的文章（收入《法兰西阶级斗争》），抨击拿破仑的新任财政大臣阿希尔·富尔德（achille Fould）为银行家与投资客的利益，武断地决定增收酒类税，以维护食利者的收入。接下来，在1870~1871年的普法战争后，法国政府不得不再次向民众借款以偿付德国的赔款，金额接近国民收入的30%。[13]最终，1880~1914年，法国的公共债务水平甚至超过了当时的英国，达到国民收入的70%~80%，而英国不足50%。在“美好年代”的法国小说中，政府债券的利息经常被提及。法国政府每年支付的利息约占国民收入的2%~3%，超过对教育的预算支出，有相当大一群人依靠政府债券利息生活。[14]

到20世纪，有关公共债务出现了一种截然相反的观点，其理论基础认为债务可以作为一种政策工具，以扩大公共支出，并通过财富再分配

来改善社会下层成员的境遇。这同以前的观点有着非常直观的区别：19世纪，贷款人的回报很高，从而促进了私人财富的增加；但在20世纪，债务被通货膨胀蚕食，收到的回报是不断贬值的货币。在实际操作中，政府赤字能够被那些借钱给政府的人分担，而不必再增加同等数额的税收来偿还。虽然当前的通货膨胀率早已下降到并不比19世纪高很多的水平，其财富再分配效果相对来说也不再显著，但对公共债务的这种“累进”式观点直至今天依然为很多人所拥护。

有趣的一点是，利用通货膨胀来实现再分配的做法在法国比英国要突出得多。正如本书第二章所述，法国在1913~1950年的年平均通货膨胀率超过13%，最终导致价格水平上涨了100倍。当小说家普鲁斯特在1913年发表《在斯万家那边》的时候，政府债券还仿佛卡堡大酒店一般牢不可破——那是小说家的消暑胜地。然而到1950年，这些债券的购买力仅有过去的1/100，1913年的食利者及其后人几乎已经一无所有了。

这对政府而言又意味着什么？虽然一开始公共债务规模庞大（在1913年接近国民收入的80%），而且在1913~1950年财政赤字高企（特别是在战争时期），然而到1950年法国的公共债务水平却回到了相对较低的历史水平，大约为国民收入的30%，同1815年时相当。尤其是国家光复时期的巨大赤字，在1945~1948年的4年中，在高度情绪化的政治氛围里，被超过50%的年通胀率几乎立刻消化掉了。从某种意义上说，这算得上是1797年“2/3破产”事件的重演——过去的债务被勾销，以便在较低的公共债务基础上实现国家重建（见图3.4）。

英国的做法有所不同，更为缓慢、温和。1913~1950年，英国年平均通货膨胀率略超3%，总体的价格水平仅上涨到原来的3倍，不及法国同期涨幅的1/30。对英国的食利者们来说，这依然称得上在19世纪甚至到“一战”前都不可想象的掠夺。然而，这个通胀幅度远不足以阻止英国的公共债务在两次世界大战期间大量增加，国家必须全力应付战争需要，又没有过度依靠印钞，于是到1950年，英国背上了极其沉重的债务负担，超过国内生产总值的200%，比1815年时还高。只是借助20世纪50年代尤其是整个70年代的较高通货膨胀（分别达到每年4%以上和接近15%），英国的公共债务负担才下降到国内生产总值的50%左右（见图3.3）。

通过通货膨胀来实现再分配的机制效果显著，因而在20世纪的英法两国历史上都发挥了重要作用。但这也会带来两个严重问题。其一，在

目标选择上相对笼统，针对有一定财富的人，可是持有政府债券的人（无论直接持有还是通过银行存款间接持有）并不见得是最富裕的人，实际情况远非如此。其二，通货膨胀机制不能无限制地运行下去。通货膨胀一旦成为常态，贷款人就会索要更高的名义利率，物价的上涨就不能再取得预期的效果。此外，高通货膨胀往往有自加速的趋势。这个过程一旦启动，后果可能很难控制，某些社会群体的收入可能大幅提高，而其他则不然。到20世纪70年代后期，在高通货膨胀率、高失业率和经济发展相对停滞等问题并存的“滞胀”10年之后，社会上形成了维持低通货膨胀的新的共识。本书后文还将再次讨论这个内容。

李嘉图等价的兴衰

公共债务漫长而喧闹的历史，从18世纪和19世纪食利者的安逸到20世纪通货膨胀的掠夺，给人们留下了深刻的集体记忆和文学描述。这段经历在经济学家那里同样留下了印迹。例如，大卫·李嘉图在1817年提出了今天被称为“李嘉图等价”（Ricardian equivalence）的假说。他认为，在满足某些条件后，公共债务对国民资本的积累不会产生影响。很明显，这个观点与他当时观察到的周边现象有很大关系。在他写作时，英国的公共债务接近国内生产总值的200%，却并没有严重干扰私人投资流量和资本积累。人们非常担心的私人资本被挤出现象并未发生，公共债务的增长似乎被私人储蓄的扩大消化了。确切地讲，从这里并不能推断出李嘉图等价是个普遍规律，在任何时间、任何地点都适用。一切其实取决于相关的社会群体的特征（例如，在李嘉图的时代，少数英国人拥有的财富数量足以产生所需要的储蓄增量）、承诺支付的利率水平，当然还有人们对政府的信任度。但我们需要注意的是，李嘉图当时并不知道图3.3所描述的那些历史数据和测算结果，而是通过对他所处的英国资本主义社会的切身了解认识到巨大的公共债务负担对英国的国民财富并没有显著影响，仅仅是一部分人对另一部分人的权利要求。[\[15\]](#)

与之类似的是，当约翰·梅纳德·凯恩斯在1936年述及“食利者的安乐死”时，他也显然受到了当时发生的事件的深刻影响：对食利者们来说，“一战”前的世界已经崩塌，事实上已没有走出经济与财政危机的政治上可行的办法。特别是，凯恩斯明显感觉到，尽管由于对1914年前的金本位制度无比留恋，英国人依然很不情愿接受通货膨胀，但这却是削减公共债务负担、减轻过去的财富积累影响力最便捷（虽然不见得最公

正) 的办法。

自20世纪70年代以来，经济学家们或许过于依赖所谓的“代表性行为人为模型”（假设模型中的每个代表性行为人都获得同样的收入，拥有等量的财富，从而也持有同等数额的政府债券），导致对公共债务的研究分析受到制约。对现实的这种抽象在某些时候可能有用，能帮助我们梳理出复杂模型难以厘清的逻辑关系。但如果完全回避财富与收入分配不平等的现实，则这些模型经常会推导出不切实际的极端结论，给人们带来更多疑惑。就公共债务议题而言，代表性行为人为模型会推导出政府债务完全中性的结论，非但与国民资本的总量无关，也不会影响财政负担的分摊。由美国经济学家罗伯特·巴罗最早提出的此种激进式的李嘉图等价再解读，[16]没有考虑到大部分公共债务其实由少数人群持有（正如19世纪的英国以及其他地方那样），因此不论债务的偿付状况如何，它都是个重要的国内再分配工具。考虑到财富分配方面始终存在的高度集中的特征，如果在探讨以上问题时不涉及社会群体之间的不平等现象，那我们对问题的主要方面及其涉及的利害关系都将一无所知。

法国：没有资本家的资本主义——战后时期

下面转入有关公共财富的历史以及政府持有资产的议题。与政府债务相比，公共资产的历史看似没有那么跌宕起伏。

简而言之，我们可以认为英法两国公共资产的总价值长期来看都有所增长，从18世纪和19世纪约占国民收入的50%提升到20世纪末的约100%（见图3.3和图3.4）。

粗略地看，这种增长反映了历史上政府经济职能的持续扩张，尤其是包括医疗和教育领域越来越广泛的公共服务的发展（如提供建筑和设备等必要的重大投资等），以及交通和通信领域的公共或半公共基础设施投资。上述公共服务与基础设施在法国比在英国更为突出，2010年，法国公共资产的总价值接近国民收入的150%，而海峡对岸的英国仅为100%左右。

然而，对公共资产长期积累的这种简化的观点，忽略了20世纪历史上的重要一页：1950~1980年，工业和金融部门的公共资产大量增加，但在1980年后上述资产又卷入了汹涌的私有化浪潮。在大多数发达国家

(尤其是欧洲)都能或多或少看到上述现象,许多新兴经济体也同样如此。

法国的情形在这方面具有代表性。为详细探讨这个历程,我们需要追溯历史。与全球其他许多国家一样,法国对于私人资本主义的信念受到了20世纪30年代的经济危机以及随之而来的浩劫的动摇。1929年10月华尔街股灾引发的经济“大萧条”以迄今从未再现的破坏力席卷发达国家,美国、德国、英国和法国有1/4的工人失业。所有国家在19世纪乃至20世纪30年代早期之前所秉持的放任自由、政府不干预经济事务的传统观念不断遭到质疑。许多国家选择了在更大程度上实行干预主义。很自然,各国政府和公众对那些给自己大肆敛财、却使社会走向灾难的金融和经济精英们也产生了怀疑,人们开始思考不同类型的“混合”经济,在传统的私人财产形式之外寻求对企业的不同程度的国家所有权,或者至少是对金融体制乃至整个私人资本主义经济体制实行强有力的公共监管。

还有,苏联加入“二战”的战胜国行列,也提高了布尔什维克所创建的国家主义经济体制的声誉。难道不正是因为这样的体制,才使苏联从一个在1917年刚摆脱农奴制不久的落后国家,迅速跨越到工业化的轨道上吗?约瑟夫·熊彼特在1942年就相信社会主义胜过资本主义是不可避免的结局。而保罗·萨缪尔森在1970年推出其知名教科书的第八版时,依然预测苏联的国内生产总值将在1990~2000年超越美国。[17]

在法国,对私人资本主义的这种怀疑氛围在1945年后继续加深,因为许多经济精英有着与德国占领军合作、发不道德的战争财的嫌疑。在国家光复后的这种高度紧张的气氛下,若干重要经济部门被国有化,尤其是银行、煤矿和汽车工业等。雷诺公司的工厂被充公,老板路易·雷诺在1944年9月因为通敌罪被捕,临时政府于1945年1月将雷诺公司收归国有。[18]

根据现有的估计,法国在1950年的公共资产超过1年的国民收入。由于通货膨胀大幅削减了公共债务的价值,净公共财富也接近1年的国民收入,而当时的私人财富仅相当于2年的国民收入(见图3.6)。同样,我们不能过于迷信这些统计数据的准确性,那段时期的资本价值很难评估,资产价格达到历史低谷,此外公共资产相对于私人资产有可能略有低估。然而这些指标的数量级是清楚明晰的,法国政府在1950年控制了25%~30%的国民财富,很可能还会更多。

这种占比非常显著，特别是需要考虑到公共资产中几乎没有中小企业，不涉及农业，而且在住宅中也从来只占很小的比例（不超过20%）。因此，在金融和工业这些受战后国有化运动影响最直接的产业部门中，政府在总财富中所占的比例在1950~1980年都超过了50%。

尽管这个历史插曲相对短暂，我们却很有必要了解法国人直至今今天对于私人资本主义的复杂态度。在整个“辉煌30年”期间，国家得到重建，经济增长强劲，超过法国历史上任何其他时期。当时的法国实行混合经济，在某种意义上说是没有资本家的资本主义，或者至少可以说是规模最大的一些企业不再受私人资本控制的国家资本主义。

诚然，国有化浪潮同期也发生在其他许多国家。例如，英国在1950年的公共资产价值也超过了1年的国民收入，与法国相当。区别在于，英国当时的公共债务总额超过2年的国民收入，因此净公共财富在20世纪50年代仍然显著为负，私人财富的分量要大得多。英国的净公共财富直到20世纪60~70年代才变为正资产，此后也一直维持在国民收入的20%之下，当然这个数量已经很大了。[\[19\]](#)

法国发展轨迹的独特之处在于，公共所有制在1950~1980年的兴盛之后，自1980年起滑落到很低的水平，而私人财富（包括金融资产与房地产）则增长到比英国还高的水平，到2010年接近6年的国民收入，是公共财富总额的20倍。在1950年开启的国家资本主义时期结束后，法国重新成为21世纪新型私有制资本主义的应许之地。

这一巨变更令人震惊的地方在于，人们还从未清楚地认识其来龙去脉。经济私有化运动，包括产品和服务市场的开放以及金融市场和资本流动的管制解除，在20世纪80年代给世界各国带来了深刻影响。这场运动其实有着复杂多样的源头：“大萧条”及其后续灾难留下的记忆已经消退，20世纪70年代的“滞胀”表明战后的凯恩斯主义共识存在局限性。随着战后重建与“辉煌30年”高增长的结束，人们很自然地会对政府角色的无限膨胀及其在国民产值中所占份额的持续增长提出质疑。放松监管运动则始自美国和英国在1979~1980年的“保守主义革命”，当时这两个国家都日益苦恼于被其他国家赶超（如本书第二章所言，其实追赶在很大程度上是个不可避免的过程）。同时，苏联和中国的国家主义经济模式在70年代愈益凸显的失败，促使这两个社会主义阵营的巨人自80年代开始逐步推进经济体制的自由化，引入了新式的私人所有制企业。

可是在国际趋同的潮流面前，法国选民却在1981年表现出某种逆行而行的愿望。每个国家当然都有自己独特的历史和政治议程。在法国，社会党与共产党组成的联盟赢得了多数席位，其共同立场是坚持1945年来对工业和银行部门的国有化运动。但结果表明这只是一个短暂的插曲，自1986年起，自由派执政党在所有产业部门掀起了意义深远的私有化浪潮。新的社会党多数派政府在1988~1993年坚持并扩大了私有化进程。雷诺公司在1990年重新成为一家股份公司，公共电信管理部门被改组为法国电信公司，并在1997~1998年对私人投资开放。在经济增长放缓、高失业和政府财政巨额赤字的背景下，公共部门持有的股份从1990年起被逐步出售，给财政带来了额外的收入，但这依然未能阻止公共债务的持续增加。法国的净公共财富下降到极低水平，与此同时，私人财富却缓慢回升到20世纪历次冲击以来从未达到的高水平。就这样，法国在两个不同时间点深刻改变了自己的国民资本结构，却并不真正清楚这样做的缘由。

[1]根据现有的估计（尤其是金和佩蒂对于英国，以及沃邦和布阿吉贝尔对于法国的研究），18世纪的农场建筑和牲畜大约占我所说的“其他国内资本”的近一半。如果忽略这些项目，把重点集中在工业和服务业上，则与农业无关的其他国内资本的增长与住宅资本的增长相当，甚至略高一些。

[2]一个很好的案例是皮罗托对巴黎的玛德莲区的房地产投机。

[3]例如高老头的面条工厂或者皮罗托的香水业务。

[4]更多细节见在线技术附录。

[5]见在线技术附录。

[6]有关英国和法国的外贸和收支平衡的详细年度序列数据，见在线技术附录。

[7]自1950年以来，两个国家的净国外资本几乎都在国民收入的 -10%~10%，仅相当于20世纪之初的1/10~1/20。测算今天净国外资本的困难并不会影响这个基本结论。

[8]更精确地说，如果1700年的平均收入为3万欧元，则平均财富数额约为21万欧元（相当于年收入的7倍，而非6倍），其中15万欧元是土地（把农场建筑和牲畜包括进来的话相当于年收入的5倍），3万欧元是住宅，3万欧元是其他国内资产。

[9]又如，如果1910年的平均收入为3万欧元，则平均财富数额将接近21万欧元（相当于年收入的7倍），其中其他国内资产接近9万欧元（相当于年收入的3倍，而非2倍）。这里的所有数据都有意进行了简化和取整。更多的细节可见在线技术附录。

[10]更精确地说，英国的公共资产占国民收入的93%，公共债务达到92%，净公共财富占国民收入的1%。在法国，公共资产占国民收入的145%，公共债务达到114%，净公共财富占国民收入的31%。两个国家的更多年度序列数据见在线技术附录。

[11]见François Crouzet, *La Grande infl La monnaie en France de Louis XVIà Napoléon* (paris: Fayard,1993)。

[12]1815~1914年，英国的基本财政盈余大约为国内生产总值的2%~3%，几乎都用于支付同等数额的政府债务的利息。这个时期的全部教育预算则不足国内生产总值的2%。有关基本

公共赤字和二级公共赤字的详细年度序列数据，可见在线技术附录。

[13]这两个转移支付序列数据可以基本解释法国的公共债务在19世纪增加的原因。有关的数据和资料来源，可见在线技术附录。

[14]1880~1914年，法国支付的债务利息超过英国。有关两个国家政府赤字的详细年度序列数据和公共债务回报率的变化，可见在线技术附录。

[15]李嘉图在《政治经济学及赋税原理》(Principles of Political Economy and Taxation, london: George Bell and Sons, 1817) 中对此议题的论述并非不存在争议，见格里高利·克拉克的精彩历史分析，“Debt, Deficits, and Crowding Out: England, 1716–1840,” *European Review of Economic History* 5, no. 3 (December 2001): 403–36。

[16]见Robert Barro, “are Government Bonds Net Wealth?” *Journal of Political Economy* 82, no. 6 (1974): 1095–1117, 以及“Government Spending, interest Rates, prices, and Budget Deficits in the United Kingdom, 1701–1918,” *Journal of Monetary Economics* 20, no. 2 (1987): 221–48。

[17]见paul Samuelson, *Economics*, 8th ed. (New York: McGraw-Hill, 1970), 831。

[18]见Claire andrieu, l. le Van, and antoine prost, *Les Nationalisations de la Libération: De l'utopie au compromis* (paris: FNSp, 1987), 以及thomas piketty, *Les hauts revenus en France au 20esiècle* (paris: Grasset, 2001), 137–138。

[19]重读英国人对20世纪不同时点的国民资本的估计数据很有启发性，因为公共资产及债务和形态和规模有了根本的改变。尤其可以参考H. Campion, *Public and Private Property in Great Britain* (Oxford: Oxford University press, 1939), 以及J. Revell, *The Wealth of the Nation: The National Balance Sheet of the United Kingdom, 1957–1961* (Cambridge: Cambridge University press, 1967)。这个问题只是在吉芬的时代才凸显出来，因为私人资本明显超出了公共资本的数量。我们发现法国也有类似变化过程，如François Divisia, Jean Dupin, and René Roy and quite aptly entitled *A la recherche du franc perdu* (paris: Société d'édition de revues et de publications, 1954), 该书的第三篇名为《法国的财富》(La fortune de la France), 更新了克莱芒·科尔松 (Clément Colson) 关于“美好年代”的数据估计，这项研究颇为不易。

第四章

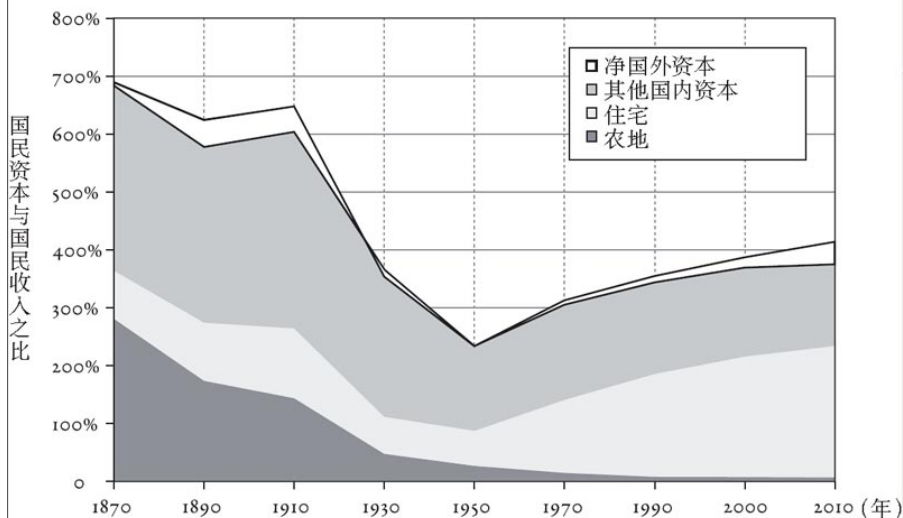
从旧欧洲到新大陆

在上一章，我考察了英法两国自18世纪以来的资本变迁。从中获得的各国经验，既具一致性，也有互补性。资本的性质彻底改头换面，但最终其总量与收入的相对关系却几乎没有改变。为了更好地理解其中涉及的不同历史进程和作用机制，我们接下来的分析必须扩展到其他国家。我们将审视德国的情形，并从中窥见欧洲的全景。此后的注意力将转向北美洲（美国和加拿大）。新大陆的资本在某些方面具有一些不同寻常的特定形式：首先因为那里的土地极其广袤，所以价值并不高；其次，因为有奴隶制的存在；最后由于该地区的人口持续增加，导致资本积累的数量在结构上（与年收入及产出之比）少于欧洲国家。上述分析促使我们思考一个问题：长期决定资本/收入比的根本因素是什么，这也是本书第五章的主题。我采用的方法是首先分析发达国家的情况，并在资料允许的范围内尽可能扩展至全球。

德国：莱茵资本主义与社会所有制

先来看德国的情形。英法的发展轨迹同德国之间的对比很有趣，特别是在混合所有制经济领域。上文已提到，混合所有制经济的重要性在“二战”之后得到强化。但不幸的是，由于德国较晚才实现统一，又历经多次领土变迁，其历史数据更为繁杂，没有很好的办法追溯至1870年之前的历史。尽管如此，我们能够得到的1870年后的估计数据还是很清楚地揭示了德国同英法两国的若干相似及差异之处。

最引人注意的是总体的发展轨迹是类似的：首先，从长期来看，农地资产让位于住宅和商业地产以及工业和金融资本；其次，资本/收入比自“二战”结束以后稳步提高，似乎已经回升到1914~1945年多次冲击之前的水平（见图4.1）。



德国在1910年的国民资本相当于6.5年的国民收入，其中国外投资相当于0.5年的国民收入。

图4.1 1870~2010年德国的资本状况

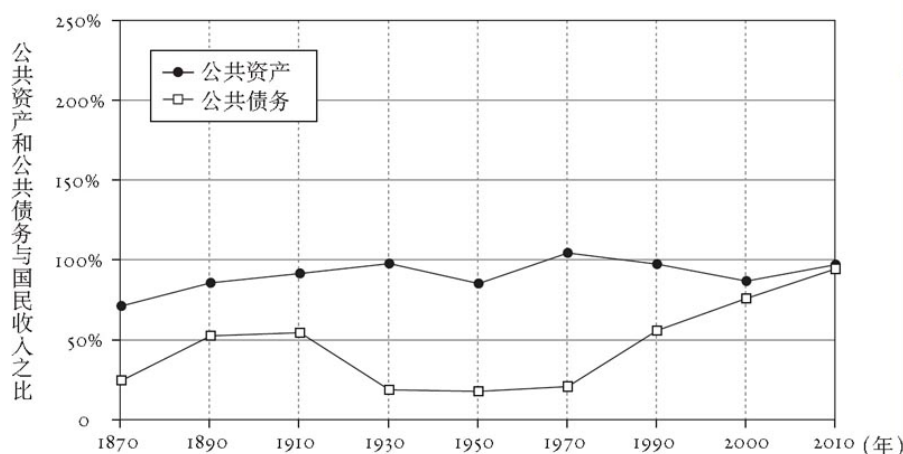
资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

我们可以看到，19世纪后期农地对德国的重要性更类似于法国的情形，而非英国——即使在莱茵河以东，农业也尚未消失。此外，德国工业资本的数量比英法两国都要多。相比之下，“一战”前夕德国拥有的国外资产仅为法国的一半（约为0.5年的国民收入，法国为1年的国民收入）、英国的1/4（其国外资产相当于2年的国民收入）。导致这一现象的主要原因当然在于德国没有建立殖民帝国，这也是当时极其严重的政治、军事冲突的根源。我们可以联想到1905年和1911年的摩洛哥危机，德国皇帝试图挑战法国在当地的统治。欧洲列强对殖民地资产的争夺加剧是当时国际局势恶化的重要原因，最终导致在1914年夏天世界大战爆发。列宁对此议题的论述收录在《帝国主义是资本主义的最高阶段》（1916年）一书中，我们不需要全文阅读也能得到上述结论。

同样可以看到，受益于贸易盈余，德国在刚过去的几十年中也积攒了相当多的国外资产。截至2010年德国的净国外资产已接近国民收入的50%，和1913年的水平相差无几，其中超过一半是自2000年之后积累下来的。同英法两国在19世纪末的国外资产规模相比，今天的德国并不算多，但两个昔日殖民帝国的国外资产目前已接近于零，和今天的德国有天壤之别。从图4.1与图3.1、图3.2的对比中，我们能一目了然地看到英国、法国和德国自19世纪以来发展轨迹的差别：在某种程度上，它们的相对位置出现了互换。考虑到德国的经常贸易盈余极其巨大，这种位

置上的分歧几乎是必然的结果。稍后我们会再回来讨论这个话题。

德国在公共债务以及公共资本和私人资本结构的演进轨迹方面与法国颇为相近。1930~1950年，德国的年均通货膨胀率接近17%，致使其价格水平上涨了约300倍（法国约为100倍），在20世纪利用通货膨胀来削减公共债务负担的国家之中，德国是做得最过分的一个。尽管在两次世界大战中陷入巨额赤字，公共债务负担在1918~1920年及1943~1944年分别超过国内生产总值的100%和150%，但利用通货膨胀，德国两次都迅速将债务压缩至很低的水平：1930年以及1950年，通货膨胀分别控制在国内生产总值的20%（见图4.2）。[1]不过，如此极端和剧烈的通货膨胀，也给德国的社会与经济造成了极大的动荡，尤其是20世纪20年代的恶性通胀，导致饱经沧桑的德国民众形成了强烈的反通货膨胀情绪。[2]由此也导致了今天看到的另一个自相矛盾的情形：曾经在20世纪最无以复加地利用通货膨胀来摆脱债务负担的德国，现在拒绝容忍每年的物价涨幅超过2%；而从来都老老实实还债的英国政府，即便是超过了合理的范畴，却显示出更灵活的态度，开明地允许其中央银行购买很大一部分公共债务，哪怕这会导致稍高的通货膨胀压力。



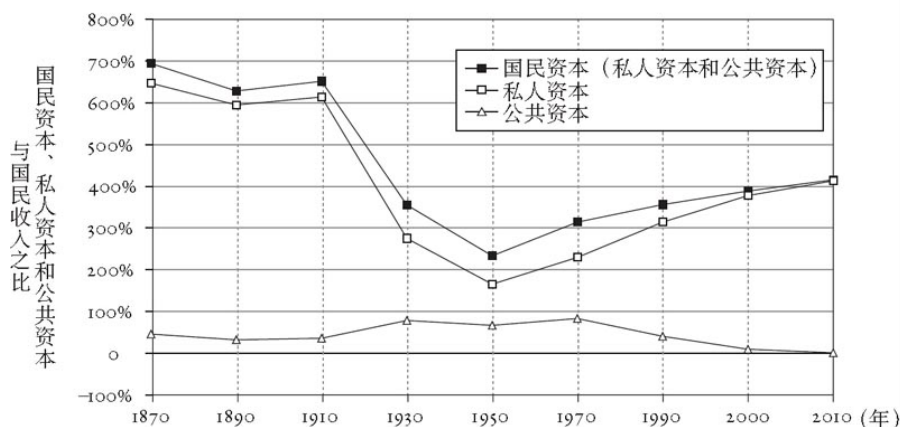
德国在2010年的公共债务大约相当于1年的国民收入，公共资产也大约相当于1年的国民收入。

图4.2 1870~2010年德国的公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

在公共资产的积累方面，德国的情形同样与法国很接近：政府在1950~1980年持有银行和工业部门的很大部分资产，尽管在

1980~2000年将其部分出售，但仍保留了相当数量。例如，下萨克森州今天拥有大众汽车这家在欧洲乃至全球知名的企业超过15%的股份（和20%的投票权，尽管遭到欧盟的反对，但上述权利均受法律保护）。[3]德国在1950~1980年的公共债务接近于零，净公共资本接近1年的国民收入，而私人资本总额只有2年的国民收入，这在当时处于很低水平（见图4.3）。同法国类似，在战后重建及创造经济奇迹的几十年里，德国政府拥有全部国民资本的25%~30%。同样，1970年后的经济增长减速与公共债务累积（在德国统一前很早就已开始，此后从未间断）导致净公共资本最近几十年出现了根本性的反转。德国的净公共资本到2010年已几乎消失殆尽，自1950年来稳步增长的私人资本已占据国民财富的绝大部分。

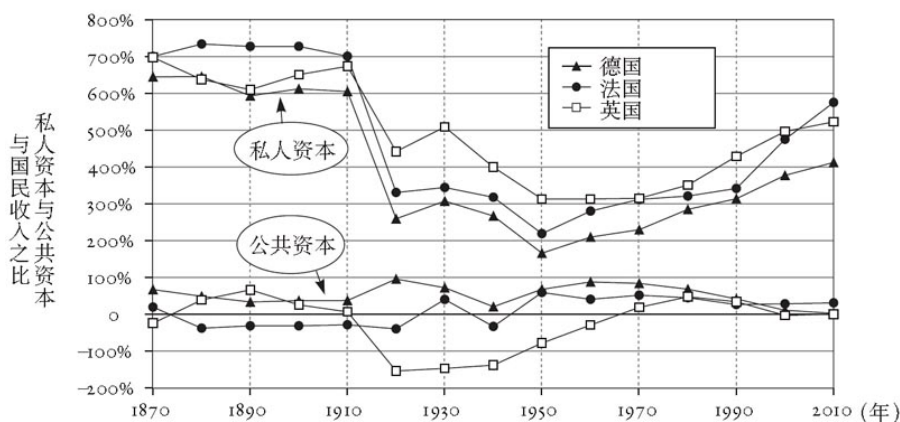


德国在1970年的私人资本略多于2年的国民收入，公共资本约等于1年的国民收入。

图4.3 1870~2010年德国的私人资本与公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

然而，德国私人财富的规模与英法两国相比也有着显著的不同。德国的私人财富自“二战”以后有巨大增长：1950年的水平极低，仅为1.5年的国民收入，而今天已超过4年的国民收入。上述三国私人财富的恢复情况可以很清楚地从图4.4中看到。不过，德国在2010年的私人财富水平依然明显低于英法两国：德国仅为4年的国民收入，而英法两国为5~6年的国民收入，意大利和西班牙都约为6年多的国民收入（本书第五章将有所介绍）。考虑到德国的高储蓄率，德国的私人财富水平仍低于其他欧洲国家似乎是个悖论，但这可能是个暂时现象，并可以由如下一些原因来解释。[4]



欧洲国民资本的长期变动基本上是由于私人资本的变动所致。

图4.4 1870~2010年欧洲的私人资本与公共资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

第一个要考虑的因素是，德国比其他欧洲国家的房地产价格低，原因在于其他国家的房地产价格自1990年后大幅上升，而德国在实现统一后，有大量低成本的住宅进入市场。不过要想解释上述不一致的长期性，我们还需要寻找更为长期的因素，例如德国更为严格的租金管制。

无论如何，德国与英法两国之间的差异大部分并不是因为存量住宅的价值不同，而是其他国内资本的价值差异，尤其是企业资本（见图4.1）。换言之，德国的私人资本水平较低并非因为房地产价值较低，而是由于德国企业的股票市值较低。如果在计算私人财富总额的时候，我们不是参考股票市值，而是采用账面价值（从企业的累计投资价值中减去债务之后的部分），那么上述的德国悖论就不复存在了：其私人财富数量将立刻提升到与英法两国相当的水平，从4年的国民收入增至5~6年的国民收入。这种复杂现象的出现看似是个纯粹的会计问题，其实有高度的政治背景的影响。

在这个阶段，我们有把握认为，德国企业的市值较低应该反映了所谓“莱茵资本主义”（Rhenish capitalism）或者说“利益相关者模式”（stakeholder model）的特点。具体来说，在这种经济模式里，企业不但归股东所有，而且还受其他“利益相关者”的控制，其中包括企业工人的代表（他们在德国企业的董事会有席位，虽然不见得是股东，但不仅能发挥建议作用，而且是决策的积极参与人），以及地方政府、消费者协会、环保组织等机构的代表。这里的关键并不是说此类分享式社

会所有制模式很完美，它也有其局限性，我们只是想指出此类模式至少能产生与盎格鲁 - 撒克逊式市场资本主义（anglo-Saxon market capitalism）或“股东模式”（shareholder model，虽然实际操作中往往较为复杂，但企业的所有决策权至少在理论上都归股东）同样的经营效率，尤其是，利益相关者模式虽然不可避免地会造成企业市场价值被低估，但其社会价值却未必。有关资本主义不同形态的讨论在20世纪90年代早期随着苏联解体而爆发，[5]其激烈程度后来有所降低，部分原因无疑是德国的经济模式在统一后的数年看似失去了活力，甚至在1998~2002年，德国经常被视为欧洲的“病人”。可是鉴于德国经济在上轮全球金融危机（2007~2012年）中表现得相对稳健，上述争论在数年内卷土重来也并非不可能。[6]

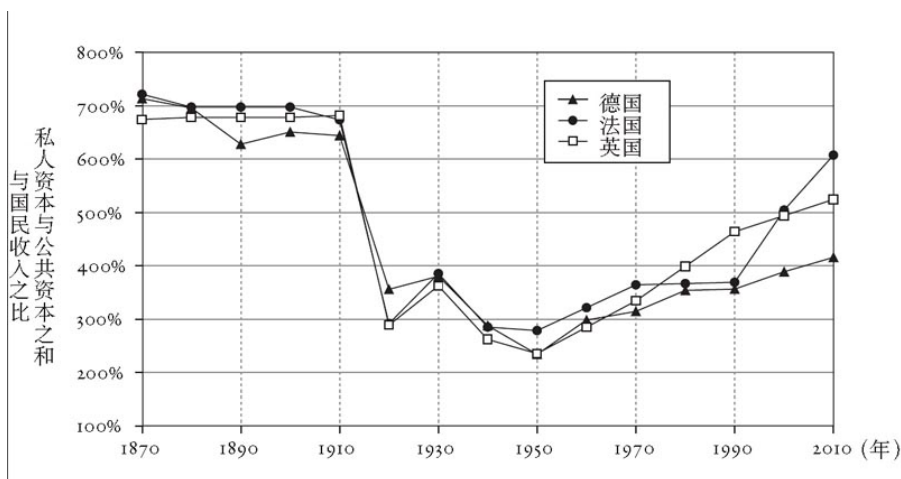
资本在20世纪遭受的打击

对长期资本/收入比的演进及私人资本和公共资本的关系有了初步了解后，我必须回到和大事年表有关的议题上来，尤其是应该弄清楚资本/收入比在20世纪先大幅下滑而后再显著回升的原因。

最值得注意的是，这个现象影响到了所有的欧洲国家。现有的各种资料都表明英国、法国及德国（这三个国家加起来在1910年和2010年都占西欧国家国内生产总值的2/3以上，超过整个欧洲国内生产总值的一半）发生的变化代表了整个欧洲大陆的趋势：虽然各国之间存在有趣的差异，但总体的趋势是相同的。特别是，意大利和西班牙的资本/收入比自1970年之后快速提升，比英法两国更快，现有的历史数据显示其资本总量在20世纪末期已相当于6~7年的国民收入。比利时、荷兰及奥地利等国的现有估计数据也表现出了相似的趋势。[7]

接下来，我们必须认识到，资本/收入比在1914~1945年的下跌只能很有限地归结为两次世界大战造成的物质资本的毁灭，包括建筑物、工厂和基础设施等。在英国、法国和德国，1913年国民资本约为6.5~7年的国民收入，到1950年下跌至大约2.5年，降幅超过4年的国民收入（见图4.4和图4.5）。这期间物质资本当然遭受了严重的破坏，尤其是在“一战”时期的法国（处于战争前线的东北部省份损失惨重）以及“二战”时期被1944~1945年的大规模轰炸打击的法国和德国（虽然作战时间短于“一战”，但破坏技术已更为强大）。总体来说，法国大约有价值

相当于1年国民收入的资本被摧毁，相当于资本/收入比降幅的1/5~1/4，德国被摧毁的资本约为国民收入的1.5倍，相当于整体降幅的1/3。尽管这些损失很惊人，却只占整体降幅的一小部分，而这两个国家是受战争打击最直接的。在英国，资本的物质毁灭程度要小得多，“一战”时期几乎没有损失，“二战”时期也只是由于德国的轰炸损失了不足国民收入10%的资本。可英国的国民资本的降幅却相当于国民收入的4倍（或者说是物质资本损失的40多倍），与法国和德国不相上下。



欧洲的国民资本（公共资本与私人资本之和）在1950年相当于2~3年的国民收入。

图4.5 1870~2010年欧洲的国民资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

实际上，两次世界大战带来的财政和政治冲击对资本的破坏力要远远超过战争本身。除物质上的毁灭外，资本/收入比在1913~1950年急剧下降的主要原因一方面是在外国的投资组合大幅减少，以及储蓄率降至极低水平（这两个因素加上物质破坏可以解释整个降幅的2/3~3/4），另一方面则是在战后实行混合经济与强化监管的政治背景下，资产价格走低（这个因素可以解释整个降幅的1/4~1/3）。

前文已经提到过国外资产损失的重要性，尤其是对英国而言，其净国外资本从“一战”前夕2年国民收入减少到20世纪50年代出现少量负资产。因此，英国在国际投资方面的损失比法国和德国受战争破坏的国内资本的程度还大得多，尽管英国本土遭受的战争破坏较少，其总体的资本损失依然巨大。

国外资本大幅减少，部分原因来自革命和殖民地独立运动的影响。例如，许多法国储蓄者认购了对俄国的贷款，而布尔什维克政权在1917年将债务废除。又如，埃及纳赛尔政府在1956年将苏伊士运河收归国有，给那些自1869年以来持有该运河股票并持续享受分红和各项权利的英法投资者带来沉重打击。不过，更为主要的原因却在于欧洲各国的储蓄率在1914~1945年降至极低水平，从而迫使英法两国（德国情况稍好一些）的储蓄者逐步出售其国外资产。由于缓慢的经济增长和接踵而至的经济衰退，1914~1945年这段时期对所有欧洲人来说都很黑暗，尤以富裕人群为甚，他们的收入与“一战”前的“美好年代”相比严重缩水。私人储蓄率因此变得很低（特别是扣除在战争中被破坏的资产的修复与重建费用后），有些人为了维持生活水平不得不逐步出售部分资产。还有，当20世纪30年代的“大萧条”爆发后，许多股票和债券持有人随着众多企业的破产而血本无归。

此外，有限的私人储蓄在很大程度上被巨大的公共财政赤字吞没，这在战争时期尤为普遍。1914~1945年，英国、法国和德国的国民储蓄（包括私人储蓄与公共储蓄之和）降到极低水平。储蓄者的钱大量贷给政府，某些时候还出售了外国资产，最后却被通货膨胀剥夺，上述过程在法国和德国很快完成，在英国则较为缓慢，给人的错觉是英国在1950年私人财富的境遇似乎比欧洲大陆国家好得多。但事实上，英吉利海峡两岸的国民财富受到了同样严重的冲击（见图4.4和图4.5）。某些时候，政府也直接从海外借钱，导致美国从“一战”前夕的债务国变成20世纪50年代的债权国。但总而言之，英法两国的国民财富受到的影响是一致的。[\[8\]](#)

最终，资本/收入比在1913~1950年的下降是欧洲走向自我毁灭的历史，特别是欧洲资本家的安乐死。

然而，如果我们没有认识到“二战”后的低资本/收入比在某些方面的积极意义——削减资产的市场价值及其所有者的经济实力一定程度上是有意识的政策选择（在一定程度上是蓄意并有效的）——那么对这段政治、军事和财政史的叙述将并不完整。具体来说，房地产价值和股票价值在20世纪50年代和60年代相对于商品和服务价格降至历史低点，也能在一定程度上解释资本/收入比走低。请记住，所有形式的资本都是以某个时点的市场价值来评估，这虽然可能带有某些武断的成分（因为市场总是处在风云变幻中），却是我们测算国民资本存量的唯一办法，否

则怎么可能把以公顷计算的农地、以平方米计算的房产和以个数计算的高炉加总起来呢？

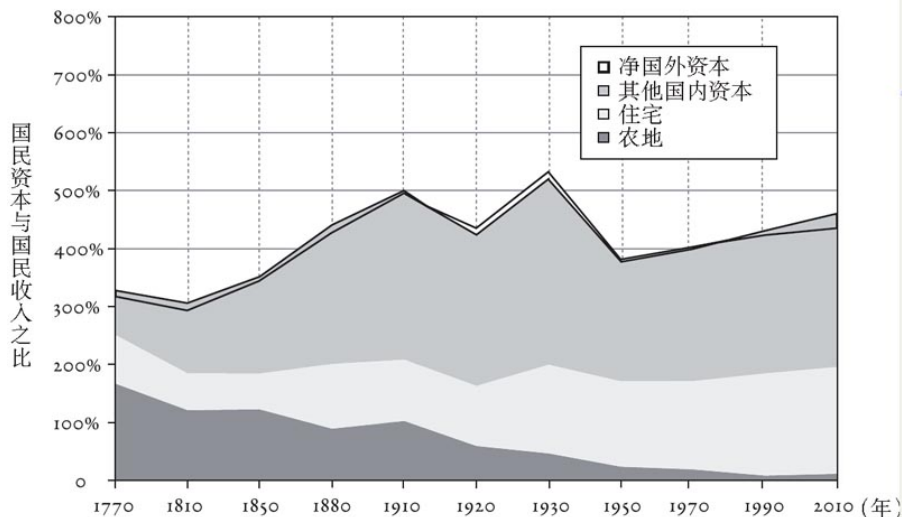
“二战”之后，住宅价格处于历史低谷，主要是由于租金管制政策，而这种政策在世界各国基本上是在通货膨胀较高的时期采用，例如20世纪20年代早期以及20世纪40年代。租金的涨幅小于其他商品和服务，住宅对租客来说变得便宜了，而房主从财产中的收益减少，因此房地产价格下跌。类似的是，企业的价值（也就是上市公司与合伙制企业股份的价值）在20世纪50~60年代也降至较低水平。股票市场的信心被“大萧条”以及战后的国有化运动严重动摇，而且各国还制定了关于金融监管及针对股利和利润征税的新政策，这些都导致股东的权利及其所持股份价值的缩水。

英国、法国和德国的详细数据表明，“二战”后房地产和股票价格的低迷是资本/收入比在1913~1950年下降的不可忽视的原因，但依然只能解释降幅的一小部分，在不同国家约为1/4~1/3。而总量方面的影响，包括国民储蓄率降低、外国资产流失以及战争破坏等，则可以解释降幅的2/3~3/4。^[9]本书下一章将会指出，与之类似的是，房地产和股票市场价格在20世纪70年代到80年代，尤其是在20世纪90年代到21世纪头10年的强劲反弹，是资本/收入比回升的重要原因，但依然不及总量效应（这次是由于增长率的结构性下降）的影响大。

美国的资本：比欧洲更为稳定

在详细考察20世纪下半叶资本/收入比的回升并分析其在21世纪的前景之前，让我们走出欧洲的框架，看看资本在美国的历史形态和相对水平。

有几个事实很清楚。首先，作为新大陆，资本在美国的重要性不及旧大陆（也就是欧洲国家）。具体来讲，根据我所收集和对比的当时若干估测数据，美国在取得独立前后（大约1770~1810年）的国民资本仅为3年的国民收入。农地的价值约为1~1.5年的国民收入（见图4.6）。尽管有不确定因素，但北美殖民地的资本/收入比显著低于英法两国是毫无疑问的，当时这两个国家的国民资本约为7年的国民收入，其中农地约为4年的国民收入（见图3.1和图3.2）。



美国在1770年的国民资本相当于3年的国民收入，其中为农地相当于1.5年的国民收入。

图4.6 1770~2010年美国的资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

关键的一点在于，与古老的欧洲相比，北美洲的人均土地面积显然要大得多。从数量上看，美国的人均资本数量要比欧洲高。其实，也正是因为土地如此之多，才导致其市场价值非常低，任何人都可以拥有很多土地，因此土地值不了太高的价钱。或者说，价格效应比与之作用相反的数量效应更强：当某种类型的资本的数量超过了某个临界值后，其价格不可避免地跌至极低的水平，致使上述资本的价格与数量之乘积（即资本的总价值）反而低于资本数量较低时的总价值。

新大陆与欧洲在18世纪末到19世纪初土地价格的巨大差距，从现存的所有关于土地买卖和继承的资料中（例如遗嘱和证明）都可以得到证实。

此外，其他类型的资本（如住宅和其他国内资本）在殖民地时期及美利坚合众国早期的相对重要性也不及欧洲国家。这背后的原因虽然有所不同，但并不令人感到意外。美国的人口中有很大一部分是移民，他们跨越大西洋时并没有随身带来自己的房屋、工具或机械等资产，所以还需要很长时间才能积累起相当于数年国民收入的房地产和产业资本。

毫无疑问，与欧洲相比，美国的低资本/收入比同时反映着社会不平等状况的根本差异。美国的财富总量仅相当于3年的国民收入，而欧

洲国家则超过7年的国民收入，非常直观地显示出地主和累积财富的影响力在新大陆较为孱弱。通过几年的努力，新来的移民就可以缩小同更为富裕的先来者之间的差距，至少，缩小财富差距的速度可能比欧洲快得多。

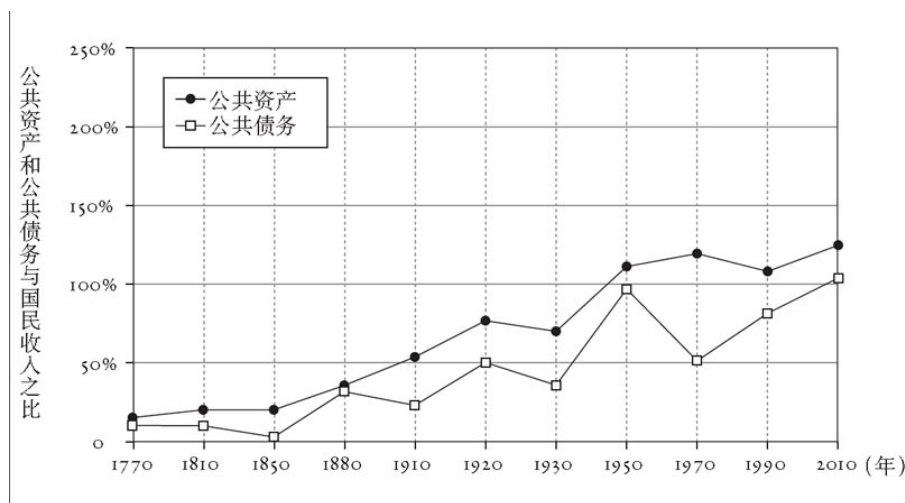
托克维尔在1840年很准确地指出：“（美国）巨富的人数较少，资本仍然较为稀缺。”他认为这是民主精神在那里盛行的一个重要原因。他还补充说，其观察表明这些都是农地价格低廉带来的结果：“美国的土地并不值钱，任何人都能轻易成为地主。”^[10]从这里我们可以看到，杰斐逊所推崇的自由平等的理想小农社会成为了现实。

上述情景将在19世纪发生改变。同欧洲一样，农业在产值中的份额持续下降，农地的价值也在下跌。但是美国同时积累了大量的房地产和工业资本，使其国民资本到1910年已接近5年的国民收入，而1810年还只相当于3年的国民收入。尽管与旧时欧洲的差距依旧存在，但相差幅度已经在一个世纪中缩小了一半（见图4.6）。美国变得更加资本主义，不过财富的影响力依然不如“美好年代”的欧洲，至少对美国全境来说是如此。假如把关注点局限于美国东海岸，则与欧洲的差距会更小。在电影《泰坦尼克号》中，导演詹姆斯·卡梅隆描述了1912年时的社会阶层结构，把富裕的美国人表现得与欧洲富人一样自大和傲慢，例如，令人讨厌的霍克利想带年轻的罗丝到费城去结婚，结果罗丝拒绝被当成资产，最终成为罗丝·道森。于1880~1910年流行于波士顿和纽约的亨利·詹姆斯的小说也显示出房地产、工业资本和金融资本在社会群体中的重要性，与欧洲小说不相上下。这些都表明，独立战争时期那片还缺乏资本的美国土地已经被时间改变。

20世纪的冲击对美国的影响远逊于欧洲国家，因此其资本/收入比也显得稳定得多，在1910~2010年，大致为4~5年国民收入（见图4.6），而欧洲国家则从超过7年的国民收入下跌至不足3年的国民收入，然后又反弹到5~6年的国民收入（见图3.1和图3.2）。

的确，美国的财富也受到了1914~1945年危机的冲击。其公共债务由于战争开支（尤其是在“二战”期间）迅速增长，在经济动荡时期影响到了国民储蓄率：20世纪20年代的狂热紧接着30年代的“大萧条”。甚至卡梅隆也在《泰坦尼克号》片尾告诉我们，可恶的霍克利在1929年10月死于自杀。此外，在富兰克林·罗斯福时期，美国与欧洲国家一样采取了旨在削弱私人资本影响力的政策，如租金管制。在“二战”后，房地产与

股票价格也跌至历史低谷。在累进税制方面，美国比欧洲走得更远——或许也表明其目标主要是缩小收入差距，而非根除私有制。美国没有开展宏大的国有化运动，但在20世纪30~40年代进行了大规模的公共投资，特别是对基础设施的投资。通货膨胀与经济增长最终在20世纪50~60年代使公共债务降至较低水平，美国由此在1970年积累了一定的净公共财富（见图4.7）。最后，美国的私人财富则从1930年约为5年的国民收入减少到1970年的不足3.5年的国民收入，降幅不容忽视（见图4.8）。



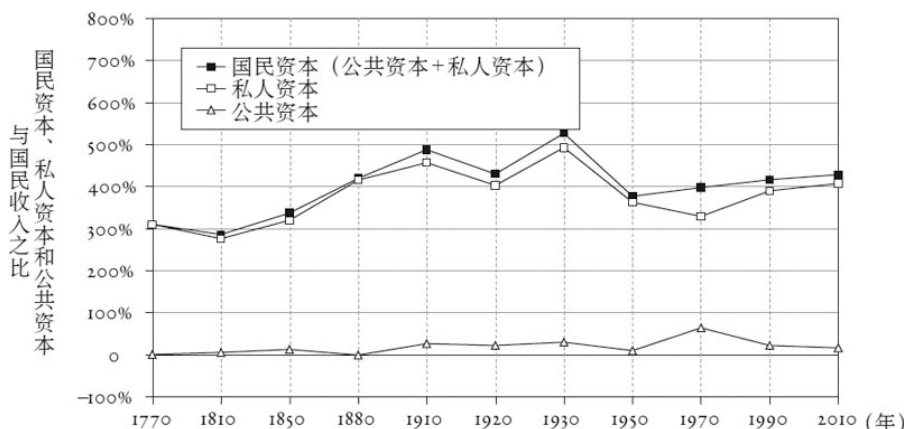
美国在1950年的公共债务相当于1年的国民收入，与公共资本大致相等。

图4.7 1770~2010年美国的公共资本状况

资料来源：见piketty.pse.ens.fr/capital21c

但无论如何，20世纪资本/收入比的U形曲线在美国的振幅比欧洲小。以国民收入或产出的倍数计算，美国的资本总量从20世纪初期之后似乎保持了真正的稳定，以至于在美国的（例如保罗·萨缪尔森的）教科书里，稳定的资本/收入比或资本/产出比有时甚至被视为普遍规律。相反，欧洲与资本（尤其是私人资本）的联系在刚过去的20世纪却是出名的混乱。在“美好年代”，资本称王。在“二战”后的岁月，许多人认为资本主义已几乎被摧毁。到21世纪初期，欧洲又似乎回到新的承袭制资本主义的先锋位置，私人财富水平再次超过美国。这完全可以由欧洲相对于美国较低的经济增长率以及更为突出的低人口增长率来解释，它们会很自然地导致过去积累的财富影响力的增加，本书第五章将对此进行更多阐述。总而言之，关键的事实在于美国在20世纪的资本/收入比相对于欧洲国家稳定得多，这或许是美国人比欧洲人对于资本主义更亲近的

原因。



美国在2010年的私人资本超过4年的国民收入，公共资本仅相当于国民收入的20%。

图4.8 1770~2010年美国的私人资本与公共资本状况

资料来源：见piketty.pse.ens.fr/capital21c

新大陆与国外资本

资本在美国和欧洲历史中的另一个重要区别在于，国外资本在美国从来都没有扮演过相对重要的角色。这是因为作为第一个取得独立的前殖民地，美国自身从来没有成为一个殖民大国。

在整个19世纪，美国的净国外资本头寸略有赤字，美国人在世界其他地区拥有的资产少于外国人（主要是英国人）在美国拥有的资产。当然这个缺口很小，最多占美国国民收入的10%~20%，在1770~1920年间通常低于10%。

例如在“一战”前夕，美国的国内资本（包括农地、住宅和其他国内资本）相当于国民收入的5倍。其中，外国投资者拥有的资产（扣除美国投资者持有的国外资产后）仅相当于国民收入的10%。因此，美国的国民资本（或净国民财富）相当于其国民收入的490%。换句话说，美国国民资本的98%由本国人持有，2%由外国人持有。国外资产净头寸大致平衡，尤其是相对于欧洲人持有的巨额国外资产而言，例如，法国和英国当时持有的国外资产相当于其1~2年的国民收入，德国也达到了50%。由于美国在1913年的国内生产总值仅为西欧国家国内生产总值的一半略多，这就意味着欧洲人在1913年持有的国外资产中只有一小部分

(不超过5%)在美国。总之,1913年的世界局势大致是欧洲人持有非洲、亚洲和拉丁美洲的大部分资产,而美国的资产归本国所有。

在两次世界大战之后,美国的净国外资产状况发生了逆转:在1913年是负值,到20世纪20年代变为略有盈余,此后一直持续到20世纪70~80年代。美国为交战国提供资金,从欧洲国家的债务人变成了其债权人。但需要强调的是,美国的净国外资产始终处于较低的水平,仅为国民收入的10%(见图4.6)。

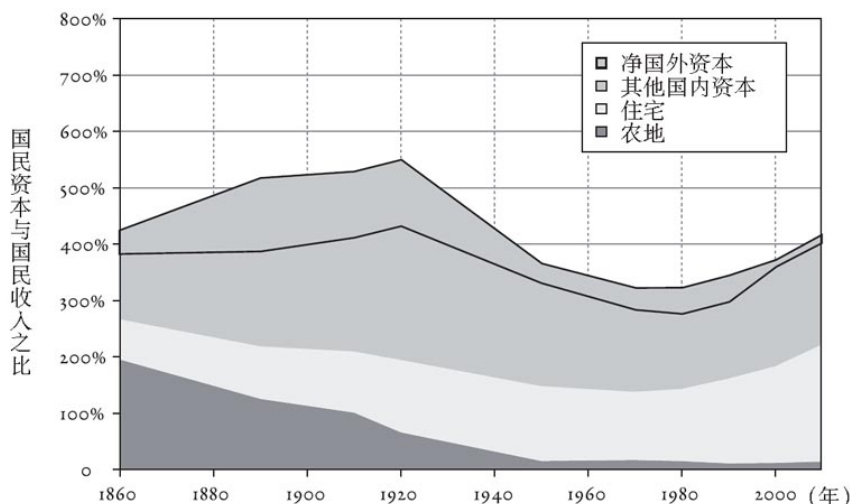
特别是在20世纪50~60年代,美国持有的净国外资本还相当少,只相当于国民收入的5%,而国内资本则接近400%,是净国外资本的80多倍。美国的跨国公司在欧洲和世界其他地区的投资达到了当时看来很高的水平,尤其是在欧洲国家,习惯了掌控世界的欧洲人很恼火地发现,自己国家的重建还要部分依靠山姆大叔和马歇尔计划的支持。事实上,尽管欧洲国家遭受重创,但美国在欧洲的投资与数十年前殖民帝国在全球拥有的资产相比仍然微不足道。另外,美国对欧洲以及其他地区的投资被外国(主要是英国)对美国持续而强劲的投资抵消。在描述20世纪60年代的电视剧《广告狂人》中,纽约的广告商斯特林·库珀公司被声誉卓著的英国股东买下,这当然给麦迪逊大道广告业的小圈子带来了文化冲击,外国人到那里当老板从来就不是件轻松的事。

美国的净国外资本头寸在20世纪80年代转为略有赤字,在1990~2000年赤字继续增加,这是贸易赤字不断累积的结果。然而,美国对外投资的回报要远高于它所支付的外债本息——这是美元的国际信用带来的特权。海外投资的高回报阻止了美国净国外资本头寸的恶化,从1990年约为国民收入的10%仅增长到21世纪头几年的略高于20%。总体来说,目前的状态与“一战”前夕非常类似。美国的国内资本约为4.5年的国民收入,其中外国投资者持有的资产(减去美国投资者持有的国外资产)相当于国民收入的20%,因此美国的净国民财富大约相当于国民收入的430%。也可以说,美国超过95%的资产由本国持有,由外国人掌控的不足5%。

总而言之,美国的净国外资产头寸有时略微为负,有时略微为正,可是与美国国民拥有的资本总量相比,始终处于不那么重要的位置,其比重从未超过5%,大多数情况下不足2%。

加拿大：长期由王室拥有

有意思的是，我们看到资本在加拿大有着非常不同的发展轨迹，在19世纪后期到20世纪早期有相当一部分本国资本是被外国投资人（主要是英国人）持有，特别是集中在自然资源部门，如铜矿、锌矿、铝矿以及油气资源等。到1910年，加拿大的本国资本大约相当于5.3年的国民收入，其中，由外国投资者持有的资产（减去加拿大投资者持有的国外资产后）约为1.2年的国民收入，占总数的1/5~1/4，该国的净国民财富则相当于约4.1年的国民收入（见图4.9）。[11]



加拿大的很大一部分国内资本一直由其他国家的人持有，因此其国民资本始终少于国内资本。

图4.9 1860~2010年加拿大的资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

由于欧洲国家被迫出售大量国外资产，两次世界大战改变了这一情形。但上述过程需要时间，1950~1990年，加拿大的净外国债务依然相当于国内资本的10%左右。公共债务在这段时期内一直增加，直到1990年后才有所削减。[12]今天加拿大的情形与美国非常相似，国内资本相当于国民收入的4.1倍左右，其中外国投资者拥有的资产（减去加拿大投资者拥有的国外资产）不到国民收入的10%。可以说，加拿大有超过98%是归加拿大人所有，外国人拥有的部分不足2%。（当然，以这种视角来考量净国外资本会掩饰国家之间的财富所有权交叉程度，下一章将对此进行更深入的分析。）

美国和加拿大的对比很有趣，因为我们很难找到纯粹的经济因素来解释这两个北美洲国家的发展轨迹为什么差异那么大。政治因素显然扮演了核心角色。虽然美国对外投资的态度历来很开放，但也很难想象19世纪的美国人会容忍1/4的国民资产被之前的殖民者持有。[\[13\]](#)这种担忧对加拿大而言却并不严重，因为它依然是英国的殖民地，很大一部分加拿大资产由英国人持有，跟苏格兰或苏塞克斯的许多土地和工厂由伦敦人持有其实没有多大区别。类似的是，加拿大的净国外资产头寸在那么长时间里处于负值，与没有发生过政治突变有关，加拿大以渐进的方式逐步从英国的统治下取得独立，但国家元首依然是英国国王。而世界其他国家在取得独立时经常伴随而来的财产剥夺，尤其是自然资源所有权的转移，并没有在加拿大出现过。

新大陆与旧世界：奴隶制的重要性

在对欧洲和美国的资本形态变迁历程进行总结之前，我还必须对奴隶制以及奴隶在美国财富积累中的作用进行一番考察。

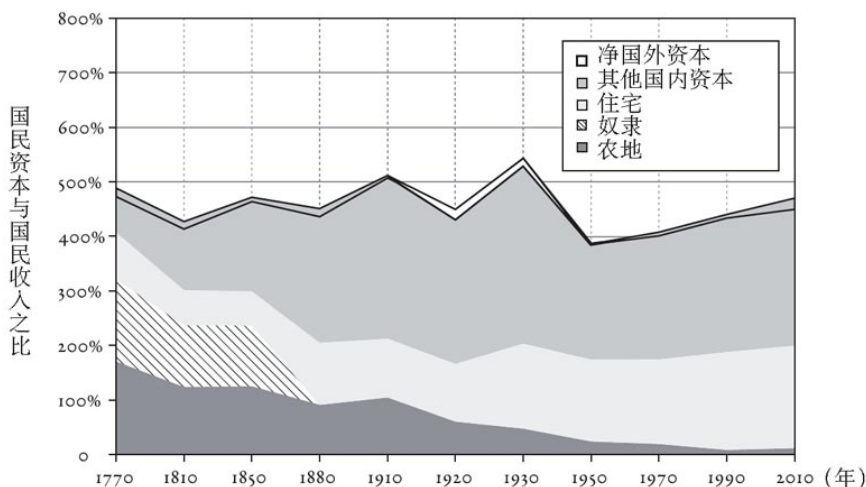
托马斯·杰斐逊所拥有的财富不只是土地，他还拥有600多名奴隶，大部分继承自其父亲和岳父。他对于奴隶制的政治态度一直都含糊不清。杰斐逊所推崇的享有平等权利的小农场主理想共和国并不包括有色人种。他的故乡弗吉尼亚的经济在很大程度上依靠强迫这些人劳动。在1801年由于南方各州的选民拥戴而成为美国总统后，他却签署法律，禁止在1808年后向美国输入新的奴隶。但这并未阻止奴隶人数的迅速增长（依靠人口的自然增殖比购买新的奴隶其实还更廉价），从1770年的约40万人到1800年人口普查时增长至约100万人。1860年人口普查时奴隶人数又增长至1800年的4倍以上，超过400万，或者说，在不到一个世纪的时间里奴隶人数增加了10倍。当南北战争在1861年爆发时，奴隶经济仍在快速增长，直至1865年废除奴隶制。

1800年，美国近500万总人口中约有20%是奴隶，约100万人。几乎所有奴隶都集中在南方各州[\[14\]](#)，所占的人口比例达到40%。南方的总人口约为250万，其中白人约为150万，奴隶为100万。并非所有白人都是奴隶主，只有极少数人拥有的奴隶人数像杰斐逊的那样多，奴隶社会是财富集中度最高的社会之一。

到1860年，由于北部和西部各州人口的快速增长，奴隶在美国全部人口中的比重已降至约15%，在3 000万总人口中约有400万奴隶。不过南方各州的奴隶人口比重依旧维持在40%，总人口为1 000万，其中奴隶和白人的数量分别为400万和600万。

我们可以从各种历史资料中了解到1770~1865年美国的奴隶价格，其中包括艾丽丝·汉森·琼斯收集的遗嘱记录，雷蒙德·戈德史密斯采用的税收和人口统计数据，以及主要由罗布特·福格尔收集的奴隶市场交易数据等。通过对各种资料的对比，可以发现它们的一致程度很高，我将估算结果编辑在图4.10和图4.11中。

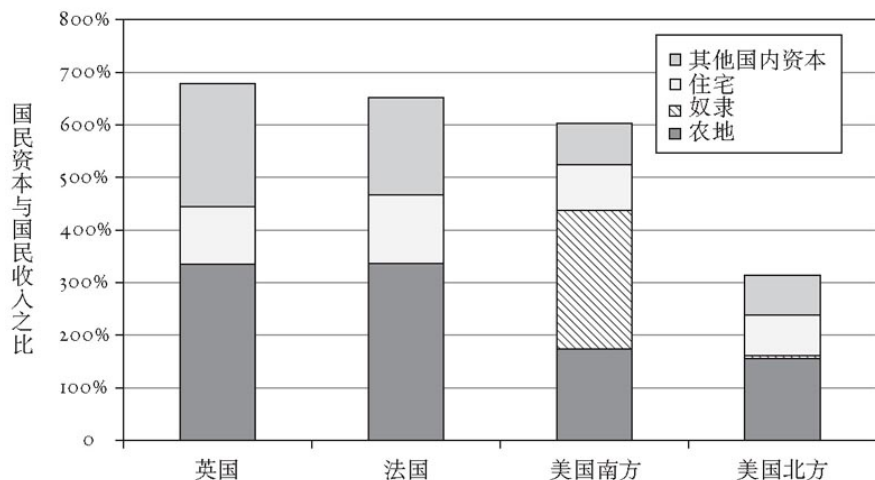
我们的一个发现是，奴隶的总市场价值在18世纪后期和19世纪上半叶相当于美国1.5年的国民收入，几乎与农地的总价值相同。如果把奴隶也纳入其他类型的财富之中，我们会看到，美国的财富总量从殖民地时期至今一直维持在相对稳定的水平，约为4.5年的国民收入（见图4.10）。用这种方式把奴隶的价值加入资本总量当中，显然会遇到多方的质疑。把某些人当成财产，而非拥有权利（特别是财产权利）的个人，自然带有当时那个时代的烙印。[\[15\]](#)但这样的分析毕竟能让我们了解奴隶资产对于奴隶主的重要性。



美国在1770年左右的奴隶市场价值约为1.5年的国民收入，与土地价值相当。

图4.10美国的资本与奴隶

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



在1770~1810年前后美国南方拥有的土地和奴隶的总价值超过4年的国民收入。

图4.11 1770~1810年世界和新大陆的资本状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

当把美国的南方和北方各州分开，将两个地区在1770~1810年的资本结构（包括奴隶在内）同英法两国的同一时期进行对比将更加清晰（见图4.11）。在美国南方，奴隶的总价值约为2.5~3年的国民收入，因此农地加上奴隶的总价值超过4年的国民收入。总体而言，美国南方的奴隶主拥有的财富超过了旧欧洲的地主，他们的土地并不十分值钱，但由于他们很明智地不仅拥有土地，还控制了土地所需要的劳动力，因此总资本价值更高。

如果把奴隶的市场价值加入其他所有类型的资本，则南方各州的资本价值总量将超过6年的国民收入，同英法两国资本总量的相对规模接近。相反，在几乎没有奴隶的北方各州，总财富水平要低得多，仅为北方各州3年的国民收入，相当于南方各州或欧洲的一半。

显然，南北战争前，美国远不是上文讨论的缺乏资本的国家。新大陆实际上包含两个截然不同的区域，在北方是相对平均化的社会，资本确实不占优势，土地极其丰富，任何人都可以比较容易地当上地主，同时新来的移民还需要时间积累财富。但南方却是个采取了最极端和暴力形式的所有权高度不平等的社会，一半人是另一半人的财产，奴隶资本在很大程度上代替和压倒了土地资本。

社会不平等领域的这种复杂和矛盾的关系，直到今天对美国依然有

影响：一方面，这是个信奉平等的国家，是千百万出身低微的移民的希望之地；另一方面，它又是个极端野蛮的不平等的国家，尤其是涉及种族时，其影响仍随处可见。美国南方的黑人直到20世纪60年代仍没有公民权，并受到法定的歧视制度约束，在某些方面与20世纪80年代之前南非维持的种族隔离制度有很多共同点。这些背景无疑是美国福利制度在各个方面的发展（或者说欠发达）现状的根源。

奴隶资本与人力资本

我并没有尝试估算其他奴隶社会中奴隶资本的价值。在大英帝国所辖范围内，奴隶制于1833~1838年废除。在法兰西帝国，则是分两个阶段废除，最早是在1792年废除，拿破仑又于1803年恢复，后来在1848年被彻底废除。在上述两个帝国，18世纪到19世纪早期都有一部分外国资本投入西印度群岛的种植园（让我们联想到《曼斯菲尔德庄园》里的托马斯爵士）或者印度洋群岛上的奴隶制庄园（如波旁岛和法兰西岛，在法国大革命后成为法属留尼汪岛和毛里求斯）。这些种植园的资产中有一部分是奴隶，但我没有将其单独计算。鉴于英法两国在19世纪初期的国外总资产并未超过其国民收入的10%，奴隶在总财富中所占的比重显然要比美国小得多。[\[16\]](#)

相比之下，在奴隶人口比重较大的一些社会中，其市场价值可以很容易达到很高的水平，甚至可能超过美国在1770~1810年的情况，更高于其他各种财富形式的总和。假设有这样一种极端情况，极少数人拥有其他所有人口。为讨论方便，我们假设来自劳动的收入（指奴隶的劳动给奴隶主带来的收入）占国民收入的60%，来自资本的收入（指土地收入或其他资本产生的租金、利润等）占国民收入的40%，所有非人力资本的收益率为每年5%。

那么根据定义，国民资本（不包括奴隶）的总价值等于8年的国民收入。这是本书第一章介绍的资本主义第一基本定律（ $\beta = a/r$ ）。

在一个奴隶社会里，我们可以认为上述定律同样适用于奴隶资本：如果奴隶的产值相当于国民收入的60%，所有资本形式的收益率为每年5%，则全部奴隶的市场价值相当于12年的国民收入，或者说相当于非人力资本的1.5倍，因为奴隶的产值也相当于非人力资本的1.5倍。如果

将奴隶的价值纳入资本总量，其结果自然是20年的国民收入，因为每年的收入或产值都是按照5%的收益率进行资本化测算的。

就美国在1770~1810年的情况而言，奴隶资本的价值相当于1.5年的国民收入（而非上面例子中的12年），部分原因在于奴隶在总人口中的比重仅为20%（而非上文假设的100%），还有部分原因在于奴隶的平均生产率略低于自由劳动力的平均生产率，奴隶资本的收益率普遍接近7%~8%甚至更高，而非5%，导致其资本化程度较低。实际上，在南北战争前的美国，奴隶的市场价格通常等于自由劳动者年工资的10~12倍，而不是5%的收益率和生产率所对应的20倍。在1860年，黄金工作年龄段的男性奴隶的平均价格约为2 000美元，而自由农场工人的年平均工资约为200美元。^[17]但需要注意的是，一个奴隶的价格根据不同的特征和奴隶主的评价有很大差异，例如在昆汀·塔伦蒂诺的电影《被解救的姜戈》中所描绘的，富有的种植园主对漂亮的布隆希达报出的卖价只有700美元，而对他的最能打仗的奴隶却要价12 000美元。

归根到底，这种计算很明显只有在奴隶社会才有意义，人力资本在市场上出售是永久性的和不可反悔的。某些经济学家，包括世界银行近期的“国家财富”（wealth of nations）系列报告的作者在内，曾利用劳动收入资本化的办法来计算“人力资本”的总价值，年收益率采取的是较为主观的标准（4%~5%）。这些报告得出的令人吃惊的结论是，人力资本已经是21世纪多姿多彩世界中的主要资本形式。在现实中这个结论也是显而易见的，而且可能在18世纪同样成立。因为无论何时总有超过一半的国民收入是归劳动者得到，而我们在对劳动收入进行资本化计算时采取的是与资本收益相同或接近的收益率，因此从定义中就能知道，人力资本的价值肯定高于其他资本形式之和。对此根本没有必要惊讶，甚至也无须借助资本化的理论假设来得到这个结论，光比较一下流量就很清楚了。^[18]然而，测算人力资本存量的货币价值，只有在你可以完全占有其他人的社会中才真正有意义，而那那样的社会显然已经一去不复返了。

^[1]为集中展示长期的发展趋势，本章只显示了每10年的平均数据，因此忽略了只持续少数几年的极端情况。完整的年度序列数据可见在线技术附录。

^[2]1913~1950年均值为17%的通货膨胀率省略了1923年，那一年出现了1亿倍的恶性通货膨胀。

^[3]通用汽车、丰田和雷诺 - 日产公司在2011年的销量接近，均为800万辆左右。法国政府目前依然持有雷诺公司15%的股份，该公司在欧洲是仅次于大众和标致的第三大汽车生产商。

[4]即使现有的资料有限，各种统计偏差仍然可以部分解释这个差距。见在线技术附录。

[5]例如，可见Michel albert, *Capitalisme contre capitalisme* (paris: le Seuil,1991)。

[6]例如，可见Guillaume Duval, *Made in Germany* (paris: le Seuil,2013)。

[7]见在线技术附录。

[8]与李嘉图时代的区别在于，1800~1810年富裕英国人足以在不影响国民资本的前提下通过提供额外增加的私人储蓄来消化公共财政赤字。相反，1914~1945年欧洲国家赤字的背景是私人财富和私人储蓄已经遭受了多次负面冲击，因此公共债务负担加剧了国民资本减少。

[9]见在线技术附录。

[10]见alexis de toqcqueville, *Democracy in America*, trans. arthur Goldhammer (New York: library of america,2004),ii.2.19,p. 646,and ii.3.6,p. 679。

[11]在图3.1、图3.2、图4.1、图4.6和图4.9中，相对于世界其他地区持有的正头寸（拥有净国外资本的时期）不带阴影，持有的负头寸（拥有净外国债务的时期）用阴影标示。用以绘制这些图的完整数据序列可见在线技术附录。

[12]见在线补充图S4.1~S4.2。

[13]关于欧洲在19世纪对美国的投资引起的反应，可见Mira Wilkins, *The History of Foreign Investment in the United States to 1914* (Cambridge, Ma: Harvard University press,1989),chap. 16。

[14]北方各州仅拥有几万名奴隶。见在线技术附录。

[15]如果把每个人都视为单独的个体，那么奴隶制（可以被视为个人之间的极端的债务关系形式）并不会增加国民财富，这和其他任何私人债务或公共债务一样，债务对某些人是负债，对其他人又是资产，从全球层面来看会相互抵消。

[16]法国殖民地在1848年解放的奴隶人数估计为25万，不足美国奴隶人数的10%。不过与美国一样，在形式上的解放之后，某些形式的法律不平等依然延续了很久。例如，在1848年后的留尼汪，以前的奴隶可能被当成流民而遭抓捕和关押，除非他们能获得种植园工人的劳动合同。在以前的法律制度下，逃亡的奴隶会被追捕并交还主人。相比之下情况已经有所改变，但这只是政策的调整，而谈不上和过去的制度完全决裂。

[17]见在线技术附录。

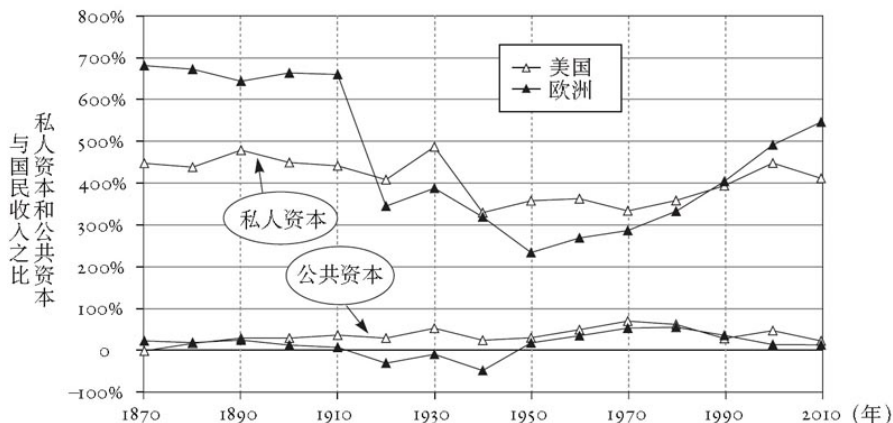
[18]例如，假设国民收入中有70%来自劳动，30%来自资本，若以5%的比例进行资本化，则人力资本存量等于14年的国民收入，非人力资本存量等于6年的国民收入，二者之和等于20年的国民收入。假设国民收入按60%与40%在劳动和资本间分配——这与我们在18世纪看到的情形（至少在欧洲）更为接近——那么人力资本和非人力资本将分别相当于12年和8年的国民收入，总和依然等于20年。

第五章

资本/收入比的长期变化趋势

在上一章里，我分析了欧洲和北美洲自18世纪以来的资本变迁。从长期来看，资本的性质有了彻底改变，农地形式的资产逐步被工业资本和金融资本以及城市房地产资本所取代。然而最惊人的是，尽管有这些变化，资本存量的总价值（以相当于几年的国民收入来衡量，反映资本在经济和社会中的重要性的指标）似乎在很长时期里变化并不很大。在英国和法国这两个历史数据最为完整的国家，如今的国民资本相当于5~6年的国民收入，仅比18~19世纪乃至“一战”前夕所观察到的水平（约为6~7年的国民收入）略低。此外，由于自20世纪50年代以来资本/收入比持续强劲走高，我们自然想知道：这种趋势是否会在今后数十年内持续？资本/收入比在21世纪末之前能否恢复甚至超过先前的高水平？

第二个明显的事实是欧洲与美国的对比。众所周知，1914~1945年欧洲遭受的冲击比美国要严重得多，因此欧洲在20世纪20~80年代的资本/收入比也更低。但如果撇开这段较长的战争及其后果，会发现欧洲的资本/收入比始终处在较高的水平。在19世纪和20世纪早期，事实确实如此，当时欧洲的资本存量为6~7年的国民收入，而美国是4~5年的国民收入；在20世纪后期到21世纪早期亦是如此，欧洲的私人财富水平在20世纪90年代早期再次超越美国，如今的资本/收入比已接近600%，而美国仅略高于400%^[1]（见图5.1和图5.2）。



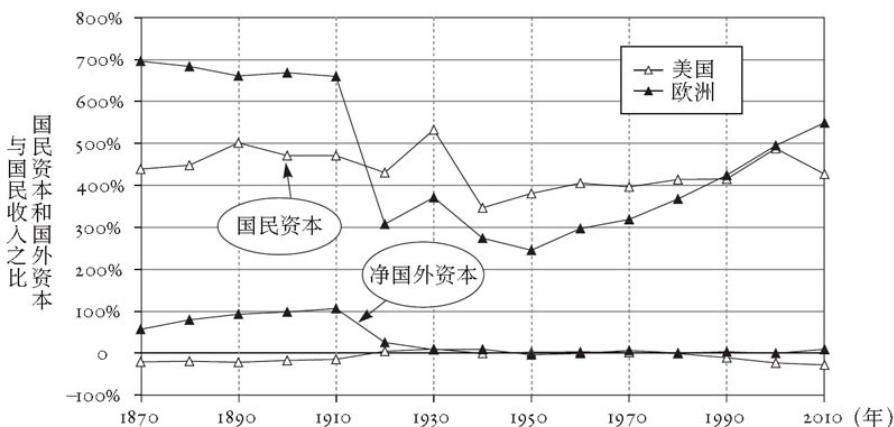
无论对于欧洲还是美国，国民资本在长期的变动主要对应着私人资本的变动。

图5.1 1870~2010年欧洲与美国的私人资本和公共资本

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

以上现象有待解释。为什么欧洲的资本/收入比回到了历史高点？为什么欧洲的该比率结构性地高于美国的水平？是哪些神秘力量导致一个社会的资本/收入比应该是600%~700%，而非300%~400%？资本/收入比是否存在均衡水平，均衡水平又是如何决定的？这会对资本收益率产生何种影响？资本/收入比同资本和劳动在国民收入中所占的比重之间有怎样的关系？为解答这些问题，我首先要介绍一条动态资本定律，通过该定律把一个经济体中的资本/收入比同储蓄率及增长率联系起来。

资本主义第二基本定律： $\beta = s/g$



在1910年，欧洲的国民资本（包括公共资本和私人资本）相当于6.5年的国民收入，美国的国民资本相当于4.5年的国民收入。

图5.2 1870~2010年欧洲与美国的国民资本

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

从长期来看，资本/收入比 β 与储蓄率 s 及增长率 g 有着如下公式所描述的简单明了的关系：

$$\beta = s/g$$

例如，假设储蓄率 $s = 12\%$ ，增长率 $g = 2\%$ ，那么资本/收入比 $\beta = s/g = 600\%$ 。 [2]

或者说，假设一个国家每年将12%的国民收入用于储蓄，而国民收入的年增长率等于2%，那么其长期的资本/收入比将等于600%。这个国家积累的资本将相当于6年的国民收入。

资本主义第二基本定律（以下简称“第二定律”）的公式反映了一个浅显但重要的事实：储蓄较多而增长缓慢的国家将在长期中积累起更大数量的资本（相对于收入而言），而巨额资本反过来会对社会结构和财富分配产生重大影响。

换言之，在增长接近停滞的社会里，过去积累的财富将不可避免地获得超出与其实际重要性相匹配的地位。

资本/收入比在21世纪回到结构性的高水平，接近18和19世纪观察到的数值，因此这可以归结为经济增长重新回归缓慢状态。增长（特别是人口增长）放缓是资本的势力卷土重来的根源。

这里的基本观点是，长期来看增长率的较小变动可能会给资本/收入比带来极其深远的影响。

例如，假设储蓄率为12%，如果增长率从每年2%降至1.5%，则长期的资本/收入比将从600%提高至800%（ $\beta = s/g$ ）。假如增长率降至1%，则资本/收入比将达到1 200%，是增长率为2%的社会的2倍。从一个方面看这是好事，资本对所有人都有潜在价值，只要加以恰当的组织协调，任何人都可能从资本中受益。但从另一方面看，这又意味着资本的所有者（在既定的财富分配框架下）有可能控制更大比重的经济资

源。无论从哪个角度看，这种变化带来的经济、社会和政治冲击都不可小觑。

反过来，如果增长率提高到3%，那么资本/收入比将降至400%；假设储蓄率也同时下降至9%，那么长期的资本/收入比将降至300%。

由于第二定律中的增长率是指国民收入的总增长率，也就是人均收入的增长率和人口增长率之和，上述效应将显得更为突出。[\[3\]](#)也就是说，假设某个国家的储蓄率约为10%~12%，人均国民收入的增长率约为每年1.5%~2%，那么，如果人口增长率接近于零（例如欧洲国家），则总增长率也约为1.5%~2%，其资本积累总量将达到6~8年的国民收入；如果人口增长率达到1%（例如美国），则总增长率将达到大约2.5%~3%，其资本积累总量则只有3~4年的国民收入。再假如后一个国家的储蓄率略低于前者（原因或许是人口老龄化速度更慢一些），那么上述机制还将进一步强化。因此，对于人均收入增长率接近的国家，仅仅由于人口增长率存在差异，也将导致资本/收入比最终出现很大的差距。

这条定律能更好地解释资本/收入比在历史上的演变，特别是能够解答为什么资本/收入比在经历1914~1945年的多次冲击以及20世纪后半叶极其快速的经济增长后，到今天又回到了非常高的水平。这条定律还有助于我们理解，为什么结构性原因使得欧洲倾向于比美国积累更多的资本，而且只要美国的人口增长率高于欧洲（尽管可能不会永远如此），这种趋势就将继续下去。不过在深入解释上述现象之前，还必须对若干概念和理论要点进行更准确的描述。

一条长期定律

首先，我们必须清楚资本主义第二定律只有在满足若干关键假设的前提下才能成立。第一，这是一条渐进式定律，也就是说只有在长期才有效。如果某个国家永远把 s 比例的收入用于储蓄，国民收入的增长率始终保持在 g ，那么其资本/收入比将越来越接近于 $\beta = s/g$ ，并稳定在那个水平。但这并不会在一天之内实现的，如果某个国家只是在几年之内维持 s 水平的储蓄率，并不足以实现 $\beta = s/g$ 所对应的资本/收入比水平。

例如，某个国家的初始资本为零，将12%的国民收入用于储蓄持续

一年时间，显然不可能积累出相当于6年国民收入的资本。从零资本的基础出发，依靠每年12%的储蓄率，这个国家需要50年才能实现相当于6年国民收入的资本积累。但即使这样，最终的资本/收入比依然不会达到600%，因为国民收入在这半个世纪中也会有相当大的增长（除非我们假设增长率为零）。

首先，我们需要牢记的一个原则是，财富积累是需要时间的，可能需要数十年的时间才能让第二定律 $\beta = s/g$ 生效。我们随之也就可以理解，为什么过了那么久的时间1914~1945年的影响才逐渐消退，以及为什么必须从长远历史的视角来探究此类问题。从个人层面来看，财富积累有时可以很快实现，但从国家层面来看，第二定律所描述的资本/收入比的变化却是个长期现象。

可以看到，第二定律与第一章介绍的资本主义第一基本定律（ $\alpha = r \times \beta$ ）之间有着重大区别。第一定律的内容是，资本收入在国民收入中所占的比重（ α ）等于资本的平均收益率（ r ）乘以资本/收入比（ β ），即 $\alpha = r \times \beta$ 。而关键点在于，这条定律其实是个纯粹的会计恒等式，根据该等式的构造，它在任何时间任何地点都成立。我们其实可以将它视为关于资本收入在国民收入中所占比重的定义（或是个关于资本收益率的定义，取决于哪个参数更容易测量），而不是一条定律。相比之下，第二定律（ $\beta = s/g$ ）则是对动态过程结果的描述，它代表着一种理论上的均衡状态，如果某个国家的储蓄率为 s ，增长率为 g ，其资本/收入比就将趋近于 β ，但在现实中或许永远不可能达到这种完美状态。

其次，只有把考虑的重点放在人类可以积累的资本形式上，第二定律才能成立。如果某个国家的国民资本中有相当部分是纯粹的自然资源（例如，当这些资源的价值与人类的进步和过去的投资无关），那么即使没有储蓄的任何帮助， β 依旧能达到很高水平。关于不可积累的资本类型在现实中的重要性，将在后文中做更多讨论。

最后，只有当资产价格的变化与消费者价格指数的变化大体相同时，第二定律才成立。如果房地产或股票价格涨速快于其他价格，那么即使没有任何新增储蓄， β （国民资本的市场价值与国民收入年流量之比）也能达到很高水平。在短期内，相对的资产价格（指资产价格相对于消费品价格）的变化（资本利得或损失）经常会大于资产数量变化造成的影响（即新增储蓄的效应）。但如果我们假设，相对价格变化在长期内保持平衡，那么第二定律就必然成立，与某个国家为什么选择那样

的储蓄水平无关。

这一点有必要再做强调，即第二定律（ $\beta = s/g$ ）与某个特定国家的居民或政府积累财富的原因完全无关。在现实中，人们会出于各种各样的理由去积累资本，例如为增加未来的消费，或者避免退休以后的消费水平下降，或者为子孙后代积蓄和保持财富，或是为争取财富可以带来的权力、安全或威望。通常来说，所有这些动机可能同时存在，但其影响根据个人、国别和年龄的不同而不同。很多时候，一个人身上有多种动机，而人们自己却未必能够清楚地表达出来。在本书第三部分中，我将深入讨论这些不同的财富积累动机和机制对不平等状况、财富分配和继承对于不平等结构的重要作用的影响，以及对于财富差距的更一般意义上的社会、道德和政治解释等。但在这里，我只是简单介绍一下资本/收入比的动态规律，对这个课题的研究至少在初级阶段可以独立于财富如何分配的课题。总结一下，我想着重指出，第二定律对所有情况都适用，与一个国家的储蓄率由于何种原因形成无关。

这只是因为，一个储蓄率为 s 、增长率为 g 的国家，所能实现的唯一稳定的资本/收入比是： $\beta = s/g$ 。

背后的论证过程很浅显，请看如下的案例：如果某个国家每年将12%的国民收入用于储蓄，其初始的资本存量等于6年的国民收入，那么资本存量将以每年2%的速度递增，[4]而这恰好是国民收入的增长速度，所以资本/收入比将维持稳定。

再假设，如果资本存量少于6年的国民收入，那么12%的储蓄率将导致资本存量的增速高于每年2%，也就是说比国民收入的增速更快，于是资本/收入比将提高，直至达到均衡。

相反，如果资本存量多于6年的国民收入，则12%的储蓄率意味着资本的增速将低于每年2%，于是资本/收入比将无法维持在原有水平，会逐渐降至均衡状态。

对上述每种情况而言，长期的资本/收入比都将回归均衡（ $\beta = s/g$ ）——或者可能因为有纯自然资源而变得更高——但其前提是平均资产价格的变化与消费品价格的变化在长期大体相当。[5]

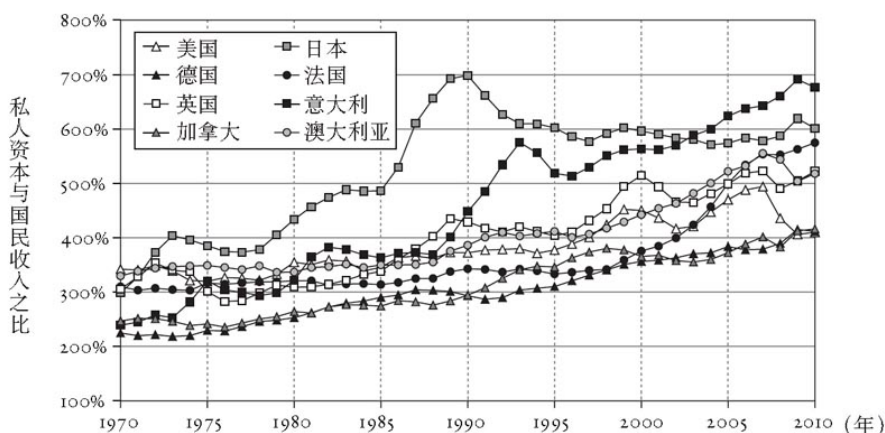
总而言之，第二定律并不能解释资本/收入比可能遭受的短期冲击，正如它不能回答两次世界大战和1929年危机这些极端冲击事件的由

来一样；但这条定律可以让我们知道：在去除冲击和危机的影响之后，资本/收入比将在长期收敛到何种潜在的均衡水平。

20世纪70年代以来资本在发达国家的回归

为揭示资本/收入比的运动在短期和长期的区别，我们可以看看最富裕的几个国家在1970~2010年该指标每年的变化，之所以选取这段时期，是因为我们拥有该期间很多国家大量可靠的可比数据。先来看私人资本与国民收入的比值，其变化轨迹见图5.3，图中包含了8个全球最发达的国家，按国内生产总值从高到低排序为：美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大和澳大利亚。

对比图5.1和图5.2，以及前面各章中为集中显示长期趋势而绘制的10年平均数的各图，可以看出，图5.3展现的是多个国家的资本/收入比在较短时期内年度序列数据的不断变化。不规则变化的原因是房地产价格（包括住宅和商业地产）及金融资产（特别是股票）价格的极度不稳定。给资本定价总是很困难，部分原因在于预测企业的商品和服务或房地产的未来需求客观上存在复杂性，因此难以估算相关资产未来的利润、股票、专利费和租金等带来的收入流量；还有部分原因在于建筑物或企业的当前价值不但取决于这些基本因素，还关系到需求上涨时人们对于出售价格的预期，也就是期望的资本收益或损失的大小。



发达国家的私人资本在1970年相当于2~3.5年的国民收入，在2010年相当于4~7年的国民收入。

图5.3 1970~2010年发达国家的私人资本状况

事实上，这些预期的未来价格自身又取决于市场对某种类型资产的热情，从而带来所谓的“自我实现”：只要人们预期能够以高于原先购买价的价格卖掉某项资产，那么即使以超出该资产内含价值较多的价格将其购入，对个人来讲依然是合乎理性的，特别是在该资产的内在价值本身也不确切时。因此，人们普遍难以抵制市场对某类资产的热情所带来的影响，哪怕市场确实存在过热的情况。这正是房地产和股票投机泡沫的历史与资本本身同样悠久的根源：它们的历史发展具有一定的同质性。

在这方面，1970~2010年最严重的泡沫当属日本经济在20世纪90年代的泡沫（见图5.3）。在20世纪80年代，日本的私人财富价值从初期的略高于4年的国民收入膨胀到80年代末的近7年。显然，这样急剧的大幅增长部分源自人为因素。随即，私人资本价值在20世纪90年代早期急剧下跌，90年代中期以后稳定在约相当于6年的国民收入。

这里并不想赘述发达国家自1970年以来形成和破裂的多次房地产和股票市场泡沫的历史，也不想对未来可能的泡沫进行预测，我对此完全不擅长。但请注意：意大利的房地产市场在1994~1995年出现泡沫破裂后的快速回调，此外互联网投机泡沫在2000~2001年走向破裂，导致美国 and 英国的资本/收入比急速下挫（虽然不像10年前的日本那样剧烈）。还有，美国的房地产和股市此后出现繁荣，一直持续到2007年，随即发生2008~2009年的深度下跌。在两年时间内，美国的私人财富从相当于5年的国民收入降至4年，降幅几乎与日本在1991~1992年相当。不过在其他国家（尤其是欧洲），调整过程更为温和甚至根本不存在。例如在英国、法国和意大利，资产（特别是房地产）价格在2008年很快就趋向稳定，并且在2009~2010年再度回升，到21世纪头10年早期，其私人财富已回到2007年的水平，甚至可能略高一些。

此处需要重点强调的是，虽然资产价格在短期存在这些不规则和不可预测的变动，并且变动幅度在最近数十年似乎有所扩大（后文将会看到，这可能与资本/收入比的潜在提高有关），但长期趋势在1970~2010年依然在所有发达国家发挥作用（见图5.3）。在20世纪70年代初期，私人财富的总量（减去负债后）在各个大洲的所有发达国家约为2~3.5年的国民收入。[\[6\]](#)而40年后的2010年，所有样本国家的私人财富总量都达到4~7年的国民收入。[\[7\]](#)总体的变迁趋势很清楚：在把

泡沫因素排除以后，我们看到的是1970年以来私人财富在发达国家强劲回归，或者说，出现了新型的承袭制资本主义。

这一结构性变化可以用三类因素来解释，它们相互补充和强化，使得振幅非常显著。长期来看，最重要的因素是增长率放缓（特别是人口增长率），再加上高储蓄率的影响，会自动导致长期资本/收入比的结构提高——这是第二定律的必然作用。这个机制在很长时期内是决定性的力量。但不容忽视的是，过去数十年还有其他两个因素大大强化了它的影响：首先，20世纪70~80年代的渐进式私有化以及将公共财富转移到私人手中的过程；其次，影响房地产和股票价格的长期赶超现象也在20世纪80~90年代加速，与战后初期相比，当时的总体政治气氛对私人财富更为友好。

泡沫破灭之后：低增长，高储蓄

先讨论第一个机制：增长率放缓加上持续的高储蓄率，通过动态的第二定律发挥作用。表5.1描述了8个最富裕的国家在1970~2010年的平均增长率和私人储蓄率水平。正如本书第二章所述，所有发达国家在过去数十年的人均国民收入增长率（或者与之几乎相同的人均国内产值增长率）是非常接近的。如果在几年时间内进行比较，差距显著，往往会激发国家之间的自豪感或嫉妒心。但如果考察更长时期的平均值，则会发现所有发达国家的增长率实际上相当接近。例如在1970~2010年，8个最富裕国家人均国民收入的年均增长率为1.6%~2.0%，大部分时间为1.7%~1.9%。鉴于现有统计方法（特别是价格指数）的缺陷，我们绝无理由认为这样小的差距具有任何统计上的显著意义。[\[8\]](#)

不管怎样，与各国人口增长率的差距相比，收入增长率的差距非常有限。在1970~2010年，欧洲和日本的年均人口增长率不足0.5%，到1990~2010年则更加趋近于零，日本甚至是负增长，而美国、加拿大和澳大利亚的人口增长率为1%~1.5%（见图5.1）。因此，美国和其他两个新大陆国家在1970~2010年的总体增长率显著高于欧洲和日本，前者大约为每年3%甚至更高，而后者仅为2%（在该时期的后半段甚至只有1.5%）。这个差距看似不大，但其影响会在长期大量积累起来，因此事实上是非常显著的。我想在这里强调的新观点是，增长率的这种差异将对资本的长期积累带来巨大影响，并且在很大程度上可以解释为什么欧

洲和日本的资本/收入比结构性地高于美国。

表5.1 1970~2010年发达国家的增长率和储蓄率

国家	国民收入增长率 (%)	人口增长率 (%)	人均国民收入增长率 (%)	私人储蓄率 (扣除 折旧)
(占国民收入比重, %)				
美国	2.8	1.0	1.8	7.7
日本	2.5	0.5	2.0	14.6
德国	3.0	0.2	3.8	12.2
法国	2.2	0.5	1.7	11.1
英国	2.2	0.3	1.9	7.3
意大利	1.9	0.3	1.6	15.0
加拿大	2.8	1.1	1.7	12.1
澳大利亚	2.2	1.4	1.7	9.9

注：不同发达国家的储蓄率和人口增长率有很大差别，人均国民收入增长率差异要小得多。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

下面转向1970~2010年的平均储蓄率，我们再次发现不同国家之间有巨大差别：私人储蓄率通常为国民收入的10%~12%，但在美国和英国仅为7%~8%，而日本和意大利高达14%~15%（见表5.1）。在40年中，这些差距经年累月积累下来导致了很显著的后果。我们还注意到，储蓄最多的往往是那些人口增长停滞、老龄化严重的国家，很自然地地为退休和遗赠而存钱。不过，储蓄与人口之间的关系远不是那么系统地一一对应。上文已提到，人们选择储蓄多少背后可能有很多原因，例如文化背景、对未来的预期以及独特的国家历史等。这些因素发挥作用并不令人奇怪，人们在做生育和移民决策时也一样会受上述因素的影响，而决策结果最终会对人口增长率产生影响。

如果把增长率差异和储蓄率差异结合起来，我们便很容易解释为什么不同国家的资本积累会出现如此大的数量差别，以及资本/收入比为什么会在1970年之后急剧提高。一个特别清晰的案例是日本，其年储蓄率接近15%，增长率略高于2%，因此日本长期积累的资本存量达到6~7年的国民收入并不奇怪。这是动态的资本积累第二定律的自然结果。类似的是，储蓄率更高而增长更快的美国，相比之下有着低得多的资本/收入比并不令人惊讶。

更普遍地说，如果将从1970~2010年观察到的储蓄流量推断出来的2010年的私人财富水平（结合1970年观察到的初始财富）同2010年实际观察到的私人财富水平相对比——我们会发现大多数国家的这两个数据非常接近。[9]当然对应关系并不十分完美，反映出其他因素也有显著影响。例如在英国，储蓄流量似乎完全不足以解释私人财富在这段时期

的急速增长。

但如果先不考虑这个或那个国家的特殊情况，总体而言结果是相当一致的：我们可以利用1970~2010年的储蓄水平（结合初始资本数量）来解释发达国家私人资本积累的主要特征，而无须借助相对资产价格有重大结构性提高的假设。或者说，房地产和股市价格的波动总是在短期甚至中期占主导地位，但长期影响却是中性的，长期起决定作用的通常是资产的数量效应。

再次以日本为典型案例。要想理解日本的资本/收入比在20世纪80年代的大幅提高以及90年代的急剧下跌，很明显起决定作用的因素是房地产和股票泡沫的形成及其破灭。但如果我们探讨1970~2010年整个时期的变化过程，就可以明显看到数量效应压倒了价格效应：日本的私人财富从1970年相当于3年的国民收入提高到2010年相当于6年的国民收入，几乎可以完美地用储蓄流来解释。[\[10\]](#)

私人储蓄的两个组成部分

为完整起见，我需要澄清私人储蓄包含两个部分：个人的直接储蓄（没有在即期消费的那部分家庭可支配收入）以及企业的储蓄（企业的所有者持有，其中既包括企业自身的直接储蓄，也包括借助金融投资的间接储蓄）。企业储蓄来自企业用于再投资的利润（又称为“留存收益”）。在某些国家，企业储蓄能占到整个私人储蓄的一半左右（见表5.2）。

表5.2 1970~2010年发达国家的私人储蓄

国家	私人储蓄率（扣除折旧）	其中家庭净储蓄（%）	其中企业净储蓄（净留存收益，%）
（占国民收入比重，%）			
美国	7.7	4.6	3.1
日本	14.6	6.8	7.8
德国	12.2	6.4	5.8
法国	11.1	6.0	5.1
英国	7.4	3.8	3.6
意大利	15.0	14.6	0.4
加拿大	12.1	7.2	4.9
澳大利亚	9.9	5.9	3.9

注：私人储蓄中有很大一部分（不同国家有差异）来自企业留存收益（未分配利润）。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

假如忽略企业储蓄的部分，仅考虑严格定义的家庭储蓄，我们可能会以为所有国家的储蓄流都显然不足以支撑私人财富的增长，于是将在很大程度上以相对资产价格（尤其是股票）的结构性提高来解释。这样的结论从会计角度看可能成立，但在经济含义上是错误的：股票价格从长期来看的确会比消费品价格上涨更快，但其原因主要是企业的留存收益使其得以扩大规模和资本，这其实是数量效应而非价格效应。假如留存收益被纳入私人储蓄，表面上的价格效应也将大部分消失。

在实践中，从股东的立场来看，作为红利分配的利润与留存收益相比税负往往更重。因此对资本拥有者来说，只把一部分利润用于红利分配（以满足他们的即期消费需求），而把其余部分用于企业及其分支机构的积累和再投资，更符合其利益。今后还可以卖掉部分股份，以兑现资本收益（其税负通常低于分红）。[11]各个国家的企业留存收益在整个私人储蓄中所占比重的差别，很大程度上也是由于法律和税收制度的不同所致；这属于会计上的差异，而非经济意义上的差别。考虑到这些因素，更好的做法是将企业的留存收益视为企业所有者进行的储蓄，因此也是私人储蓄的组成部分。

还需要澄清的是，动态第二定律中的储蓄概念是储蓄减去资本折旧后的余额，也就是真正的新增储蓄，在总储蓄中减去用于修补建筑物和设备磨损（修补房顶或管道，替换用旧的汽车、电脑、机器等）之后剩余的部分。这里的差额是非常重要的，因为在发达国家，年度的资本折旧相当于国民收入的10%~15%，几乎占到总储蓄的一半（总储蓄通常占国民收入的25%~30%，净储蓄约为10%~15%，见表5.3）。特别是，企业的大部分留存收益通常都用于建筑和设备的维护，用于支持新投资的金额相当少，至多占国民收入的几个百分点，甚至可能为负值（在留存收益不足以弥补资本折旧的情况下）。根据定义，只有净储蓄能增加资本存量，而用于弥补折旧的那部分储蓄只是为确保现有的资本存量不会减少。[12]

表5.3 1970~2010年发达国家的储蓄与净储蓄

国家	私人总储蓄（占国民收入比重，%）	减去：资本折旧（%）	等于：私人净储蓄（%）
美国	18.8	11.1	7.7
日本	33.4	18.9	14.6
德国	28.5	16.2	12.2
法国	22.0	10.9	11.1
英国	19.7	12.3	7.3
意大利	30.1	15.1	15.0
加拿大	24.5	12.4	12.1

澳大利亚	25.1	15.2	9.9
------	------	------	-----

注：私人总储蓄中有很大的部分（大致为一半）来自资本折旧，仅用于修复和替换现有资本。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

耐用品和贵重物品

最后我想澄清的是，此处定义的私人储蓄以及私人财富并不包括家庭购买的耐用品，如家具、电器、汽车等。在这方面我遵从了国民账户统计的国际标准做法，将耐用家庭用品视为即期消费项目。当然如果企业购买同样这些产品，则会被视为年折旧率较高的投资。不过，就本文的研究目的而言这种处理的影响不大，因为耐用品在全部财富中一直都只占较小份额，并且没有随时间出现太大的波动。在所有发达国家，现有的统计都显示家庭耐用品的总价值在1970~2010年通常只占国民收入的30%~50%，没有明显的变化趋势。

可以这样理解，每个人平均来说拥有的家具、冰箱、汽车等耐用品的价值相当于年收入的大约 $1/3 \sim 1/2$ ，在21世纪头10年早期的人均国民收入为3万欧元左右的国家，这相当于1万 ~ 1.5万欧元。这个数字并非小到可以忽略不计，对很多人来说甚至代表着他们拥有的大部分财富。可是相比之下，私人财富总量相当于5~6年的国民收入，人均收入15万~20万欧元（不包括耐用品），其中约一半为房地产，另一半为净金融资产（例如银行存款、股票债券和其他投资，减去债务）和企业资本，耐用品只能算数额很小的补充部分。具体而言，如果我们将耐用品纳入私人财富，其影响也就是使图5.3中的曲线向上调整国民收入30%~50%的幅度，而不会显著改变总的变迁趋势。[\[13\]](#)

请注意，除房地产和企业资本外，在国际通行的国民账户统计（为确保各国之间私人财富和国民财富的对比一致性，我严格遵循了这个标准）中，唯一包含的非金融资产是“贵重物品”，包括艺术品、珠宝和金银等贵金属。居民家庭购买这些物品纯粹是为价值储藏（或艺术价值储藏），而它们的价值基本上不会因为时间而损耗（或只有很小的损耗）。不过大多数估计认为，这些贵重物品的总价值比耐用品低得多，在不同国家约占国民收入的5%~10%，或者说，对人均国民收入3万欧元的国家来说，仅为每人约1 500~3 000欧元。所以，即使考虑到黄金价格近年来的上涨，贵重物品在私人财富总量中的份额依然很小。[\[14\]](#)

有趣的一点是，根据现有的历史统计，以上这些比重在很长时间里

似乎并没有太大变化。在19~20世纪，耐用品价值的估算值通常都相当于国民收入的30%~50%。格雷戈里·金对英国1700年前后国民财富的测算结果也类似，家具和瓷器等物品的总价值约为国民收入的30%。贵重物品和珍品代表的财富数量从长期来看则似乎有所减少，从19世纪后期到20世纪早期约占国民收入的10%~15%降至今日的5%~10%。根据金的测算，此类商品（包含金属货币）的总价值在1700年左右曾高达国民收入的25%~30%。但归根到底，这在英国多达约7年的国民收入的财富总量面前依然不算突出，资本的主体还是农地、住宅和其他资产（商店、工厂、仓库、牲畜、船只等）。格雷戈里·金本人当然也对此发出了赞美和惊叹。[15]

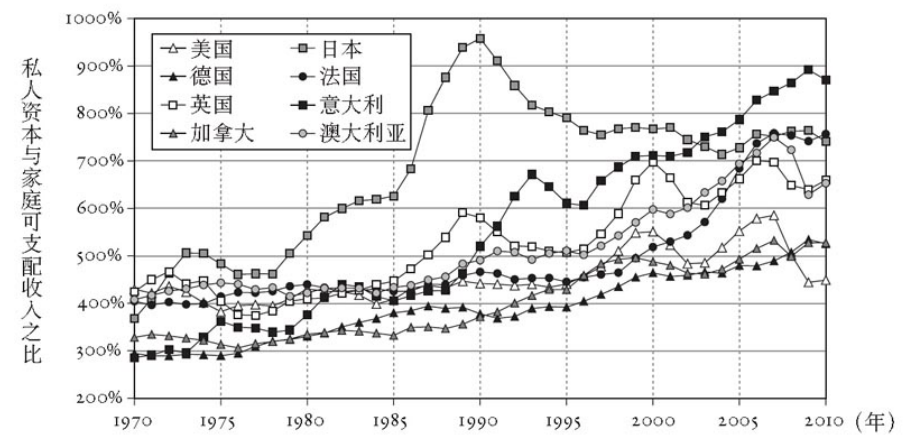
以可支配收入计量的私人资本数量

此外还要注意，如果是用可支配收入而非前文所述的国民收入的倍数来测算私人财富总量，那么发达国家在2000~2020年的资本/收入比将达到更高水平，无疑也是有史以来的最高水平。这个看似技术性的问题值得进行更深入的讨论。

顾名思义，家庭可支配收入（或简称可支配收入）代表某个国家的居民家庭可直接掌握的货币收入。从国民收入换算到可支配收入，必须扣除所有税费和其他义务支出，然后加上所有货币性转移支付，如养老金、失业保险、家庭补贴、福利津贴等。在20世纪初期以前，政府在社会和经济生活中的作用一直非常有限，总税收仅占国民收入的10%左右，主要是为支持如警察、军队、法院和公路等传统政府职能，因此，可支配收入通常相当于国民收入的90%左右。政府的职能在20世纪有了巨大扩张，于是今天发达国家的可支配收入仅占国民收入的70%~80%左右。结果，以可支配收入（而非国民收入）为基准计算得出的私人财富总量会高得多。例如，21世纪头10年发达国家的私人财富约为4~7年的国民收入，相当于5~9年的可支配收入（见图5.4）。

测算资本/收入比的这两个办法都有其合理性，取决于我们如何看待该问题。如果用可支配收入来测算，该比例更多地强调了现实的货币约束，显示的是财富水平与家庭能实际掌握的收入之间的关系，例如需要安排多少储蓄。这相当于以某种方式反映家庭财务状况的现实，而了解这样的数量级是很重要的。但同样需要注意，可支配收入同国民收入

之间测算的差额从定义来看反映着家庭获取的公共服务的价值，特别是由公共财政直接支持的医疗和教育服务。这种实物性质的转移支付与包含在可支配收入中的货币转移支付同样有现实经济价值，让人们不需要把同等甚至更多支出用于购买私人的医疗和教育服务。完全忽视这种实物性质的转移支付，很可能扭曲我们对发展历史或国际比较的认识。这也正是我倾向于用相当于几年的国民收入来测算财富总量的原因，也就是说，从经济（而非严格的货币）的角度来看待收入的含义。因此在本书中，如果没有特别注明，我所提到的资本/收入比都是指资本存量与国民收入流量之间的比值。[16]



发达国家的资本/收入比如果用家庭可支配收入（相当于国民收入的70%~80%）为基准来计算，要大于用国民收入为基准计算得出的结果。

图5.4以年度可支配收入为基准计算的私人资本

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

关于基金会和其他类型的资本持有人

还需要提醒的是，为完整起见，我所指的私人财富不但包含个人（或者说国民账户统计中所说的“家庭”）的资产和负债，还包含基金会及其他非营利组织持有的资产和负债。当然，这个类别中仅包括主要由个人捐赠或其财产收入来融资建立的基金会和其他组织。而主要依靠公共财政补贴的机构则归类为政府组织，主要依靠产品销售收入的机构被归类为企业。

在现实中，所有这些区分都是可行的，也都存在漏洞。把基金会的

财富列入私人财富而非公共财富之列，或者将其单独归为一类，都是相当主观的做法，因为这实际上是一种新的所有制形式，介于纯粹的私有制和严格的公有制之间。事实上，当我们提到多少个世纪以来由教会掌握的财产，或者今天的无国界医生组织及比尔和梅琳达·盖茨基金会的财产时，很明显是在谈论各种各样的追求不同具体目标的法人组织。

不过也可以看到，这方面的影响是相对有限的，因为此类法人组织拥有的财富与自然人保留的财富相比规模通常较小。现有估计数据表明，1970~2010年发达国家基金会和其他非营利组织拥有的财富在全部私人财富中的比重都不足10%，通常不超过5%，当然各国间的差异较大：法国仅为1%，日本约3%~4%，美国达到6%~7%（并且没有明显的变化趋势）。现有的历史资料显示，在18世纪法国教会拥有的资产达到私人财富的7%~8%，或者说相当于国民收入的50%~60%，其中某些资产在法国大革命期间被没收和出售，以偿还法兰西王国的债务[17]。或者说，在法兰西王国时期，天主教会拥有的财富（相对于当时私人财富的比重）比美国今天五花八门的基金会的财富还多，但有趣的是，两者的水平总体上相当接近。

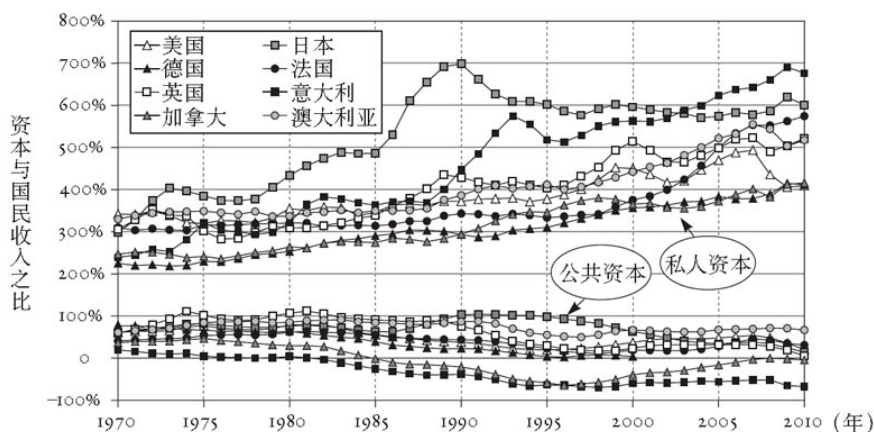
这些组织拥有的财富规模非常大，与政府在不同时点上所拥有的可怜的净财富（甚至是负资产）相比更是如此。然而就私人财富总量而言，基金会掌控的财富依然很有限。尤其是，在考察私人资本与国民收入之比在长期的变化趋势时，是否把基金会的财富纳入其中并不会带来显著影响。不过，一方面富人利用各种各样的合法组织（如基金会、信托基金等）来管理自己的资产，为其私人利益服务（从原则上说，只要有明确登记，这些资产依然会在国民账户中计入个人资产）；另一方面基金会和非营利机构又号称是在为公共利益服务。这两方面的界限从来都很难准确区分，因此将基金会的资产纳入私人财富也具有合理性。本书将在第三章回到这个敏感议题上，来讨论21世纪全球财富不平等（尤其是巨富）的变化。

发达国家的财富私有化

发达国家（尤其是欧洲和日本）在1970~2010年私人财富急剧增长，在很大程度上可以解释为定律 $\beta = s/g$ 的作用：增长率放缓，加上高储蓄率的延续。现在我将回到另外两个之前提到的扩大这一作用机制的

补充因素上：私有化运动或者公共财富向私人的渐进式转移，以及资产价格在长期的“赶超”效应。

先来看私有化运动。如上文所述，最近数十年来公共资本在国民资本中的比重急速减少，尤其是在法国和德国，净公共财富在1950~1970年曾达到总国民财富的1/4甚至1/3，而今天仅占几个百分点（公共资产勉强能覆盖公共债务）。这种变化反映着所有8个领先的发达经济体的普遍现象：公共资本与国民收入的比值在1970~2010年逐步下降，同时私人资本相对于国民收入的比值提高（见图5.5）。换句话说，私人财富卷土重来的部分原因是国民财富的私有化。虽然说各个国家私人资本的增幅都高于公共资本的降幅，因此国民资本（以相当于几年的国民收入计算）总量也在增长，但由于私有化，总资本的增速仍然慢于私人资本。



意大利的私人资本在1970~2010年从2.4年的国民收入激增到6.8年的国民收入，同期公共资本相对于国民收入的比值从20%下降到-70%。

图5.5发达国家的私人资本和公共资本

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

意大利的案例尤其能说明问题，其净公共财富在20世纪70年代略有盈余，到20世纪80年代随着政府巨额赤字增加而变为小额的负资产。总体来说，在1970~2010年，公共财富的降幅与国民收入相当，同时期的私人财富则从1970年相当于2.5年的国民收入提高到2010年的近7年，增幅约为4.5年。换句话说，公共财富的降幅相当于私人财富增幅的1/5~1/4，是个不容忽略的部分。意大利的国民总财富当然有很大增长，从1970年约2.5年的国民收入到2010年的近6年，但不及私人财富

的增幅。私人财富的超常增长在某种程度上容易让人产生错觉，其实有近1/4的部分反映了一部分意大利人对另一部分意大利人债务的增加。意大利国民（或者说有钱的国民）并没有通过多缴税来平衡政府预算，而是通过购买政府债券和公共资产借钱给政府。这种做法促进了私人财富增长，却对国民财富没有影响。

事实上，虽然私人储蓄率非常高（约占国民收入的15%），意大利的国民储蓄在1970~2010年却不到国民收入的10%，或者说，超过1/3的私人储蓄被政府赤字抵消了。所有发达国家都存在类似的状况，但不如意大利那么极端，大多数发达国家的公共储蓄为负值，意味着公共投资少于公共赤字，政府的投资少于借款，或者是用借款来支付当期支出。在法国、英国、德国和美国，政府赤字超出公共投资的幅度在1970~2010年平均相当于国民收入的2%~3%，而意大利超过6%（见表5.4）[18]。

表5.4 1970~2010年发达国家的私人储蓄与公共储蓄

国家	国民储蓄（私人 + 公共）	私人储蓄（%）	公共储蓄（%）
（扣除折旧）			
（占国民收入比重，%）			
美国	5.2	5.6	-2.4
日本	14.6	14.5	0.1
德国	10.2	12.2	-2.0
法国	6.2	11.1	-4.9
英国	5.3	7.3	-2.0
意大利	6.5	15.0	-6.5
加拿大	10.1	12.1	-2.0
澳大利亚	6.9	9.8	-0.9

注：私人储蓄中有很大一部分（各国不同）被政府赤字抵消，因此国民储蓄（公共储蓄与私人储蓄之和）通常少于私人储蓄。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

在所有发达国家，公共储蓄不足及其导致的公共财富缩水都是私人财富增长的一部分重要原因，在不同国家的影响从1/10到1/4不等。虽然不能算私人财富增长的最主要原因，但也不能小视。

此外，现有的统计可能部分低估了20世纪70年代的公共资产价值，尤其是在英国，或许还包括法国和意大利，这种情况可能使我们低估公共财富向私人转移的规模。[19]假定如此，那么我们就可以理解为什么英国的私人财富在1970~2010年的增幅有那么大，而当时的私人储蓄率明显不足，特别是在20世纪80~90年代的公共企业私有化浪潮中。这些公共企业往往是以极低的价格甩卖，当然能够得到买家的热烈拥护。

同样重要的是应该注意到，公共部门财富向私人部门的转移并不局限于1970年之后的发达国家，实际情况要普遍得多，所有大洲都出现了相同的趋势。如果从全球层面看，最近数十年来乃至全部资本历史中最广泛的私有化运动，显然发生在前苏联阵营的国家。

现有的估计数据（尽管很不完整）告诉我们，在21世纪头十年后期到第二个10年早期，俄罗斯和前东欧社会主义阵营各国的私人财富约为4年的国民收入，净公共财富极少（与发达国家情形一样）。至于柏林墙倒塌和苏东剧变之前的20世纪七八十年代，现有的资料更加不完整。但所有数据都显示出当时完全相反的财富分布状态：私人财富微不足道，限于个人拥有的小块土地，在某些对私有制不那么强烈仇视的国家或许还包括部分住宅，但总之不会超过1年的国民收入；公共资本则占据所有工业资本和大部分国民资本，粗略计算约为3~4年的国民收入。或者说大致看来，国民资本的总量没有变化，而公私财产的地位完全逆转。

总而言之，俄罗斯和东欧国家从20世纪80年代后期到目前出现私人财富的巨大增长，在某些情况下使某些个人因此迅速积累了巨额财富，让人们很快想到俄罗斯的“寡头”们，但这种现象与储蓄率或者第二定律明显没有任何关系。私人财富快速增长的简单直接的原因，是资本所有权从政府转移到私人手中。相比之下，发达国家自1970年以来开展的私有化运动，较上述极端案例要温和得多。

资产价格的历史性反弹

资本/收入比过去数十年来提高的最后一个重要原因是资产价格的历史性反弹，换言之，如果不是从1910~2010年这个更长的历史背景来考虑，对1970~2010年的分析是不可能正确的。目前并没有所有发达国家全面的历史数据，但我收集了英国、法国、德国和美国的时间序列数据，并得到了一致的结论，总结如下。

如果放眼1910~2010年或1870~2010年的整个时期，我们会发现资本/收入比在全球的变化可以很好地由第二定律来解释： $\beta = s/g$ 。尤其是欧洲的资本/收入比在长期始终高于美国，这与两个地区在过去这个世纪的储蓄率，特别是增长率上的差异完全一致。[\[20\]](#)我们看到的资

本/收入比在1910~1950年下降则对应着较低的储蓄率和战争的破坏，而资本/收入比在1980~2010年的增速快于1950~1980年，则可以很好地归因于两个时期增长率的下降。

可是，资本/收入比在20世纪50年代出现的低点比第二定律直接推导出的资本积累水平还要低。为理解20世纪中期这个低谷，我们还需要考虑到，房地产和股票价格在“二战”之后由于若干原因（包括租金管制法律、金融监管以及对私人资本主义不友好的政治气氛等）下跌到历史性的低水平。在1950年后，这些资产的价格逐步回升，1980年后开始加速上升。

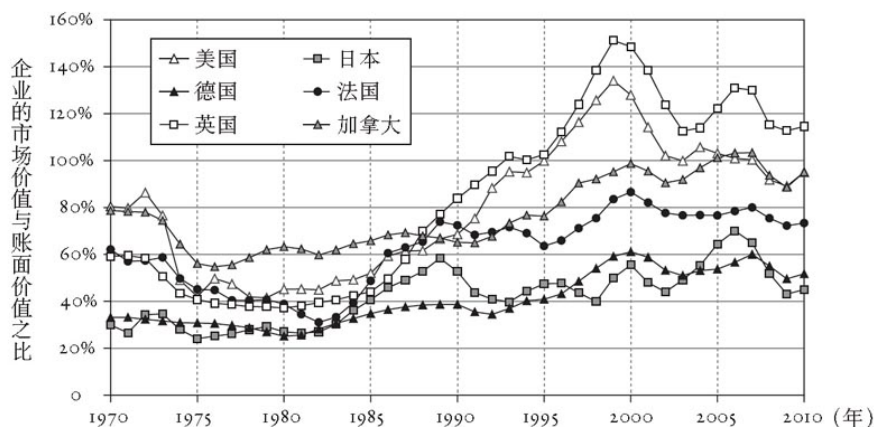
我的估算结果表明，这一历史性的价格回升过程目前已经完成，撇除短期价格的不规则涨跌后，资产价格在1950~2010年的上涨基本上弥补了1910~1950年的下跌。不过，依然没有把握由此推断结构性的资产价格上涨已结束，且今后涨幅将与消费品保持一致。一方面由于历史数据不够完整准确，在如此长的时间跨度进行价格对比只能近似；另一方面，理论上若有若干理由表明，资产价格在长期与其他价格有着不同的运动规律。例如，建筑物和基础设施等类型的资产会受到技术进步的影响，这些技术的进步速度可能与其他经济部分有所不同。此外，还有某些自然资源具有不可再生的性质，也可能产生较大影响。

最后，重要的一点是，必须认识到除了短期和中期的泡沫以及长期可能出现的结构性偏离趋势外，资本价格还始终带有社会性因素和政治性的因素：它反映着每个社会对财产的看法，取决于规范不同社会群体之间关系的各种政策和制度，尤其是拥有资本的人群与没有资本的人群的关系。例如房地产价格，就显然受到规范业主与租户的关系及对租金实行管制的各种法律的影响。股票价格同样也会受到法律的影响，前文已经介绍过，这正是德国股票价格相对偏低的原因。

这方面有一个有趣的案例，针对有数据支持的国家，我分析了企业的股票市场价值同账面价值的比率在1970~2010年的变化（见图5.6）。（认为这些议题过于技术化的读者，可以直接跳过本节的剩余内容，阅读下一节的分析。）

上市公司的市场价值是其股份的总市值。对没有上市的公司来说，要么是因为规模太小，要么是它们选择不通过股市来融资（或许是为了维系家族所有制，甚至很大的企业都可能这样做），为了国民账户统计

需要而计算它们的市场价值时，需要参考类似（在企业规模和所处行业部门等方面较为接近）的上市公司的股票价格，并结合相关市场的“流动性”因素。^[21]此前，我一直是利用企业的市场价值来测算私人财富和国民财富的存量。相比之下，企业的会计价值（又称账面价值、净资产或自有资本）则等于企业资产负债表上所有累积资产的价值（建筑物、基础设施、机器、专利、在子公司和其他企业中的多数股或少数股、现金储备等）减去所有债务的余额。



发达国家的托宾Q值（企业的市场价值与账面价值之比）自20世纪70~80年代以来有所提高。

图5.6企业的市场价值与账面价值

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

从理论上说，如果完全没有不确定性，企业的市场价值和账面价值应该相同，两者的比值应该等于1（或100%）。企业创建之初通常符合这种情况。如果股东认缴了1亿欧元的股份，让企业用于购买价值1亿欧元的办公室和设备，则企业的账面价值和市场价值都等于1亿欧元。假如企业又借入了5 000万欧元，用以购买同等价值的新机器，结果依然不变，净资产的价值依然为1亿欧元（1.5亿资产减去5 000万负债），总市值也不会改变。又假如该企业获得了5 000万欧元利润，决定设立一笔储备金以支持价值5 000万欧元的新投资，由于每个人都知道该企业的资产有所增加，其股票价格也将提高相应的幅度，所以企业的账面价值和市场价值都将提高至1.5亿欧元，上述结论依然成立。

困难之处在于，预测企业的未来走向很快会变得更加复杂和不确定。例如在一段时期后，没有人能真正确定几年前的5 000万欧元投资是否会给企业带来现实的经济价值，那时候账面价值就可能与市场价值

出现差距。该企业的资产负债表上会继续以市场价值罗列各项投资支出，包括新办公室、机器、基础设施、专利等，于是其账面价值依然不变。[22]但企业的市场价值（也就是其股票在市场上的总市值）则可能显著下降或提高，取决于金融市场对企业利用投资创造新业务和利润的前景感到更加乐观还是悲观。这正是我们在实践中总是看到各家企业的市场价值与账面价值之比出现巨大差异的原因。这个比率也被称为“托宾Q值”，以纪念最早提出其定义的经济学家詹姆斯·托宾。对在2012年列巴黎CaC 40指数的法国企业来说，该指标的范围从仅仅20%到超过340%。[23]

如果测算一个国家所有企业的托宾Q值，会发现它会系统性地大于或小于1，这个现象更加难以理解。传统上对此给出了两个解释。

如果某些非实物投资（如用于提高品牌价值或研发的支出）没有计入资产负债表，则企业的市场价值结构性地高于账面价值就具有合理性。这可以解释20世纪90年代后期到21世纪早期美国和英国的托宾Q值为何略大于1，分别达到100%~120%和120%~140%。当然，该比值大于1也反映着两个国家股市泡沫带来的影响：在2001~2002年的互联网泡沫破裂和2008~2009年的金融危机期间，两国的托宾Q值都迅速向1回落（见图5.6）。

相反，如果股东对企业没有完全的控制权，需要考虑同其他利益相关方（如工人代表、地方政府和中央政府、消费者组织等）的长期合作关系，就像前文提到的“莱茵资本主义”那样，则企业的市场价值结构性地低于账面价值，也就可以理解了。这可以解释为什么我们看到在20世纪90年代后期到21世纪早期法国的托宾Q值较低（约80%），德国和日本更是仅有50%~70%，而英国和美国的企业都达到或超过100%（见图5.6）。同时请注意，股票市场的总市值是以当前交易的股票价格为基础，而参与交易的通常是在企业中持有少数股份的买家，而非希望控制企业的买家。对后者来说，他们往往愿意支付比现有市场价格略高的价格，大约会有20%的溢价。这个差距可能足以解释托宾Q值在80%左右的情况，只要市场上有少数股东即可，不需要考虑其他利益相关方的影响。

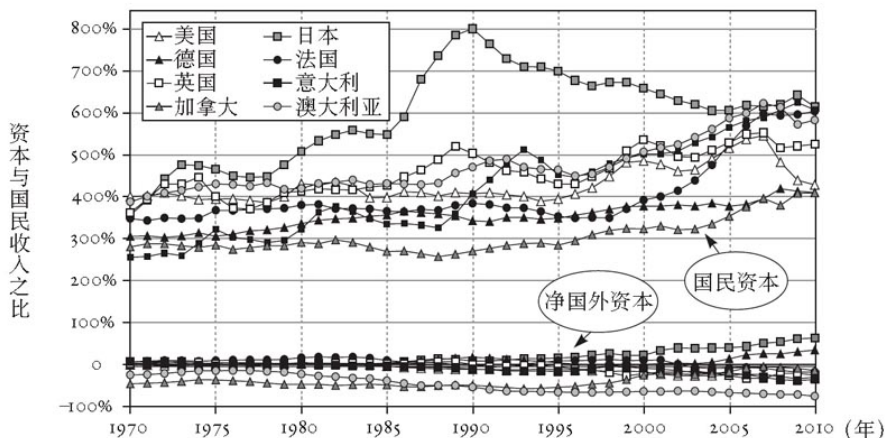
国家之间的有趣差异反映出资本价格总是与各国的法规和制度有关，除此之外，我们还能看到发达国家的托宾Q值自1970年以来有普遍提高的倾向，这是资产价格历史性反弹的后果。总之，如果我们把股票

价格和房地产价格提高的背景都考虑进来，则可以认为在发达国家1970~2010年间的资产/收入比涨幅中，有1/4~1/3应归因于资产价格的回升。当然各国之间的差异很大。[24]

发达国家的国民资本与净外国资产

如前文所述，发达国家（尤其是英法两国）在第一次世界大战前夕持有的大量国外资产随着1914~1945年的历次冲击而灰飞烟灭，净国外资产头寸再也没有回到之前那么高的水平。实际上，如果我们观察发达国家在1970~2010年的国民资本与净国外资本的水平，很容易得到的结论是国外资产的重要性相当有限。净国外资产头寸有时略微为正，有时略微为负，根据国别和年份的不同有所变化，但其净额同国民资本总量相比通常来说非常小。换言之，发达国家国民资本水平的急剧提升主要反映的是国内资本的增长，净国外资产大致说来仅扮演了一个次要角色（见图5.7）。

当然这个结论并不完全准确。例如，日本和德国在过去数十年，尤其是21世纪头10年积累了相当数量的净国外资产，主要是贸易盈余的自然结果。到21世纪头10年早期，日本的净国外资产达到国民收入的70%左右，德国的也接近50%。诚然，同英法两国在“一战”前夕的净国外资产数量（分别是近2年和1年多的国民收入）相比，日德两国现在的规模还小得多。但考虑到积累的迅速程度，我们很自然想知道这样的趋势是否将一直持续下去。[25]在21世纪，某些国家的资产将在多大程度上被其他国家拥有？殖民地时期看到的巨额净国外资产是否会重现甚至被超越？



日本和德国持有的净国外资本在2010年分别相当于0.5年和1年的国民收入。

图5.7 1970~2010年发达国家的国民资本

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

为妥善回答这个问题，我们需要将石油输出国和新兴经济体（以中国为首）也纳入分析。虽然这些国家的历史数据有限（这正是此前尚未提及它们的原因），但就目前这个时期而言，资料已丰富得多。除国家之间的不同外，我们还必须考虑到各国内部的财富不平等现象。有鉴于此，我将把关系到资本全球分布的变化推迟到本书第三部分来讨论。

在目前的讨论中，我只想简单指出，第二定律的作用可能自动导致很大的国际资本不平衡，日本就是一个很突出的案例。在一定的 development 水平上，增长率（尤其是人口增长率）或储蓄率的细微差异可能导致某些国家的资本/收入比远高于其他国家，于是我们很自然会看到这一比值较高的国家将对较低的国家大量投资。这有可能带来严重的政治冲突。日本的案例还显示了第二类风险（可能在均衡的资本/收入比达到很高的水平时出现）：假如特定国家的居民偏好国内资产（如日本的房地产），则可能导致那些资产的价格被抬到前所未有的高点。在这方面，我们看到的有趣实例是日本在1990年的纪录后来又为西班牙打破，其净私人资本总量在2007~2008年危机前夕高达8年的国民收入，超出了1990年时日本的7年。西班牙的泡沫在2010~2011年急速破灭，也是步了日本在19世纪90年代早期的后尘。[26]随着潜在的资本/收入比达到新高，完全有可能在未来形成更大规模的泡沫。顺便提一下，从这个角度来分析资本/收入比的历史变迁以及国民账户中的存量和流量，或许会给我们带来很多启发。此类分析可以让我们及时发现价值高估现象，

从而采取审慎的政策和金融监管措施，以约束相关国家金融机构的投机狂热。[27]

有人可能还注意到，少量的净资产可能会掩盖巨大的总资产状态。的确，当今金融全球化的一个重要特征是每个国家的资产都在较大程度上被其他国家持有，这不仅会扭曲人们对财富全球分配的感受，也预示着较小的国家存在脆弱性，以及净资产全球分布内在不稳定的根源。大体来说，20世纪70~80年代见证了全球经济的广泛“金融化”，深刻地改变了财富结构，使得不同主体（家庭、企业和政府机构）持有的金融资产和负债总量的增速超过了净财富增速。在大多数国家，20世纪70年代早期的金融资产和负债总量不到4~5年的国民收入，而到2010年则提升到10~15年的国民收入（特别是在美国、日本、德国和法国），在英国甚至达到了20年的国民收入的绝对历史纪录。[28]这既反映出同一国家内部金融企业 and 非金融企业的交叉投资有了前所未有的发展，尤其是银行资产负债表的大规模膨胀完全超出了其自有资本的增长，也代表着国家之间的交叉投资出现空前盛况。

在这个领域需要注意的是，国际交叉投资现象在欧洲国家更普遍，主要是英国、德国和法国，其他国家持有这三个国家的金融资产达到三国国内金融资产总值的 $1/4 \sim 1/2$ ，水平非常可观。而美国和日本这些规模更大的经济体该比重则更低，由外国持有的金融资产仅略高于 $1/10$ 。[29]这种现象强化了人们的被剥夺感，对欧洲国家来说尤其如此。此类情绪的出现有其合理性，但也经常被夸大其词。人们经常忘记，在本国的很多国内企业和政府债券被其他国家持有时，自己的国民也通过年金或其他金融产品持有相当多的海外资产。此外，以这种形式编制的资产负债表的确会让一些小国（特别是在欧洲）面临严重的脆弱性，金融资产和负债的价值评估即使出现较小的“误差”，就可能带来净国外资产头寸的大幅变化。[30]此外，一个国家的净国外资产头寸的变化不但取决于贸易盈余或赤字的累积，还受到其金融资产和负债的收益的巨大波动的影响。[31]还需指出的是，国际资产头寸在很大程度上又受到虚拟资金流的影响，此类资金流与实体经济的需要无关，而是出于最优税收策略和监管套利等方面的考虑，比如，在税收体制或监管环境特别优惠的国家设立壳公司等。[32]这些议题还将在本书第三部分做深入探讨，考察避税天堂在全球动态财富分配中的重要作用。

21世纪的资本/收入比将走向何方？

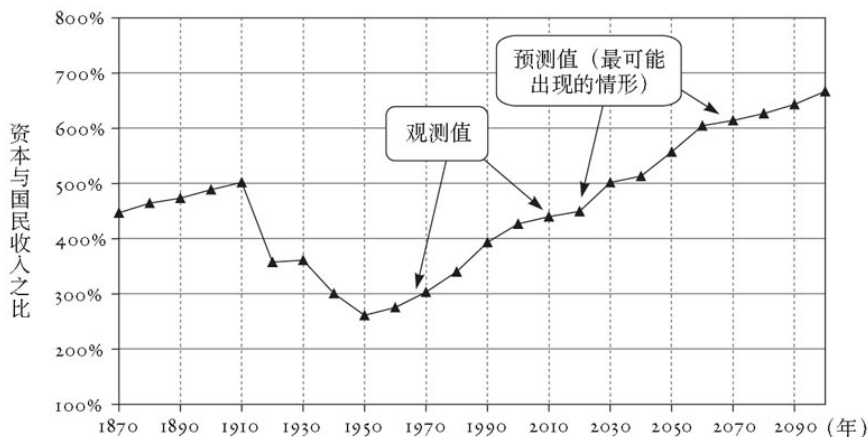
第二定律还可以让我们思考21世纪的全球资本/收入比可能达到何种水平。

首先来看从过去能得到哪些启示，就欧洲（或者说西欧的领先经济体）和北美洲而言，我们有着1870~2010年整个时间段的可靠数据。对于日本，1960年之前没有完整的总私人财富和国民财富的数据，但也存有部分资料，尤其是日本的遗嘱记录可以追溯到1905年，清楚地表明其财富总量有着与欧洲类似的U形变化轨迹，20世纪头10年到30年代的资本/收入比上升到很高水平，约为600%~700%，到50~60年代降至200%~300%，然后又在90年代至21世纪头10年反弹至接近600%~700%的高点。

对其他国家和大洲而言（包括日本之外的亚洲、非洲和拉丁美洲），从1990年后有相对完善的资料，表明资本/收入比的平均水平约为400%。在1870~1990年则没有较为可靠的数据，我只是简单地假设总体水平保持不变。由于这些国家在这一时期的全球产出中仅占1/5略多的份额，它们对于世界总体资本/收入比的影响注定是较为有限的。

我们可以从图5.8中清楚地看到这一现象。考虑到发达国家在总量中的比重，我们不出意料地看到全球的资本/收入比也显现出同样的U形曲线，在今天接近500%，与“一战”前夕曾经达到的水平大体相当。

最有趣的问题是这条曲线未来将如何演变。我采取了本书第二章介绍的人口和经济增长率预测值，即全球产出将逐步从目前年均3%的增速下降到21世纪下半叶的1.5%，同时假设储蓄率将长期稳定在约10%。根据这些条件，从第二定律中可以得出，全球资本/收入比将非常合乎逻辑地继续提高，到21世纪末以前可能接近700%，或者说接近欧洲从18世纪到“美好年代”的水平。换个说法是，2100年整个地球的状态（至少从资本密集度这一指标看）可能会变得接近于20世纪初期的欧洲。当然这只是众多可能性中的一种。如前文所述，增长率的预测是非常不准确的，储蓄率的预测同样如此。然而上述模拟测算具有其合理性，可以有效地描述增长率放慢对资本积累产生的核心作用。



根据对最可能出现的情形的模拟，全球的资本/收入比可能在21世纪末接近700%。

图5.8 1870~2100年全球资本/收入比

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

土地价值之谜

根据定义，第二定律只适用于可以积累的资本形式，并没有考虑纯粹的自然资源的价值，包括“纯土地”，也就是进行任何人为改进之前的土地。第二定律让我们足以解释2010年观察到的几乎全部资本存量（对于不同国家，可解释的比例达到80%~100%），表明纯土地在国民资本中只占很小一部分。然而，具体来说这个份额是多少？目前的数据尚不足以给这个问题提供确切答案。

首先来看传统农业社会的土地情况。我们很难准确地说，农地的价值中有多大比重代表人为开发之前的土地价值，有多大比重是若干个世纪以来对土地的改良和投资的结果，包括清理、排灌、维护等。在18世纪，英法两国的农地价值达到4年的国民收入。[\[33\]](#)根据当时的估计，这个价值中有3/4是来自土地投资和改良，甚至更多。纯土地的价值至多相当于国民收入的1倍，可能不足0.5倍。该结论的主要证据是，每年用于清理、排灌和其他土地改善的劳动投入相当大，约为国民收入的3%~4%。由于增长率较慢（年均不足1%），土地改良投资的累积价值将毫无疑问地接近土地的总价值。[\[34\]](#)

有趣的是，托马斯·潘恩在1795年给法国立法者提交的建议《土地公平》（agrarian Justice）中也认为，“未改良的土地”仅相当于国民财富

的1/10，或者说仅仅超过0.5年的国民收入。

然而，此类估计不可避免只能是高度相近的。在增长率较低时，投资率的小幅变动会导致长期资本/收入比的巨大差异。需要牢记的要点是，即使在传统社会，国民资本的主体也是来自投资和积累，同今天相比没有实质性的改变，或许只是土地的折旧要少得多，而现代社会的房地产和产业资本必须较为频繁地维修和更替。这可能给人带来现代资本更具有活力的印象。不过，鉴于我们拥有的传统社会的投资数据非常有限且准确度较低，很难再做出更深入的分析。

特别是，很难找到任何准确的办法来比较土地在很早以前的价值与今天的价值。现在土地的主要用途是城市用地，农地价值在英法两国仅相当于不足10%的国民收入。然而与测算18世纪的纯农地价值相比，测算今天城市土地的价值同样不简单，需要扣除建筑和构造、基础设施以及其他各类改进的因素。以我的估计看，过去数十年的投资流量几乎可以解释2010年所有财富的价值（包括房地产财富）。这也就意味着，资本/收入比的提高不能用城市土地的价值提高来解释，城市土地的价值大体上应该与18世纪的纯农地的价值相当，约相当于0.5年的国民收入。当然不确定的成分是很大的。

还有两点需要申明。第一，发达国家的总资本（特别是房地产）可以很好地解释为储蓄和投资流累积的结果。这个事实显然并不排除某些特殊地区（例如重要都市）能产生与人口汇聚有关的大量区域性资本收益。完全用投资流量来解释香榭丽舍大街或巴黎任何地区建筑物的价值增值，并没有多大的意义。但我们的估计表明，某些地区房地产的大量资本收益在很大程度上是由于其他人口流失地区（如小城市或破败社区）的资本损失。

第二，土地价值的提高似乎不能充分解释发达国家的资本/收入比反弹，但这个事实并不意味着未来不会改变。从理论视角来看，并没有任何理由支持土地价格保持长期稳定，更不用说其他各种自然资源。在分析石油输出国的财富与外国资产的变化时，我们还会涉及此类议题。

[35]

[1]图5.1和图5.2所展示的欧洲的资本/收入比是根据四个最大的欧洲经济体（德国、法国、英国和意大利）现有的数据序列取平均值得到的，以各国的国民收入为权重。这四个国家合计占整个西欧国民生产总值的3/4，或全欧洲国民生产总值的近2/3。若纳入其他国家（尤其是西班牙）将导致最近几十年的资本/收入比上升更为迅速。见在线技术附录。

[2]公式 $\beta = s/g$ 读作： β 等于 s 除以 g 。请注意， $\beta = 600\%$ 相当于 $\beta = 6$ ； $s = 12\%$ 相当于 $s = 0.12$ ； $g = 2\%$ 相当于 $g = 0.02$ 。储蓄率代表真正的新增储蓄（不包括资本折旧）除以国民收入。下文还将谈到这一点。

[3]有时用 g 来代表人均国民收入的增长率， n 代表人口增长率，此时该公式应写作： $\beta = s/(g + n)$ 。为表述简洁起见，我选用 g 代表经济的总体增长率，公式为： $\beta = s/g$ 。

[4]收入的12%除以6，得到资本的2%。更普遍地说，如果储蓄率为 s ，资本/收入比为 β ，则资本存量的增长率等于 s/β 。

[5]这个简单的数学等式描述了资本/收入比 β 的变化及其向 $\beta = s/g$ 的收敛，见在线技术附录。

[6]1970年，从德国的2.2年到美国的3.4年。完整的数据序列见在线补充表S5.1。

[7]2010年，德国和美国为4.1年，日本为6.1年，意大利为6.8年。每年的数值是年平均值。例如，2010年的数值是2010年1月1日至2011年1月1日的财富估计数的平均值。对2012~2013年的初步估计并不十分困难。见在线技术附录。

[8]特别是，从一种价格指数换成另一种（有好几种价格指数，都不完美）可以改变这些国家相互之间的排名。见在线技术附录。

[9]见在线补充图S5.1。

[10]更准确地说，这些数据序列显示，资本/收入比从1970年的299%提高到2010年的601%，而累积储蓄流量所对应的增长是从299%提高到616%，误差为国民收入的15%，在总计为300%的增幅中仅相当于5%。也就是说，储蓄流可以解释日本在1970~2010年私人资本与国民收入比增长中95%的部分。关于所有国家的详细计算，可见在线技术附录。

[11]企业若购买自己的股票，就可以使股东兑现资本收益，其税负往往轻于企业把同等数据的资金用于分红的情况。很重要的一点是，某家企业购买其他企业的股票时也是同一道理，整个产业部门能让一家企业通过购买金融工具来实现资本收益。

[12]对于定律 $\beta = s/g$ ，也可以用 s 代表总储蓄率（而非净储蓄率）。在此情况下，该定律将变换为： $\beta = s/(g + \delta)$ 。其中， δ 代表资本折旧占资本存量的百分比。例如，如果总储蓄率为 $s = 24\%$ ，资本存量的折旧率为 $\delta = 2\%$ ，增长率为 $g = 2\%$ ，则资本/收入比为 $\beta = s/(g + \delta) = 600\%$ 。见在线技术附录。

[13]如果增长率 $g = 2\%$ ，每年需要在耐用物品上有相当于 $s = 1\%$ 的国民收入的新增支出，才能保证耐用物品的存量保持在国民收入的50%（ $\beta = s/g = 50\%$ ）。不过耐用物品还需要经常替换，因此总支出会比这高得多。例如，假设平均替换时间为5年，每年的耐用物品总支出则需要达到国民收入的10%，才足以替换旧产品；需要达到11%，才能产生1%的新增支出并使耐用物品存量维持在国民收入50%的水平上（继续假设增长率 $g = 2\%$ ）。见在线技术附录。

[14]全球黄金存量的总价值从长期来看在减少，19世纪占全部私人财富的2%~3%，20世纪末已不到0.5%。这个比例在危机期间往往会提高，因为黄金能发挥避险功能，因此目前相当于全部私人财富的1.5%，其中约1/5被各国中央银行持有。这样的波动幅度令人印象深刻，然而与资本存量的总价值相比依然不足为虑。见在线技术附录。

[15]虽然差别并不大，但为保持一致起见，在此处讨论1970~2010年的数据序列时，我还是采用了与本书第三章和第四章讨论的历史数据同样的惯例：耐用物品不包括在财富中，而贵重物品则纳入其他国内资本这个类别。

[16]在第四部分中，我会再谈政府主导的税收、转移支付和再分配，尤其谈到这些因素对不平等和资本积累与分配的影响。

[17]见在线技术附录。

[18]净公共投资通常非常少（仅为国民收入的0.5%~1%，其中总公共投资为1.5%~2%，公共资本折旧为0.5%~1%），因此负公共储蓄往往非常接近政府赤字。但也有例外情况，如日本的公共投资较多，所以尽管政府赤字较大，其公共储蓄依然略高于零。见在线技术附录。

[19]可能的价值低估与当时公共资产交易数量较少有关。见在线技术附录。

[20]1870~2010年，欧洲的国民收入年均增长率约为2%~2.2%，其中0.4%~0.5%来自人口的增长；美国的国民收入年均增长率约为3.4%，其中1.5%来自人口的增长。见在线技术附录。

[21]非上市企业的股份由于交易数量较少而更难以出售，因此需要较长的时间来寻找感兴趣的买家，估值可能比上市的类似企业低10%~20%。股市总有可能在同一个交易日找到感兴趣的买家和卖家。

[22]国民账户统计采用（也是我在此处采用）的通行国际规则要求，资产和负债都必须以资产负债表当日的市场价值来记录，也就是说，企业把资产变现可能得到的价值（可以用最近发生的类似交易来估算）。企业在发布资产负债表时所采用的私人会计规则未必与国民账户的规则完全相同，各国之间也可能有差异，这给金融监管、风险监管和税收管理带来了各种问题。本书第四部分还将回头讨论协调统一会计标准的关键议题。

[23]例如，可见由会计公司Ricol lasteyrie在2012年6月26日发布的报告“profil financier du CaC 40”。所有国家的各类股票市场上都能看到托宾Q值有同样悬殊的分布。

[24]见在线技术附录。

[25]德国在21世纪头10年早期的贸易盈余达到国内生产总值的6%，使该国对世界其他地区的债权迅速增加。相比之下，中国的贸易盈余仅为国内生产总值的2%。这两个国家的年贸易盈余均达到1 700亿 ~1 800亿欧元，但中国的国内生产总值为10万亿欧元，约为德国（3万亿欧元）的3倍。还需要注意，德国在那5年的贸易盈余足以买下巴黎的所有房地产，再有5年积累还可以买下CaC40的全部股票（价值都在8 000亿 ~9 000亿欧元）。德国的巨额外贸盈余似乎是超常的竞争力所致，而不是源于蓄意的积累政策，因此，在未来数年其国内需求可能增长，外贸盈余可能减少。而在有意积攒国外资产的石油输出国，其贸易盈余超过国内生产总值的10%（如沙特和俄罗斯，某些较小的石油输出国更是可能达到该比例的数倍）。见本书第十二章及在线技术附录。

[26]见在线补充图S5.2。

[27]就西班牙而言，许多人注意到21世纪头10年出现了房地产和股票市场指数的迅速上涨。但由于缺乏确切的参照点，很难判断价值评估在何时真正达到了过高的地步。资本/收入比的优势在于，它给跨时期和跨地域比较提供了有用的确切参照点。

[28]见在线补充图S5.3~S5.4。还需要强调的是，各国中央银行与政府统计部门编制的报表只关注主要金融资产（票据、股票、债券和其他证券），还不包括衍生产品（这些产品类似于保险合同，以主要金融资产为指数来定价，也可以说类似于赌注，取决于从何种角度看）。这些金融资产总额已达到非常高的水平，根据采用定义的不同，为20~30年的国民收入。但我们必须认识到，金融资产和负债的这些数字（在今天比过去高得多，19世纪到“一战”前夕的金融资产和负债总额没有超过4~5年的国民收入）根据定义并不影响净财富的水平，就像体育比赛所吸引的投注资金不会影响国民财富的水平一样。见在线技术附录。

[29]例如，世界其他地区在2010年持有的法国金融资产约为法国国民收入的310%，法国居民持有的世界其他地区的金融资产相当于法国国民收入的300%，有10%的缺口。美国的这个缺口规模为国民收入的 -20%，世界其他地区持有的美国金融资产为国民收入的120%，美国人持有的其他国家金融资产相当于国民收入的100%。各国的详细数据序列，见在线补充图S5.5~S5.11。

[30]在这方面，请注意日本和西班牙的泡沫的一个重要区别在于，西班牙的净国外资产负头寸几乎相当于1年的国民收入，使其经济状况更加困难，而日本却拥有同样规模的国外资产正头寸。见在线技术附录。

[31]特别是，考虑到美国一直有着巨大的贸易赤字，其净国外资产负头寸的规模应该比实际情况严重得多。这个缺口形成的部分原因是美国国民拥有的国外资产（以股票为主）的收益很高，而美国债券（尤其是美国政府债券）的收益较低。这个议题可见皮埃尔 - 奥利维耶·古兰沙（pierre-Olivier Gourinchas）和埃莱娜·雷娜（Hélène Rey）的研究，在线技术附录有引用。相反，德国的净资产正头寸应该比实际情况更高一些，这个缺口形成的原因是德国在海外的投资收益较低（同时可能导致德国目前的谨慎态度）。有关发达国家在1970~2010年的国外资产积累的全球构成（按贸易盈亏和国外资产组合收益的影响做了区分），可见在线技术附录，尤其是补充表S5.13。

[32]例如，有可能美国的很大部分贸易赤字只是反映向位于避税天堂的美国企业的虚拟转移收入，这些转移随后又通过海外实现的利润形式汇入国内，恢复了国际收支平衡。这种会计把戏显然可能干扰对最基本的经济现象的分析。

[33]与古代社会进行对比很难，但现有的有限估计数据表明，土地价值有时能够达到更高水平，如古罗马达到了6年的国民收入。见R. Goldsmith, *Pre-modern Financial Systems: A Historical Comparative Study* (Cambridge: Cambridge University press, 1987), 58。对于小规模原始社会的跨代财富流动性的估计则表明，可继承财富的重要性根据经济活动的性质（狩猎、放牧或农耕等）有很大差异。见Monique Borgerhoff Mulder et al., “intergenerational Wealth transmission and the Dynamics of inequality in Small-Scale Societies,” *Science* 326, no. 5953 (October 2009): 682–88。

[34]见在线技术附录。

[35]见本书第十二章。

第六章

21世纪资本——劳动划分

我们现在对资本/收入比的动态变化已经有了相当充分的了解，该比例可以用资本主义第二定律（ $\beta = s/g$ ）来表述。特别是，长期资本/收入比取决于储蓄率 s 和增长率 g 。这两个参数本身又取决于社会、经济、文化、心理和人口等众多因素影响之下数以百万计的个人决策，因此不同时期、不同国家之间可能千差万别。而且，它们在很大程度上是相互独立的。资本的长期与短期相对价格有显著不同，自然资源的相对价格也是如此，此外，上述那些事实也足以让我们了解资本/收入比在广阔的历史和地理条件下的变化。

从资本/收入比到资本——劳动划分

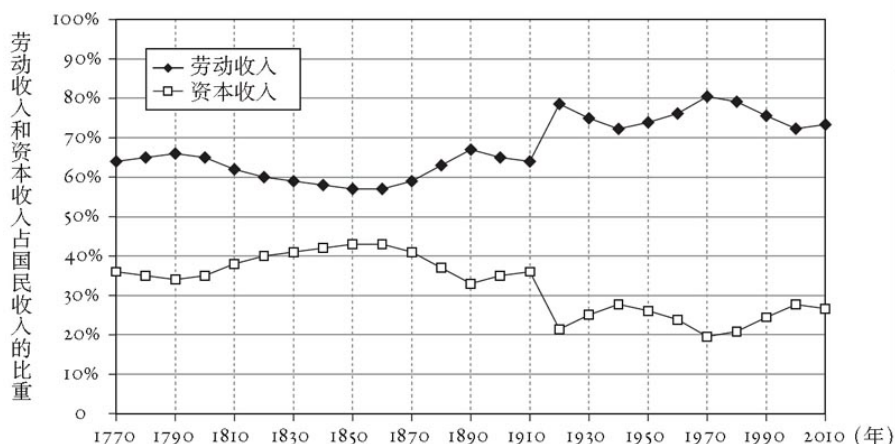
我现在从对资本/收入比的分析转向国民收入在劳动和资本之间的划分。在第一章中，我把公式 $\alpha = r \times \beta$ 称为资本主义第一基本定律，它能使我们清晰地处理二者之间的关系。例如，如果资本存量等于6年的国民收入（ $\beta = 6$ ），平均资本收益率为每年5%（ $r = 5\%$ ），那么在国民收入中资本收入比重 α 就是30%（劳动收入比重为70%）。因此，这里的核心问题是：资本收益率是如何决定的？我首先会简要回顾一下资本收益率的长期演化过程，然后再分析理论机制及对其产生影响的经济和社会因素。

拥有18世纪以来最完整历史数据的两个国家仍然是英国和法国。

我们发现，资本收入比重 α 的总体演进过程与资本/收入比 β 一样，都是一条U形曲线，虽然这个U的深度不太明显。换言之，资本收益率 r 好像平缓了资本数量 β 的演变过程： β 较低的时期， r 就较高，反之亦然，这好像是一件自然而然的事情。

更准确地讲，我们发现在18世纪末和整个19世纪，英国和法国的资本收入比重大体上都是35%~40%，20世纪中期下降到20%~25%，然

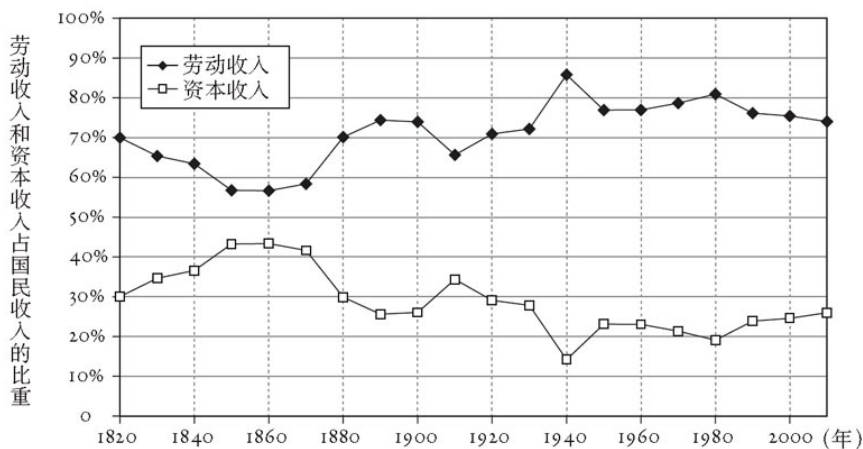
后20世纪末到21世纪初再度回升至25%~30%（见图6.1和图6.2）。相应地，18、19世纪平均资本收益率约为5%~6%，20世纪中期升至7%~8%，然后在20世纪末和21世纪初下降到4%~5%（见图6.3和图6.4）。



在19世纪，资本收入（包括租金、利润、股息、利息等）约占国民收入的40%，劳动收入（包括工资和非工资收入）约占60%。

图6.1 1170~2010年英国的资本——劳动划分

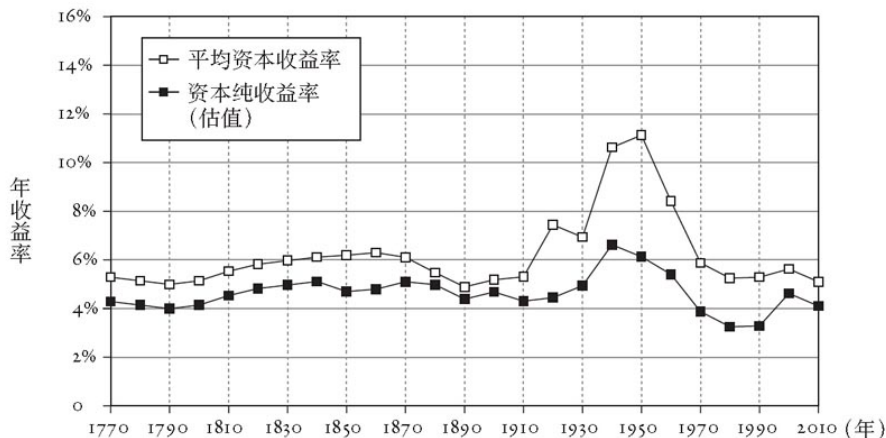
资料来源：见 piketty.pse.ens.fr/capital21c



在19世纪，资本收入（包括租金、利润、股息、利息等）约占国民收入的30%，劳动收入（包括工资和非工资收入）约占70%。

图6.2 1820~2010年法国的资本——劳动划分

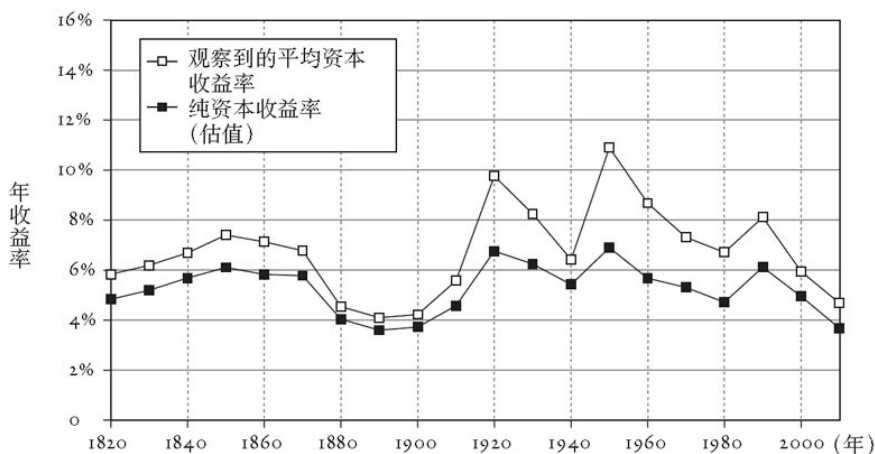
资料来源：见 piketty.pse.ens.fr/capital21c



资本纯收益率长期看大体稳定在4%~5%。

图6.3 1770~2010年英国资本纯收益率

资料来源: piketty.pse.ens.fr/capital21c



在20世纪，观察到的平均资本收益率比纯收益率的波动要大。

图6.4 1820~2010年法国资本纯收益率

资料来源: piketty.pse.ens.fr/capital21c

这里所给的整体曲线和数值大小应当是可靠而有意义的，至少非常接近真实情况。不过，也应该注意到这些数据的局限和弱点。第一，正如前面指出的，“平均”资本收益率本身就是一个相当抽象的概念。实际上，资产的种类不同，个人财富规模不同（如果开始时就拥有大量存量资本，一般就较为容易获取较高收益），收益率也千差万别，而且这往往会使不平等扩大。具体而言，风险性最高的资产，包括产业资本（无

论是19世纪家族企业的合伙股份还是20世纪上市公司的股份)，收益率经常超过7%~8%，而风险不高的资产，收益率则低得多，18、19世纪的农地收益率普遍为4%~5%，21世纪初的房地产收益率则低至3%~4%。支票或储蓄账户中小额储备金的实际收益率经常接近1%~2%，甚至更低，当通货膨胀率超过此类账户微薄的名义利率时，其实际收益率甚至会变成负数。这是一个重要问题，后面还将详细讨论。

在此必须指出，图6.1~图6.4中的资本收入比重和平均收益率的计算方法分别是：把国民账户中所有资本收入相加（不管其法律上分类，包括租金、利润、股息、利息、版税等，不包括公债利息和税前利息），然后将总额除以国民收入（得出资本收入占国民收入的比重，表示为 α ），或者除以国民资本存量（得出平均资本收益率，表示为 r ）。[1]从概念上讲，这个平均收益率包括各种不同资产和投资的收益，其目的实际上是测算某个社会整体的平均收益率，而不去考虑个体情况的差异。显然，有些人的收入高于平均收益，其他人则低一些。在研究个人收益在平均值上下的分布情况之前，自然应该先分析平均值的具体位置。

流量：比存量更难以估算

另一个重要提示与非工资劳动者的收入有关，他们的资本报酬很难与其他收入进行区分。

诚然，与过去相比，这个问题已经没那么重要了，因为今天的多数私人经济活动都围绕公司（一般是股份制公司）展开，所以公司账户与个人账户泾渭分明（个人只承担所投资本的风险，而不承担个人财富的风险，这源于“有限责任公司”这个革命性概念的出现，它在19世纪后半叶已被世界各地广泛采用）。在此类公司的账册上，劳动报酬（工资、薪金、奖金及支付给经理和为公司贡献劳动的雇员的其他费用）和资本报酬（股息、利息、为增加公司资本价值而进行再投资的利润等）截然分开。

合伙经营和独资经营有所不同：企业账户有时会与公司负责人的个人账户混为一谈，因为他既是所有者又是经营者。目前，在发达国家中

约有10%的国内产值来自个人企业的非工资劳动者，这个数字相当于非工资劳动者占就业人口的比例。非工资劳动者大多在小企业（做商贩、工匠、餐馆员工等）和专业领域（做医生、律师等）工作。有很长一段时间，这一类别也包含大量的个体农户，但今天农户已经在很大程度上消失了。在这些个人公司的账簿中，一般不可能区分出资本报酬：例如，一位放射科医生的收益既是他的劳动报酬，也是他使用的昂贵设备的产出。旅馆老板或小农场主也是这种情况。因此我们说，非工资劳动者的收入是“混合型”的，因为它包含劳动收入和资本收入，这也被称为“企业主收入”（entrepreneurial income）。

为了将混合收入在资本和劳动间进行分配，我使用了在其他经济成分中同样适用的平均资本——劳动划分法。这一选择随意性最小，所产生的结果看来与其他两种常用的方法接近。[\[2\]](#)然而，这依然是一个近似值，因为在混合收入中，资本收入和劳动收入之间没有明确的界限。就当下而言，这基本上没有区别：因为混合收入占国民收入的比重很小，混合收入中资本收入所占比重的不确定性对国民收入的影响不会超过1%~2%。在早期，特别是在18、19世纪，那时的混合收入约占国民收入的一半还多，因此潜在不确定性要大得多。[\[3\]](#)这就是为什么现有的对18、19世纪资本收入比重的估计只能当作近似值。[\[4\]](#)

尽管如此，但我对这个阶段资本占国民收入比重（至少40%）的估计应该还是可靠的：在18、19世纪初的英国和法国，仅支付给房东的租金就占国民收入的20%，而且所有迹象都表明，农地（约占国民资本的一半）收益稍稍低于资本平均收益，但根据19世纪上半叶特别高的产业利润率来判断，应该远远低于产业资本收益。不过，由于现有数据的不完善，最好还是给出一个区间（35%~40%），比给出一个单一估算值更为稳妥。

对18、19世纪而言，估算资本存量价值可能比估算劳动收入和资本收入流量更为准确。今天，这个结论在很大程度上依然如此。这就是我为什么像多数经济学研究人员以往所做的一样，强调资本/收入比的演变，而不着墨于资本——劳动划分。

资本纯收益概念

不确定性还有一个重要来源，即国民经济核算不考虑对于那些想要投资的人来说所必须付出的劳动，因此我认为图6.3和图6.4中的平均收益率有些高估了，所以我提出了所谓的资本“纯”收益率。准确地说，管理资本和“正规”金融中介（即银行、官方金融机构、房地产中介或合伙人提供的投资建议和投资组合管理服务）的成本显然被考虑在内，并在计算（这里所提到的）平均收益率时从资本收益中进行扣减。但“非正规”金融中介就不是这种情况：任何投资者都会花费时间——有时甚至是大量时间——来管理他的投资组合，决定哪项投资最可能实现利益最大化。这些努力在某些情况下可以被看作纯粹的企业家劳动或某种商业活动。

当然，精确计算这种非正式劳动的价值相当困难，在某种程度上也相当随意，这也解释了为什么会被国民经济核算忽略。从理论上讲，人们得去测算投资相关活动所花费的时间，再参照正规金融或房地产部门同等劳动的报酬，赋予这些时间相应的单位价值。有人也许还会猜想，在经济快速增长（或高通胀）时期，这种非正规成本还会更高，因为与经济近乎停滞的时期相比，在这样的时期，人们需要更频繁地调配投资项目，花更多的时间研究最佳投资机会。例如，很难让人相信，我们在法国观察到的“二战”后重建时期接近10%的平均资本收益率（英国稍低）就是资本纯收益率。如此高的收益很可能也包含一部分不容忽视的非正规的企业家劳动报酬。（在当今中国等新兴经济体中也可看到类似的收益率，它们的增长率也很高）。

为了说明问题，图6.3和图6.4中给出了我对英国和法国不同时期资本纯收益率的估值，是用观察到的平均收益率减去投资组合管理的非正规成本（即管理财富的时间价值）的近似估值（虽然可能过高）。这样得出的纯收益率一般比已知收益率低1~2个百分点，或许可以被看作最低值。^[5]尤其是，不同规模财富收益率的已知数据表明，规模经济在财富管理方面是非常重要的，最大规模财富的纯收益率明显高于这里提到的水平。^[6]

从历史角度看资本收益

我从估算中得出的主要结论如下：在法国和英国，从18世纪到21世纪，资本纯收益率一直围绕每年4%~5%这个中心值上下浮动，或者说

大体在每年3%~6%这个区间内波动，其中没有明显的长期向上或向下趋势。在两次世界大战中，人们的财产遭到重大破坏，资本数次遭到冲击，纯收益率一度显著上升超过6%，但之后迅速地重返过去的较低水平。不过长期来看，资本纯收益率可能有所下降：18、19世纪经常超过4%~5%，但在21世纪初，随着资本/收入比回到过去观察到的较高水平，资本纯收益率似乎正在接近3%~4%。

关于最后一点，我们还不能完全确定，因为缺少必要的时间跨度。我们不能排除在未来几十年，资本纯收益率回归高水平的可能性，特别是国际资本竞争日趋激烈，金融市场和机构同样日益复杂，更加复杂和多样的证券投资产品可能会带来高收益。

无论如何，长期以来资本纯收益率事实上的稳定性（或者说是从18、19世纪的4%~5%略微下降到当前的3%~4%，下降了20%~25%）对此项研究来说是一个极其重要的事实。

为了正确理解这些数字，先来回顾一下18、19世纪资本向租金的传统转化比例，最普通、风险最低的资本形式（土地和国债最为典型）一般是每年5%左右：资本资产的估算价值相当于该项资产20年的收益，有时可能增加至25年（相当于年收益率4%）。[7]

在19世纪初巴尔扎克、简·奥斯汀笔下，人们习以为常的是，资本和租金之间的等价关系是5%（较少情况下是4%）。小说家们一般不会论及资本的本质，倒是把土地和政府债券当成近乎完美的替代物，只去谈论租金收益。例如，小说中提到，一位主人公每年有5万法郎或2 000英镑租金，但不管这是来自土地还是政府债券。两者没有什么区别，因为在这两种情况下，收入都是确定和稳定的，足以支撑某种特定的生活方式，并将这种已经习惯了显著社会地位一代代传递下去。

奥斯汀和巴尔扎克都认为，没有必要详细说明将一定数量的资本转化为年租金所需的收益率是多少：每个读者都心知肚明，需要大约100万法郎，才能得到5万法郎年租金（或者需要4万英镑资本，每年产生2 000英镑的收入），不管投资的是政府债券、土地还是其他。对19世纪的小说家和读者来说，财富与年租金之间的对应关系是不言自明的，从一种衡量尺度向另外一种转换是轻而易举的，好像两者完全可以同义互换。

同样显而易见的是，小说家和读者都知道，不管是高老头的面粉厂，还是《曼斯菲尔德庄园》里托马斯爵士在西印度群岛的种植园，某些投资需要人员因素的更多参与。而且，此类投资的收益自然更高一些，一般约为7%~8%，如果谈成一桩好买卖，收益甚至更高，就像赛查·皮罗托早期在香水业取得成功之后想在巴黎玛德莲区投资房地产一样。不过，大家都非常明白，当用来办理这些事情的时间和精力从利润中扣除以后（想想托马斯爵士被迫在西印度群岛花掉的漫长时间），最终得到的纯收益不会总是高于土地和政府债券投资4%~5%的收益率。换言之，额外收益大多是投入经营的劳动报酬，资本纯收益（包括风险溢价）一般不会高于4%~5%（这个数字在任何情况下都不算低）。

21世纪初的资本收益

资本纯收益率是如何确定的呢？即扣除包括用于投资组合管理的时间价值在内的所有管理成本之后，年资本收益率是多少？它为什么会从巴尔扎克、奥斯汀时期的大约4%~5%逐渐下降至今天的约3%~4%呢？

在试图回答这些问题之前，还有一个重要问题需要澄清。一些读者发现，考虑到他们不多的储蓄所获得的微薄收益，当前3%~4%的平均资本收益率已经相当不错了。这里有几点需要说明。

首先，图6.3和图6.4中显示的收益是税前收益。换言之，它们是在不对资本或收入收税的情况下资本能够得到的收益。在第四部分中，我会讨论这些税收在过去发挥的作用，以及随着国家间财政竞争日趋激烈，税收在未来可能发挥的作用。在目前这个阶段，简而言之，在18、19世纪，财政压力几乎不存在。财政压力在20世纪陡然升高并延续至今，于是与税前收益率相比，税后平均资本收益率长期以来下降得更多。当前，如果采取恰当的财政优化战略，资本及资本收入的税收水平可以变得相当低（一些特别有说服力的投资者甚至能获得补贴），但在多数情况下税收还是大量存在的。尤其是，要记住除了所得税，还有许多税种需要考虑：例如，房地产税降低了房地产投资的收益，公司税也是这样，降低了公司金融资本投资的收入。只有所有这些税收完全废除（有朝一日终会实现，但我们还有很长的路要走），实际归于所有者的资本收益才会达到图6.3和图6.4那样的水平。把所有税收考虑在内，当前多数发达国家的资本收益平均税率约为30%。这是资本纯经济收益与

个人所有者实际收益差别巨大的首要原因。

第二点重要说明你也需要牢记在心，即约3%~4%的纯收益率只是一个平均值，掩盖了巨大的个体差异。有些人唯一的资本是支票账户中的少量余额，对他们来说，收益率还是负数，因为这些余额不产生利息，且被通货膨胀吞噬掉了。储蓄账户的收益率经常追不上通货膨胀率。[\[8\]](#)不过重要的是，即便有许多这样的个人，他们的财富总额依然较小。回想一下，发达国家的财富当前被划分成两个大致相等（或相当）的部分：房地产和金融资产。几乎所有金融资产都表现为股票、债券、共同基金和长期金融合同（例如年金或养老金）形式。不计息的支票账户当前只占国民收入约10%~20%，或者最多占财富总额（前面提到过，即国民收入的500%~600%）的3%~4%。如果加上储蓄账户，这个总数可以增加至国民收入的30%以上，或者刚刚超过财富总额的5%[\[9\]](#)。支票账户和储蓄账户利息收入微乎其微，这个事实当然让存款人感到担心，但就资本平均收益而言，这个事实不太重要。

对于平均收益，更为重要的是要看到房屋的年租赁价值占国民财富总额的一半，一般是房产价值的3%~4%。例如，价值50万欧元的一套公寓每年产生1.5万~2万欧元租金（或者每月约1 500欧元）。倾向于自己拥有房产的人可以省下这笔租金。价格较为适中的房产也是这种情况：价值10万欧元的公寓每年产生3 000~4 000欧元租金（或者让房东免去这笔租金）。此外，值得注意的是，小公寓的租金收益高达5%。作为大宗财富的主要资产，金融投资的收益仍然较高。总体算来，正是此类对房地产和金融工具的投资，占据了私人财富的主要部分，并提高了平均收益率。

实际资产和名义资产

第三点需要澄清的是，图6.3和图6.4中显示的收益率是实际收益率。换言之，如果试图从这些收益中剔除通货膨胀率（当前发达国家一般为1%~2%），那将是一个严重的错误。

原因很简单，之前也谈到了：家庭财富的主体由“实际资产”（即与实际经济活动直接相关的资产，比如房产或公司股份，它们的价格随着相关经济活动发生变化）构成，而不是由“名义资产”（价值固定在名义

初始价值上的资产，比如储存于支票或储蓄账户中，或者投资于通货膨胀影响的国债的一定数额的资金）构成。

名义资产容易受到实际通货膨胀风险的影响：如果把1万欧元投入支票或储蓄账户，或者非通胀指数化的政府债券或公司债券，那么10年后这笔投资依然价值1万欧元，即便在此期间消费价格已经翻番。在这种情况下，我们说这笔投资的真实价值下跌了一半：拿着这笔投资，你所能享受的商品和服务减半，所以你10年后的收益率为 -50%，在此期间获得的利息也许能（也许不能）补偿这笔损失。在价格上涨剧烈的时期，“名义”利率，即剔除通货膨胀率之前的利率，会上涨到很高水平，通常比通货膨胀率还高。可是，投资者的业绩取决于什么时候进行投资，交易各方当时对未来的通货膨胀有什么预期等；而“实际”利率，即剔除通货膨胀率之后实际获得的收益，根据情况不同，有可能是显著的负数，也有可能是正数。[\[10\]](#)无论是什么情况，要想知道名义资产的实际收益，就必须从利率中剔除通货膨胀率。

对于实际资产，情况就完全不一样了。房地产价格，和公司股票、共同基金投资的价格相似，一般至少会与消费价格指数一样迅速上涨。换言之，我们不仅不必从此类资产的年租金或红利中扣减通货膨胀，还需要在出售资产时，在年度收益上增加资本收益（某些情况下需要扣减资本损失）。关键问题是，实际资产远比名义资产更具代表性，它们一般占家庭总资产的3/4还多，甚至在某些情况下达到9/10。[\[11\]](#)

在第五章分析资本积累时，我得出结论，认为这些不同的效应最终会随着时间流逝而相互抵消。具体地说，如果着眼于1910~2010年的所有资产，我们会发现它们的平均价格好像与消费价格指数一样同比例提高，至少速度接近。的确，对于某种特定的资产而言，可能会有大量的资本收益或损失（特别是，名义资产会带来资本损失，并由实际资产的资本收益来补偿），而且在不同时期收益或损失大不相同：资本相对价格在1910~1950年间大幅下降，而在1950~2010年间不断上涨。在这些情况下，最理性的方法是采纳以下观点，即图6.3和图6.4中提到的资本平均收益，它是用年度资本收入流量（来自租金、股息、利息和利润等）除以资本存量而得出的，因此忽略了资本收益和资本损失，是对长期资本平均收益的一种很好的估算。[\[12\]](#)当然，这并不是说我们研究任何一种具体资产的收益时，都不需要加上资本收益或减去资本损失（尤其是，在计算名义资产收益率时要用名义收益率减去通货膨胀率）。但

是，如果不加上资本收益，而从所有形式的资本收益中减去通货膨胀，那就没有多大意义了。平均资本收益一般情况下足以抵消通货膨胀效应。

不要曲解我的意思。显然我不否认通货膨胀在某些情况下会对财富、财富收益和财富分配产生实际影响，不过这种影响更多的是不同资产类别之间的财富再分配，而不是长期的结构性影响。例如，我在前面说过，两次世界大战之后，主要就是因为通货膨胀，导致发达国家公债价值大幅缩水。但如果通货膨胀率在相当长一段时间内居高不下，投资者就会通过投资实际资产来保护自己。有充分理由相信，大宗财富经常是很长时间内高度指数化的、高度分散的资产，而小型财富（一般是支票或储蓄账户）是受通货膨胀影响最大的资产。

诚然，有人会指出，通货膨胀从19世纪的0过渡到20世纪末、21世纪初的2%，导致了资本纯收益小幅下降，因为在零通货膨胀率体制下，做食利者相对容易（过去积累的财富没有被价格上涨稀释的风险），而今天的投资者必须花时间和不同资产种类间进行重新配置，以寻求最佳投资策略。不过，重申一次，大宗财富不一定是受通货膨胀影响最大的财富，过去依靠通货膨胀降低财富积累影响的做法也不一定是实现目标的最好方式。我将在接下来的第三部分重新讨论这个重要问题，研究一下不同规模投资者获取实际收益的办法，然后在第四部分中，比较各种影响财富分配的制度和政策，首先就包括税收和通货膨胀。就目前而言，只需要了解，通货膨胀在对财富进行重新分配方面发挥了作用——有时令人满意，有时则不能令人满意。不管怎样，通货膨胀对平均资本收益的潜在影响相当有限，远远小于表面上的名义效应。[\[13\]](#)

资本有什么用处？

前面我已经运用最完整的历史数据，阐明了资本收益是如何随着时间而演变的。现在我将试着解释所发现的变化。在一个特定的社会，处于一个特定的时间点上，资本收益率是如何确定的呢？哪些主要社会和经济力量在起作用，这些力量为什么会随着时间而变化？关于21世纪的资本收益率将如何变化，我们又能做出哪些预测呢？

按照最简单的经济模型，假设资本和劳动力市场是完全竞争市场，

那么资本收益率应该完全等于资本的“边际生产率”（即增加一个单位劳动要素所增加的产量）。在更复杂也更现实的模型中，资本收益率还取决于有关各方的相对议价能力。根据情况不同，它可能高于或低于资本边际生产率（特别是因为这个数量并不总是能精确测量）。

总之，资本收益率是由以下两种力量决定的：一是技术（资本有什么用处？），二是资本存量的充足度（资本过多会扼杀资本收益）。

技术理所当然发挥着关键作用。如果作为生产要素，资本毫无用处，那么从定义上讲，它的边际生产率就是零。理论上讲，设想这么一种社会，资本在生产过程中毫无用处：没有投资能够增加农地的生产率，没有工具或机器能够提高产量，居者有其屋并不比风餐露宿增加多少幸福感。然而在这样的社会，资本依然可以作为单纯的价值储存手段发挥重要作用，人们可能愿意积累成堆的食物（假设条件允许这样储存），以防未来可能发生的饥荒，或者仅仅出于审美原因（可能是在食物堆上添加成堆的珠宝和其他装饰物）。抽象地说，谁也不可能阻止我们想象这样一个社会，它的资本/收入比 β 非常高，而资本收益率 r 确实为零。在这种情况下，资本占国民收入的比重（ $\alpha = r \times \beta$ ），也会是零。在这样的社会里，所有国民收入和产出都归功于劳动。

我们当然有权想象这样的社会，但在所有已知人类社会，包括最原始的社会，情况都不是这样的。在所有文明中，资本发挥着两项经济功能：首先，它提供了住宅（更准确地说，资本产生了“住宅服务”，它的价值以相应的租赁价值来衡量，其定义为与风餐露宿相比，在房屋里睡觉和生活所带来的幸福感的增量）；其次，它充当了一种生产要素，在需要土地、工具、大楼、办公室、机器、基础设施、专利等的生产过程中生产其他商品和服务。在历史上，最早的资本积累形式包括工具以及土地（围栏、灌溉、排水等）和基本居所（洞穴、帐篷、棚屋等）的改善。后来逐渐产生了形式更为复杂的产业资本和商业资本，还有不断改善的居住形式。

资本边际生产率的概念

具体地讲，资本边际生产率是指增加一个单位资本所增加的生产价值。比如，假设在某个农业社会，一个人拥有相当于100欧元的额外土

地或工具（土地和工具的普遍价格已给定），他每年可以额外获得相当于5欧元的粮食产量（所有其他条件都相等，尤其是使用劳动力的数量），那么我们就可以说，100欧元投资的资本边际生产率是5欧元，或每年5%。在完全竞争的条件下，这是资本（土地或工具）所有者每年应从农业工人那里获得的收益率。如果资本所有者试图获得超过5%的收益率，工人就得从其他资本家那里租赁土地和工具。如果工人想支付不超过5%的收益，那么土地和工具就会被转给另一位工人。显然，某些情况下，在租赁土地和工具或购买劳动力方面（后者应该叫作“买方垄断”而不是垄断），地主处于垄断地位，资本所有者可以强加一个高于其资本边际生产率的收益率。

在更为复杂的经济中，资本有更多种多样的用途——人们既可以在农业中也可以在住宅、工业或服务企业中投入100欧元——那么资本的边际生产率可能难以确定。从理论上说，这是金融中介（银行和金融市场）体系的功能：为资本找到最佳用途，以使每单位资本都能投入到生产率最高、投资者收益最高的地方（如果需要，可以翻遍地球）。如果一个资本市场能够让每单位资本投到最富成效的地方，在经济允许的情况下获得最多的边际产出，这样的资本市场就被称为“完美”的市场。如果可以的话，这还能作为高度分散化的投资组合的一部分，资本所有者可以获得无风险的平均收益，同时使中介成本最小化。

实际上，金融机构和股票市场一般远远达不到这么理想和完美。它们经常成为长期动荡、投机浪潮和市场泡沫的源头。的确，要为每单位资本找到最佳用途可不是简单的任务，别说在全世界，就是在一国之内也不容易。更有甚者，“短期行为”和“伪造账目”有时反倒成了立即实现私人资本收益最大化的捷径。然而，不管制度有多么不完善，显然金融中介体系在经济发展史上还是发挥了核心作用。这个过程总是涉及众多角色，不只是银行和正规金融市场，例如在18、19世纪，公证人发挥了重要的作用，他们把投资者和需要融资的企业主撮合在一起，比如开面粉厂的高老头和想投资房地产的赛查·皮罗托。[\[14\]](#)

这里必须阐明，在某一特定社会，资本边际生产率的概念与资本——劳动划分的制度和规则（或者根本不存在规则）无关。例如，如果土地和工具所有者利用自有资本，他们很可能不会为自我投资所产生的资本收益单独记账。不过，这一资本依然有用，其边际生产率是相同的，与向外部投资者支付收益没有区别。即便一种经济制度愿意将所有

或部分资本存量集体化，或者在极端情况下（如苏联）消灭所有私人资本收益，情况也是如此。在这种情况下，私人收益小于“社会”资本收益，但后者依然被定义为额外一单位资本所产生的边际生产率。即便资本所有者没有出更多的力，他们依然可以凭财产所有权（自己或先祖以往的储蓄）获得这一边际产品，这种情况是有益和公正的吗？这显然是一个重要问题，但我不在这里讨论。

资本过多会扼杀资本收益

资本过多会扼杀资本收益：无论构建资本——劳动划分的规则和机制是什么，我们都会自然而然地认为，随着资本存量的递增，资本边际生产率递减。例如，如果每名农业工人已经有数千公顷土地要耕种，那么每增加一公顷土地，额外收益会非常有限。同样，如果一个国家已经建造了大量住宅，每位居民都拥有数百平方英尺的居住空间，那么每增加一处房屋，所增加的幸福（按照某个人为住进这所房屋所要支付的额外房租来测算）可以忽略不计。各类机器和设备也是如此：数量超过某个水平，边际生产率就会递减。（虽然启动生产可能只需要最小数量的工具，但最终还是会达到饱和状态。）反之，如果在某个国家，人口数量庞大，必须分享有限的土地供应、稀缺的住宅和少量的工具，那么每增加一个单位的资本，其边际产出自然非常大，幸运的资本所有者会不失时机地利用这一机会。

因此，有趣的不是资本边际生产率是否随着资本存量的递增而递减（显然如此），而是递减的速度有多快。尤其是，这里的核心问题是当资本/收入比 β 递增时，资本收益率 r 会递减多少（假设其等于资本边际生产率）。可以考虑两种情况：如果资本/收入比 β 增大，资本收益率 r 超比例下跌（例如， β 增加一倍，而 r 下跌一半以上），那么资本收入占国民收入的比重（ $\alpha = r \times \beta$ ）下降。换言之，资本收益的减少高于资本/收入比增加的补偿。反过来说，如果 β 增大，而 r 下降幅度小（例如，如果 β 增加一倍，而 r 下降不到一半），那么资本收入比重（ $\alpha = r \times \beta$ ）也增加。在这种情况下，与资本/收入比增大相比，资本收益率下降的效应仅仅是为了缓解和减轻资本收入比重的增加。

根据英国和法国的历史演变，从长期来看，第二种情况好像更有意义：资本收入比重 α ，与资本/收入比 β 一样，都走出了一条U形曲线

(18、19世纪水平较高,20世纪中期下降,20世纪末、21世纪初则反弹)。不过,资本收益率 r 的演变显然降低了这一U形曲线的波幅:“二战”后资本极其稀缺,资本收益率特别高,这符合边际生产率递减的原则。但这一效应不太强,还不足以反转资本/收入比 β 的U形曲线,进而将资本收入比重(α)转化成一条倒U形曲线。

重要的是,依然需要强调上述两种情况在理论上都是可能的。一切都取决于变幻莫测的技术,或者更准确地说,一切都取决于能够把资本和劳动结合起来,生产出社会所需要的各种商品和服务的可用技术的范围。在思考这些问题时,经济学家经常使用“生产函数”这个概念,这是一个反映给定社会里各种技术可能性的数学公式。生产函数的一个特征是,它确定了资本与劳动之间的替代弹性。也就是说,它测量的是,为了生产所需的商品和服务,资本替代劳动,或者劳动替代资本的难易程度。

例如,如果生产函数的系数完全固定,那么替代弹性为零:每名农业工人恰好需要1公顷土地、1件工具(或者每名产业工人需要1台机器),不多不少。如果1名工人多1/100公顷土地或多1件工具,额外资本的边际生产率将是零。同样,对于可用资本存量,如果工人数量多1人,增加的工人也不可能有效地工作。

反之,如果替代弹性无穷大,那么资本(或劳动)边际生产率则与可用资本和劳动的数量完全无关。尤其是,资本收益率是固定的,不取决于资本数量:按照固定百分比,总是能够积累更多资本和增加产量,比如每单位资本每年额外增加5%或10%。设想在一个完全自动化的经济体中,只需要增加更多资本,就能随意提高产量。

实际上,这两种极端情况都没有意义:第一种缺乏想象力,第二种在技术上过度乐观(或者对人类过度悲观,观点因人而异)。有意义的问题是,劳动与资本的替代弹性大于1还是小于1。如果弹性在0和1之间,那么资本/收入比 β 递增的幅度将小于资本边际生产率递减的幅度,从而使资本收入比重 α 递减(假设资本收益取决于其边际生产率)。

[15]如果弹性大于1,资本/收入比 β 递增的幅度将大于资本边际生产率下降的幅度,于是资本收入比重 α 递增(仍假设资本收益率等于其边际生产率)。
[16]如果弹性恰好等于1,则这两种效应相互抵消:资本收益递减的比例正好等于资本/收入比 β 递增的比例,于是其乘积 $\alpha=r \times \beta$ 不变。

超越柯布 - 道格拉斯：资本——劳动划分的稳定性问题

替代弹性恰好为1的例子与所谓的柯布 - 道格拉斯生产函数相似，这个函数以经济学家查尔斯·柯布和保罗·道格拉斯命名，他们于1928年首先提出。根据柯布 - 道格拉斯生产函数，无论发生什么事情，尤其是无论有多少可用资本和劳动，资本收入比重 α 总是等于一个固定系数，也可认为是一个纯粹的技术参数。[17]

例如，如果 $\alpha = 30\%$ ，那么不管资本/收入比是多少，资本收入总是国民收入的30%（劳动收入是70%）。如果储蓄率和增长率使长期资本/收入比（ $\beta = s/g$ ）相当于6年的国民收入，那么资本收益率就是5%，资本收入比重就是30%。如果长期的资本存量只是3年的国民收入，那么资本收益率将上升到10%。如果储蓄率和增长率使资本存量相当于10年的国民收入，那么资本收益率就会降至3%。在所有情况下，资本/收入比都是30%。

“二战”后，柯布 - 道格拉斯生产函数（经保罗·萨缪尔森推广后）在经济学教科书中风靡一时，原因有好有坏，包括其简洁性（经济学家喜欢简单的故事，即便它们只是近似正确），但首要原因还是由于资本——劳动划分的稳定性使社会秩序看起来相当和平、和谐。实际上，资本收入比重的稳定性（假设这被证明是正确的）绝不会确保和谐：它反倒与极端的资本所有权不平等和收入分配不平等相伴相生。而且，与一些普遍的看法相反，资本收入比重的稳定性绝不意味着资本/收入比的稳定性，不同时期、不同国家很容易呈现不同的数值，特别是，资本所有权实质上存在国际不平衡。

不过，我想强调的是，与资本——劳动划分完全稳定的想法相比，历史现实更为复杂。柯布 - 道格拉斯假说有时能非常接近某几次周期或某些行业的情况，而且无论如何，它是进行深入思考的有益出发点。但是，这一假说不能像我所收集的数据那样，很好地解释长期、短期或中期历史形态的多样性。

这的确没什么意外的，因为柯布和道格拉斯首先提出这一假说时，经济学家只有极少历史数据可以运用。在1928年发表的研究论文中，这两位美国经济学家使用了1899~1922年美国制造业的数据，归于利润的

收入比重的确具有某种稳定性。[18]这个想法好像是英国经济学家阿瑟·鲍利首先提出的，他于1920年出版了一本关于1880~1913年英国国民收入分配的重要著作，其主要结论是：资本——劳动划分在这个时期一直相对稳定。[19]不过很显然，这些作者研究的时间段相对短暂；尤其是，他们没有尝试拿这一结果与19世纪初的估计做比较（更别说18世纪了）。

此外，正如之前指出的那样，在19世纪末、20世纪初甚至整个“冷战”时期，这些问题引起了非常强烈的政治争议，不利于冷静地考虑事实情况。保守派和自由派经济学家都热衷于说明增长让所有人受益，因此钟情于资本——劳动划分非常稳定的想法，即便这有时意味着无视数据或忽视资本收入比重日益增加的时期。出于同样的原因，马克思主义经济学家喜欢说明资本收入比重一直上升而工资停滞，即便这样有时需要扭曲数据。1899年，爱德华·伯恩斯坦鲁莽地声称工资在上涨，与现有政权合作，工人阶级将大有可图（他甚至准备担任德意志帝国议会的副主席），结果他在汉诺威德国社会民主党国会上全票胜出。1937年，年轻的德国历史学家和经济学家于尔根·库钦斯基对鲍利及其他资产阶级经济学家发起了攻击，他后来成为东柏林洪堡大学著名的经济史教授，1960~1972年发表了里程碑式的38卷世界工资史。库钦斯基辩称，从工业资本主义开始到20世纪30年代，劳动收入占国民收入的比重一直平稳下降。19世纪的上半叶或者前2/3的时间是这种情况，但从整个时期看这个说法就错了。[20]在此之后的数年中，学术期刊里一片论战。1939年，在一向崇尚冷静辩论的《经济史评论》中，弗雷德里克·布朗明确支持鲍利，称其为“伟大学者”和“严谨的统计学家”，而他认为库钦斯基不过是一个“操纵者”，这个指控有些不着边际。[21]同样在1939年，凯恩斯站到了资产阶级经济学家一边，声称资本——劳动划分的稳定性是“所有经济学中最为明确的规律之一”。这个说法至少可以说是草率的，因为凯恩斯基本上依赖的只是20世纪20年代英国制造业的数据，而这些数据不足以确立一个普遍性规律。[22]

在1950~1970年（事实上可以推迟至1990年）出版的教科书中，资本——劳动划分的稳定普遍被描述成毫无争议的事实，但是很遗憾，这个所谓的定律所适用的时段却从来没有被明确界定过。多数作者使用的数据不早于1950年，没有与两次世界大战期间或20世纪初作比较，更别说18世纪、19世纪了。不过，从20世纪90年代开始，许多研究成果提到，在发达国家中，1970年后利润和资本占国民收入的比重显著提

升，与此同时，工资和劳动的比重出现下降。因此，普遍接受的稳定理论开始遭到质疑。21世纪初，经济合作与发展组织（OECD）和国际货币基金组织（IMF）发表了几份官方报告，注意到了这个现象（这是此问题开始被严肃对待的信号）。[23]

据我所知，本书研究的新颖之处在于，它着眼于18世纪以来资本/收入比的变化，第一次试图把资本——劳动划分和最近资本收入比重增加的问题放到更广阔的历史背景当中。鉴于可利用的史料资源不完善，这种做法固然有其局限性，但我认为这能让我们更好地思考这些重要问题，并从全新的视角看待这个问题。

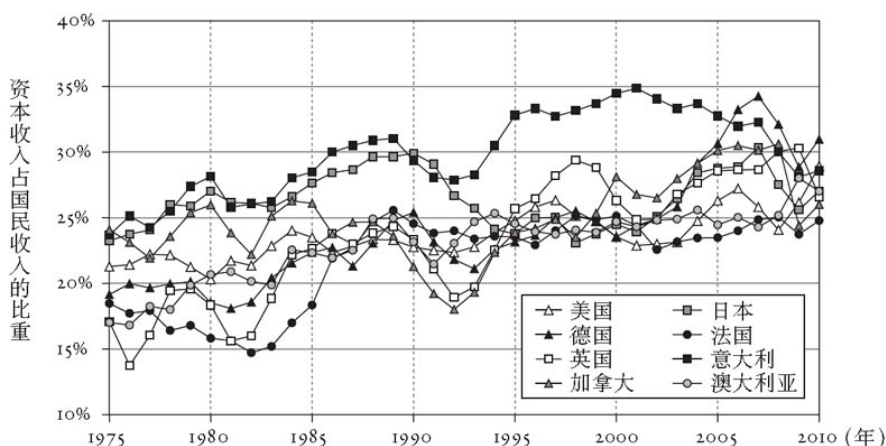
21世纪的资本——劳动划分：弹性大于1

我首先来分析柯布 - 道格拉斯模型在研究长期演变上的不足。从长期来看，资本和劳动之间的替代弹性好像大于1：资本/收入比 β 增加似乎能导致资本收入比重 α 稍有增加，反之亦然。直觉告诉我们，资本从长期来看有多种不同用途。事实上，我们观察到的历史演变表明，至少在某种程度上，资本总是可以找到一些新的有益的用途，例如建造和装饰房屋的新方法（房顶上的太阳能板或数字照明控制设备）、更加精密的机器人和其他电子设备，医学技术也需要越来越多的资本投入。在一个多元化的发达经济体中，资本的用途非常丰富，替代弹性通常大于1，要理解这一点，就不难想象一个完全自动化、资本能自我增值的经济体（相当于替代弹性无穷大）。

显然，21世纪资本和劳动替代弹性很难预测。基于历史数据，我们可以估算弹性在1.3~1.6。[24]但是，这个估算不仅不确定、不精确，而且没有理由认为未来的技术会表现出与过去一样的弹性。看来，唯一相对确定的是资本/收入比 β 递增的趋势。我们已经通过近几十年发达国家的发展情况观察到这一点，这一趋势还可能向其他国家蔓延，如果增长（尤其是人口增长）在21世纪放缓，很可能伴随着资本收入比重 α 的持久增大。无疑，随着 β 增大，资本收益率 r 很可能下降。但是根据历史经验，最可能的结果是数量效应会超过价格效应，也就是积累效应会超过资本收益率的下降。

的确，现有数据表明，1970~2010年，在多数发达国家资本占国民

收入的比重出现上涨，与资本/收入比上涨相似（见图6.5）。不过请注意，这种上升趋势不仅与替代弹性大于1相一致，也与过去几十年间资本相对劳动的议价能力上升相一致，其间资本流动性上升，急于吸引投资的国家之间竞争加剧。这两种效应近年来很可能相互强化，未来这种情况还可能持续。不管怎样，必须指出的是，在防止资本/收入比 β 随着资本收入比重 α 稳步上升方面，并不存在自我校正的机制。



1970年，资本收入占发达国家国民收入的15%~25%，2000~2010年为25%~30%。

图6.5 1975~2010年发达国家的资本收入比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

传统农业社会：弹性小于1

我刚才已经说明了，当代经济的一个重要特征是存在很多资本替代劳动的机会。有趣的是，在以农业为基础的传统经济中并不完全是这种情况，因为资本的主要形式是土地。现有历史数据清晰地表明，传统农业社会的资本劳动替代弹性明显小于1。尤其是，为什么在18世纪、19世纪美国的土地价值（按资本/收入比和地租来衡量）明显低于欧洲，唯一能够解释的理由是，新大陆土地更为丰饶。

这也完全符合逻辑：如果资本是劳动现成的替代方式，那它必然以各种形式存在。对任何一种资本形式（最好的例子是农地）来说，一旦超过某个临界点，价格效应就会超过数量效应。如果整个大洲仅供几百个人随意使用，按理说土地价格和地租显然会下降至接近零的水平。没

有什么能比新大陆和旧世界的相对土地价值和地租更好地阐释“资本泛滥扼杀资本收益”这句格言了。

人力资本是错觉吗？

现在是时候转向一个重要问题了：随着历史的发展，人力资本显然越来越重要，这难道是一个错觉吗？我来更准确地重新表述这个问题。许多人认为，发展过程和经济增长的主要特征是，人类劳动、技能和知识在生产过程中越来越重要。虽然对这一假说的表述并非一直很明确，但一个合理的解释是，技术已经发生了很大变化，劳动要素现在发挥着更大作用。[\[25\]](#)实际上，对资本收入比重长期下降做出这种解释似乎是合理的，1800~1810年是35%~40%，2000~2010年是25%~30%，相应的劳动收入比重从60%~65%提升至70%~75%。劳动收入比重之所以上升，只是因为劳动在生产过程中变得更为重要。因此，正是人力资本的增长才导致流向土地、建筑和金融资本的收入比重下降。

如果这一解释是正确的，那么它所指出的这种变革的确是巨大的。不过还是不能掉以轻心。首先，正如前文指出的，我们现在对此还没有充分的历史依据，无法对资本收入比重的长期演变做出适当的判断。在未来几十年，资本收入比重很有可能增长到19世纪初的水平。即使技术的结构形态以及资本和劳动的相对重要性不发生变化（虽然劳动和资本的相对议价能力会发生变化），即使技术只有微小的变化（我认为可能性更大），变革也有可能出现。不过，资本/收入比的增加会促使资本收入比重接近或超越历史峰值，因为资本与劳动的长期替代弹性显然大于1。这项研究迄今最为重要的启示是：现代技术仍然使用大量资本，更重要的是，因为资本有许多用途，人们可以积累巨额资本，而收益率也不会下降至零。在这些情况下，即使技术变化有利于劳动，资本收入比重也没有理由一直下降。

其次，长期看来，资本收入比重很可能从35%~40%下降到25%~30%，我认为这是相当合理和突出的现象，但还不足以改变文明进程。显然，技术水平在过去两个世纪显著提高。但是，产业、金融和房地产资本的存量也实现了巨大增长。有些人认为资本已经不再重要，我们已经不可思议地从一个基于资本、遗产和亲缘关系的文明走向了一个基于人力资本和才华天赋的文明；仅仅由于技术的变化，有钱有势的

股东就已经被才华横溢的经理人取代。到第三部分转向研究个人收入和财富分配不平等时，我会回过头来讨论这个问题，目前不可能给出正确的答案。但我已经对这种盲目乐观提出了足够多的提醒：资本还没有消失，就是因为它还有用，甚至不会逊于巴尔扎克和奥斯汀的时代，在未来也很可能依然如此。

资本——劳动划分的中期变化

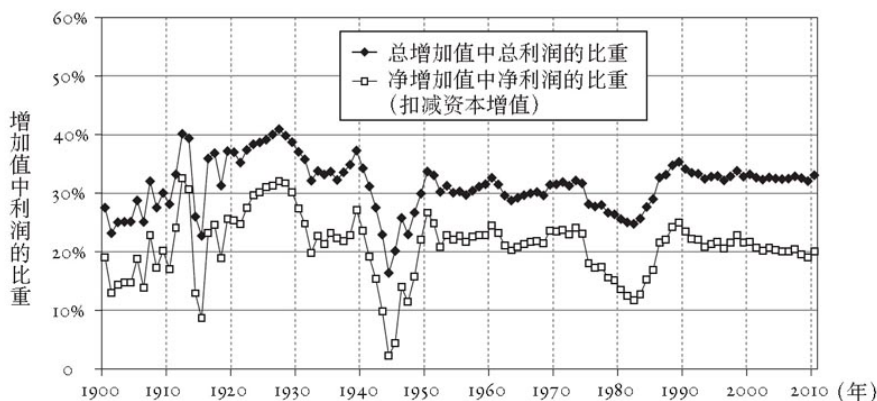
我已经说明了，声称资本——劳动划分完全稳定的柯布 - 道格拉斯假说，无法完美地解释资本——劳动划分的长期演变。可以说，短期、中期演变（在某些情况下会延续相当长的时期）也是如此，甚至有过之而无不及，目睹这些变化的当代人尤其这样认为。

我在导言中简要讨论过一个最重要的例子，即工业革命初期（1800~1860年）资本收入比重无疑是升高的。我们拥有英国的最完整数据，现有的历史研究成果，尤其是罗伯特·艾伦（他把工资的长期停滞命名为“恩格斯停顿”）的研究成果，表明资本占国民收入的比重从18世纪末、19世纪初的35%~40%增加了10个百分点，达到19世纪中期的45%~50%——当时马克思撰写了《共产党宣言》，并着手写作《资本论》。这些史料来源也表明，这一升高变化大体上得到了补偿，1870~1900年资本收入比重出现相应幅度的下降，之后1900~1910年又稍有上升，最终19、20世纪之交时的资本收入比重与法国大革命、拿破仑时代的情况没有太大差别（见图6.1）。因此，我们说有一个中期运动轨迹，而不是一个长期趋势。不过，19世纪上半叶10%的国民收入转移绝不能视而不见：具体而言，这个时期经济增长的主体部分流向了利润，而客观上已经非常可怜的工资却停滞不前。艾伦称，出现这种情况的主要原因是，大批劳动力从农村流向城市，以及技术变革提升了资本生产率（反映为生产函数的结构性变化）——简言之，即技术的日新月异。[\[26\]](#)

法国现有的历史数据也表明了类似的年代变化。特别是，所有资料都显示，在1810~1850年，尽管产业增长强劲，工资依然严重停滞。让·布维尔和弗朗索瓦·菲雷在有关法国领先的产业公司著作中，用收集到的数据证实了这种年代变化：利润比重增加至1860年，然后1870~1900年间减少，1900~1910年间又再次上升。[\[27\]](#)

我们关于18世纪以及法国大革命时期的数据也表明，在大革命前几十年，归于地租的收入比重递增（与阿瑟·扬对法国农民痛苦处境的观察相似）[28]，1789~1815年工资显著增长（土地重新分配以及动员劳动力满足军事冲突需要可以给出令人信服的解释）。[29]王政复辟和七月王朝时期，下层社会回首大革命时期和拿破仑时代时，他们当然会怀念以前的美好时光。

资本——劳动划分的这些短期、中期变化出现在许多不同的时间，作为提醒，我在图6.6~ 图6.8中列出了法国1900~2010年的年度演变情况，并将公司增加值中工资与利润划分的演变与国民收入中地租比重的演变区分开来。[30]特别要注意，工资和利润划分在“二战”以来经历了三个明显不同的阶段：1945~1968年利润急剧上升，紧接着1968~1983年利润比重显著下降，然后1983年后迅速上升，到20世纪90年代初稳定下来。我在后面几章会讨论收入不平等的动力，到时还将对这种高度政治化的年代变化做更多分析。请注意，1990~2010年间，尽管利润比重稳定下来，但从1945年起，国民收入中流向租金的比重稳步上升，这意味着流向资本的整体比重持续增加。



公司增加值中利润的比重从1982年的25%增至2010年的33%，净增加值中净利润的比重从12%增加至20%。

图6.6 1900~2010年法国公司增加值中利润的比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



房租（住房租赁价值）占国民收入的比重从1948年的2%上升至2010年的10%。

图6.7 1900~2010年法国房租占国民收入的比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



资本收入（净利润和房租）占国民收入的比重从1982年的15%上升至2010年27%。

图6.8 1900~2010年法国资本收入占国民收入的比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

对马克思和利润率下降的反思

在即将考察完资本/收入比和资本——劳动划分的历史动态时，有必要指出我的结论与卡尔·马克思的结论之间的关系。

对马克思来说，“资产阶级自掘坟墓”的核心机制类似于我在引言中所说的“无限积累原则”：资本家积累了越来越多的资本，最终必然导致

利润率（即资本收益率）下降和自身的灭亡。马克思没有使用数学模型，而且他的文章并非总是清晰明朗，所以我们难以确定他内心真实的想法。要解读他的思想，一个具有逻辑一致性的办法是考虑 $\beta = s/g$ 这个动态规律及其增长率 g 为零或无限接近零的特殊情况。

大家应该还记得， g 衡量的是长期结构性增长率，即生产率增长和人口增长的总和。罗伯特·索洛于20世纪50年代出版了关于增长的著作。在此之前的19世纪和20世纪初的所有经济学家，包括马克思，都没有明确认同和表述过生产率持续增长带动结构性增长的想法。[\[31\]](#)在那个时代，这是一个隐性假说，即产量的增长，尤其是制造业产量的增长，可以主要解释为产业资本的积累。换言之，产量之所以增长，只是因为每个工人得到了更多机器和设备的支持，而不是因为（在特定劳动和资本条件下）生产率本身提高了。今天我们知道，只有生产率提高了，长期结构性增长才有可能。不过，由于缺乏历史视角和可靠的数据，这个道理在马克思时期并非显而易见。

在缺乏结构性增长的地方，生产率和人口增长率 g 为零，我们就遇上了一个接近马克思所描述的逻辑矛盾。如果储蓄率 s 为正数，意味着资本家坚持每年积累越来越多的资本，以增强实力、延续优势，或者只是因为他们的生活水平已经很高，那么资本/收入比会无限增加。更一般地说，如果 g 接近零，那么长期资本/收入比 $\beta = s/g$ 会趋向无限大。而且如果 β 非常大，那么资本收益 r 必然越来越小，越来越接近于零，否则资本收入比重 $\alpha = r \times \beta$ 最终会吞噬掉所有国民收入。[\[32\]](#)

因此，马克思指出的这种动态不一致性相当于一种真实的困境，唯一的逻辑出口就是结构性增长，这是（在一定程度上）平衡资本积累过程的唯一办法。资本主义第二定律（ $\beta = s/g$ ）表明，只有生产率和人口的永恒增长才能补偿新资本单位的永恒增加。否则，资本家的确在自掘坟墓了：他们要么在阻止利润率下降的绝望战斗中相互毁灭（例如，德国和法国在1905年、1911年摩洛哥危机中为争夺最好的殖民地而兵戎相见），要么强迫劳动者接受国民收入中越来越小的比重，最终导致无产阶级革命因而资本被全面没收。不管怎样，资本终因其内在矛盾而逐渐遭到破坏。

马克思思想中实际上有这样一个模型（即基于资本无限积累的模型），他数次使用资本密集度很高的工业企业的账本，就证明了这一点。例如，在《资本论》第一卷中，他使用了一家纺织厂的账本，他说

这是账本“主人”转让给他的。账本显示，生产过程中使用的固定资本和可变资本总量与一年总产值的比率非常高，已经明显超过了10。这种水平的资本/收入比的确令人震惊。如果资本收益率为5%，那么工厂产值的一半多要被划入利润。马克思和许多忧心忡忡的当代观察家当然会问：这种情形将如何演变（特别是因为工资从19世纪初就停滞不前了）？这种资本超密集的产业会形成什么样的长期社会经济均衡？

马克思也是1820~1860年英国议会报告的忠实读者，他用这些报告来证明工人的悲惨、车间的事故、糟糕的卫生条件和产业资本家普遍的贪婪。他也使用了对不同来源利润征税的统计数字，表明19世纪40年代英国产业利润迅速增长。马克思甚至以非常印象派的方式，尝试使用遗嘱认证的统计数字，以表明拿破仑战争以来英国财富的急剧增加。[33]

问题是，尽管马克思有这些重要直觉，但他通常没有系统地对待手头的统计数字。尤其是，他甚至不去弄清他所看到的某些工厂账本上的高资本密集度，是代表了英国经济的整体情况，还是某个经济行业的特殊情况。再收集几十个类似的账本，他就可以弄得更明白。最让人惊讶的是，他的著作主要涉及的是资本积累问题，却不参考从18世纪初到19世纪许多人为估算英国资本存量而做出的努力。这些人当中有1800~1810年帕特里克·科尔昆，还有19世纪70年代的吉芬。[34] 马克思根本没注意身边关于国民经济核算的著作，更令人遗憾的是，这本来可以让他在某种程度上证实他对这段时间私人资本大量积累的直觉，更可以阐明他的解释模型。

超越“两个剑桥”

不过，非常重要的一点是，我们必须承认，19世纪末、20世纪初的国民经济核算及其他统计数据是不充分的，无法正确理解资本/收入比的动态。尤其是，对国家资本存量的估算比对国民收入、国内产值要多得多。直到20世纪中叶，经历了1914~1945年的冲击，情况则正好相反。这很可能解释了为什么资本积累及动态均衡问题会长时间持续激起争论、引发混乱。20世纪五六十年代著名的“剑桥资本争论”（Cambridge capital controversy）就是很好的例子（也称为“两个剑桥之争”，即英国的剑桥对阵美国马萨诸塞州的剑桥）。

简要回顾一下这场争论的主要观点：当20世纪30年代末经济学家罗伊·哈罗德和埃弗塞·多马首先引入公式 $\beta = s/g$ 时，通常使用成 $g = s/\beta$ 。特别是哈罗德，他声称 β 是固定的，取决于技术水平（比如生产函数中有固定系数，劳动和资本不可能相互替代），所以增长率完全决定于储蓄率。如果储蓄率为10%，而技术所决定的资本/收入比为5%（1个单位的产出正好需要5个单位的资本，不多不少），那么一个经济体生产能力的增长率就是每年2%。但是由于这个增长率必须等于人口的增长率（以及生产率的增长率，当时还定义不清），结果增长变成了本质上不稳定的过程，是“在刀刃上”的平衡。资本要么太多、要么太少，从而导致产能过剩和投机泡沫甚或是失业，或者两者都有（根据不同行业和年份而定）。

哈罗德的直觉并非完全错误，而且他著书立说时正值“大萧条”时期，那本身就是宏观经济极其不稳定的明显信号。实际上，他所描述的这个机制显然有助于解释为什么增长过程总是反复无常：储蓄和投资的决定一般是由不同个人出于不同原因做出的，要在国家层面上让储蓄与投资协调一致，的确是一个结构复杂和混乱的现象，尤其是因为在短期内经常难以改变资本密集度和生产组织。[\[35\]](#)不过，资本/收入比长期来看相对灵活，数据中大量的历史变化清晰地表现出这一点，而且资本与劳动的替代弹性在长期内明显大于1。

1948年，针对 $g = s/\beta$ 这个规律，多马提出了一个比哈罗德更乐观、更灵活的版本。多马强调这样一个事实，即储蓄率和资本/收入比在一定程度上可以相互调节。更为重要的是，索洛于1956年引入了一个具有可替代因子的生产函数，让人可以把公式反转过来，写成 $\beta = s/g$ 。从长远来看，资本/收入比因储蓄率和结构性增长率的变化而变化，而不是相反。然而，20世纪五六十年代，主要位于美国马萨诸塞州剑桥的经济学家（包括索洛和捍卫有替代因子的生产函数的萨缪尔森）与在英国剑桥工作的经济学家（包括琼·罗宾逊、尼古拉斯·卡尔多和卢伊季·帕西内蒂）继续争论。后者（有时不无困惑地）在索洛的模型中看到了增长总能实现完美平衡的断言，因而否定了凯恩斯赋予短期波动的重要性。直到20世纪70年代，索洛的所谓新古典增长模型才最终获得胜利。

事后重温这场争论中的交锋，很显然，辩论时常带有明显的后殖民主义意味（英国从亚当·斯密时期就一直在这个问题上占上风，美国经济学家试图从英国同行的历史束缚中摆脱出来，而英国人则试图捍卫凯恩

斯的理念，他们认为美国经济学家背叛了凯恩斯）。与其说它启蒙了经济思想，倒不如说它搞乱了经济思想。英国人的怀疑毫无理由。索洛和萨缪尔森深信，增长过程从短期来看不稳定，宏观经济稳定需要凯恩斯政策，而且他们认为第二定律（ $\beta = s/g$ ）只是一个长期规律。不过，美国经济学家（他们有些出生在欧洲，比如弗兰科·莫迪利亚尼）倾向于夸大他们发现的“平衡增长路径”的影响。[\[36\]](#)的确，第二定律（ $\beta = s/g$ ）描述的是所有宏观经济变量（包括资本存量、收入和产出流量）长期同步前进的增长模型。尽管如此，且不说短期波动这个问题，这种平衡增长也不能保证和谐分配财富，也绝不意味着资本所有权中不平等的消失或减少。此外，与最近流行的看法相反，第二定律（ $\beta = s/g$ ）也绝不会排除资本/收入比随着时间推移、因国家的不同而出现大规模的变化。正好相反，我认为，这场剑桥资本争论中双方之所以充满敌意且有时争议的内容贫乏，部分原因就是参与双方缺乏必要的历史数据，无法阐明争论的观点。令人印象深刻的是，双方都很少使用“一战”之前所做的国民资本估算。他们可能认为那与20世纪五六十年代的情况不相符。两次世界大战制造了概念和统计分析上的深层断裂，从欧洲的角度看，一段时间内人们几乎不可能从长远角度研究这个问题了。

资本在低增长制度下卷土重来

说实话，直到20世纪末以后，我们才拥有了统计数据和必不可少的历史跨度，来正确分析资本/收入比和资本——劳动划分的长期动态。具体地讲，从我收集的这些数据以及我们拥有幸拥有的历史跨度（当然还不够，但显然比以前的研究者更大）可得出以下结论。

首先，从逻辑上讲，重回历史上的低增长制度，尤其是人口零增长或负增长，会导致资本的回归。在低增长社会中重组大量资本存量的趋势可用第二定律（ $\beta = s/g$ ）来表达，并可以总结为：在停滞不前的社会里，以前积累的财富自然会十分重要。

当下的欧洲，资本/收入比已经升至5~6年的国民收入，与18世纪、19世纪直到“一战”前夕的水平相当。

从全球来看，在21世纪，资本/收入比完全有可能达到甚至超过这一水平。储蓄率现在约为10%，如果增长率长期保持在每年约1.5%的水

平，全球资本存量会增加至6~7年的收入水平。如果增长率降至1%，资本存量会升至10年的国民收入之高。

至于 $\alpha=r \times \beta$ 定律给出的资本占国民收入和全球收入的比重，经验表明，资本/收入比预计会上升，但不会必然导致资本收益率的显著下降。从长远来看，资本有许多用途，资本和劳动的长期替代弹性很可能大于1，就能反映出这个事实。因此最有可能的结果是，收益率的减少小于资本/收入比的增加，所以资本收入比重会增加。如果资本/收入比是7~8年的国民收入，资本收益率是4%~5%，那么资本占全球收入的比重会达到30%~40%，接近18世纪、19世纪的水平，甚至可能更高。

正如前面提到的那样，长期技术变革也有可能对劳动（比资本）稍为有利，从而降低了资本收益率和资本收入比重。但是这一长期效应的大小似乎有限，而且可能完全被反向作用的力量抵消，比如日益复杂的金融中介体系和国际资本竞争。

技术的不可预测

本书第二部分的主要启示是，没有什么自然力量会必然降低历史进程中资本和资本所有权所带来的收入的重要性。“二战”后的几十年间，人们开始认为，也许由于技术和纯粹的经济力量，人力资本对传统资本（土地、建筑和金融资本）的胜利是自然而然、不可逆转的过程。然而实际上，已经有人在说政治力量是根本原因。我的研究结果完全支持这一观点。经济和技术的进步不一定意味着民主和精英管理的进步，主要原因非常简单：像市场一样，技术既没有极限，也没有道德。技术的进步当然提高了对人的技能和能力的要求，但是它也提高了对公共建筑、民宅、写字楼、各种设备、专利等的要求，所以最终所有这些非人力资本（房地产、商业资本、产业资本、金融资本）的总价值几乎与劳动总收入一样迅速增加。如果真想在公共效用基础上建立一个更加公正合理的社会秩序，光指望不可预测的技术是不够的。

总之，基于生产率增长和知识扩散的现代增长，有可能避免马克思预言的世界末日，并使资本积累保持相对的平等。但它没有改变资本的深层结构，也没有真正降低资本（相对劳动）在宏观经济中的重要性。现在我必须考察收入和财富分配不平等是不是这种情况。19世纪以来，

对劳动和资本来说，不平等的结构到底发生了多大变化？

[1] 公债利息不属于国民收入的一部分（因为它只是一种转移支付），是对非国民资本的报酬（因为公债是私人债券持有者的资产，是政府的债务），因而不包含在图6.1~图6.4中。如果包含在内，资本收入比重会较高一些，一般约高1~2个百分点（在公债极高时期能达到4~5个百分点）。要见完整的系列，请参阅在线技术附录。

[2] 非工资劳动者既可以得到与工资劳动者同样的平均劳动收入，也可以得到企业资本与其他形式资本一样的平均收益，见在线技术附录。

[3] 在发达国家中，个体公司在国内产值中的比重已从20世纪50年代的30%~40%下降到80年代的约10%（主要反映了农业比重的下降，19、20世纪初又回到了50%），然后稳定在这一水平，由于财政条件的有利（不利）变化，有时会上升至约12%~15%。见在线技术附录。

[4] 图6.1和图6.2中所给出的数列，英国部分出自罗伯特·艾伦的历史研究，法国部分出自我自己的研究。关于来源和方法的所有细节，见在线技术附录。

[5] 见在线补充图S6.1和S6.2，我列明了英国和法国资本收入比重的上限和下限。

[6] 见第十二章。

[7] 18、19世纪英国和法国公共债务的利率一般为4%~5%，有时候低至3%（例如在19世纪末经济衰退期间）。与之相反，在政治气氛高度紧张时期，利率上升到5%~6%，甚至更高，这时候人们会对政府预算的公信力产生怀疑，例如，法国大革命之前和期间的几十年便是如此。见F. Velde and D. Weir, “the Financial Market and Government Debt policy in France 1746–1793,” *Journal of Economic History* 52, no. 1 (March 1992): 1–39。还可见K. Béguin, *Financer la guerre au 17e siècle: La dette publique et les rentiers de l’absolutisme* (Seyssel: Champ Vallon, 2012)。见在线技术附录。

[8] 法国“livret A”储蓄账户名义利率2013年时仅为2%，实际收益率接近零。

[9] 见在线技术附录。在大多数国家，支票账户存款产生利息（但法国严厉禁止）。

[10] 例如，名义利率为5%，通货膨胀率为10%，实际利率就是 -5%；而名义利率为15%，通货膨胀率为5%，则实际利率为 +10%。

[11] 房地产本身大约占总资产的一半，而且在所有金融资产中，实际资产一般占一半还多，经常超过3/4。见在线技术附录。

[12] 不过，我在第五章中解释过，这种方法将结构性资本收益（即股价中留存收益资本化而得到的收益）也包含在资本收益之中。长期来看，这是股票收益的重要组成部分。

[13] 换言之，在一个初始资本收益率为4%的社会里，通货膨胀率从0上升到2%，当然不能与对资本收入征收50%的税负相提并论，原因很简单，房地产和股票价格会开始每年上涨2%，这样只有一小部分家庭资产（一般是现金存款和一些名义资产）会缴纳通货膨胀税。我将在第十二章中再次讨论这个问题。

[14] 见p. Hoffman, Gilles Postel-Vinay, and Jean-Laurent Rosenthal, *Priceless Markets: The Political Economy of Credit in Paris 1660–1870*, (Chicago: University of Chicago Press, 2000)。

[15] 在弹性为0的极端情况下，即便资本稍有过剩，资本收益率以及资本收入比重也会减少为0。

[16] 在弹性无穷大的极端情况下，资本收益率不变，所以资本收入比重与资本/收入比同比例增加。

[17]柯布 - 道格拉斯生产函数是一个数学公式 $Y = F(K, L) = KaL^{1-a}$ ，其中Y是产量，K是资本，L是劳动。替代弹性大于1或小于1的情况，还有其他数学公式进行说明。弹性无穷大的情况是一个线性生产函数：产量是给定的 $Y = F(K, L) = rK + vL$ ，所以资本收益率r不取决于所用资本和劳动的数量，也不取决于劳动收益率v（恰好等于工资率，在这个例子中也是固定的）。见在线技术附录。

[18]见Charles Cobb and paul Douglas, “a theory of production,” American Economic Review 18, no. 1 (March 1928): 139–165。

[19]根据鲍利的测算，这个时期资本占国民收入的比例约为37%，劳动占比约63%。见arthur Bowley, The Change in the Distribution of National Income, 1880–1913, Oxford: Clarendon press, 1920。这一估计与我对这一时期的研究发现一致。见在线技术附录。

[20]见Jürgen Kuczynski, Labour Conditions in Western Europe 1820 to 1935, london: lawrence and Wishart, 1937。同年，鲍利扩展了他1920年后的著作。见arthur Bowley, Wages and Income in the United Kingdom since 1860, Cambridge: Cambridge University press, 1937。也可见Jürgen Kuczynski, Geschichte der Lage der Arbeiter unter dem Kapitalismus, 38 vols, Berlin, 1960–72。第32、33和34卷专门论述法国。库钦斯基的系列著作尽管有其局限性，但依然是宝贵的史料来源。关于对其著作的批评分析，见thomas piketty, Les hauts revenus en France au 20esiècle: Inégalités et redistribution 1901–1998, (paris: Grasset, 2001), 677–681。其他参考资料见在线技术附录。

[21]见Frederick Brown, “labour and Wages,” Economic History Review 9, no. 2 (May 1939): 215–17。

[22]见J.M. Keynes, “Relative Movement of Wages and Output,” Economic Journal 49 (1939): 48。有趣的是，当时的资本——劳动划分稳定论的支持者还是不能确定这一分割的稳定水平。在此情况下，凯恩斯坚持认为，1920年到1930年间，归于“体力劳动”（长期来看无法定义的一个类别）的收入比例好像是国民收入的40%。

[23]完整的文献目录，见在线技术附录。

[24]见在线技术附录。

[25]这可能表现为柯布 - 道格拉斯生产函数中指数 $1-\alpha$ 的增大（以及 α 的相应减小），或者对更为一般的、其中替代弹性大于1或小于1的生产函数进行类似调整。见在线技术附录。

[26]见在线技术附录。

[27]见Jean Bouvier, François Furet, and M. Gilet, Le mouvement du profi en France au 19e siècle: Matériaux et études (paris: Mouton, 1965)。

[28]见François Simiand, Le salaire, l'évolution sociale et la monnaie (paris: alcan, 1932); Ernest labrousse, Esquisse du mouvement des prix et des revenus en France au 18esiècle (paris: librairie Dalloz, 1933)。杰弗里·威廉姆森（Jeffrey Williamson）及其同事汇编的关于地租和工资长期演变的历史著作也表明，18世纪和19世纪初，流向地租的国民收入比重出现增加。见在线技术附录。

[29]见a. Chabert, Essai sur les mouvements des prix et des revenus en France de 1798 à 1820, 2 vols. (paris: librairie de Médicis, 1945–49)。也可见Gilles postel-Vinay, “a la recherche de la révolution économique dans les campagnes (1789–1815),” Revue économique, 1989。

[30]公司“增加值”的定义是其出售商品和服务而取得的收入（在英国称为“销售收入”）与其进货而向其他公司支付款项（称为“中间消费”）之间的差额。如其名称所示，同时，这个总数测度的就是公司在生产过程中增加的价值。工资从增加值中支付，余下的从定义上讲是利润。对资本——劳动划分的研究经常局限于工资——利润划分，而没有考虑租金。

[31]人口的永久持续增长概念并不比其他概念更清晰，其实它像以往一样依然含混不清、令人恐惧，这就是为什么全球人口稳定假说被广为接受。见第二章。

[32]资本收益不趋向于零的唯一情况就是“自动化”经济，其资本与劳动的替代弹性无限大，于是生产最终只使用资本。见在线技术附录。

[33]最有意思的税收数据出现在《资本论》第一卷的附录10。基于马克思给出的账本，对利润比重和利用率进行了计算，见在线技术附录对这些计算的分析。在《工资、价格和利润》（1865年）中，马克思使用了一家高度资本主义化的工厂的账目，其中利润占增加值的50%（与工资比例一样大）。虽然他没有明说，但好像他认为工业经济中的整体划分就是这个样子。

[34]见第一章。

[35]最近几个理论模型试图明确解释这种直觉。见在线技术附录。

[36]姑且不说有些美国经济学家（从莫迪利亚尼开始）认为资本已经完全改变了性质（现在的资本来自于整个生命周期的积累），而英国人（从卡尔多开始）依然认为财富是继承的遗产，这显然不能让人信服。我将在第三部分回头讨论这个重要问题。

CAPITAL

in

the

Twenty-

第三部分 **不平等的结构**

First

Century

第七章

不平等与集中度：初步关联

在第二部分，我既考察了国家层面资本/收入比的动态变化，也考察了国民收入在资本和劳动之间的整体分配情况，但没有直接讨论个人层面的收入或财富不平等。我还重点分析了1914~1945年各种冲击的重要性，以了解20世纪整个进程中资本/收入比和资本——劳动划分的变化。欧洲（在一定程度上是全球）刚从这些冲击中恢复过来，这一事实给人留下的印象是，21世纪头几年风行一时的承袭制资本主义好像是新生事物，然而它在很大程度上不过是重复过去的历史。与19世纪相似，这是低增长环境下的典型特征。

在此我先考察个人层面的不平等和分配问题。接下来的几章中，我将阐明两次世界大战，以及紧随其后出台的公共政策，在20世纪降低不平等方面发挥了核心作用。与库兹涅茨理论的乐观预测相反，这个过程不是自然而然或完全自发的。我还将阐明，从20世纪七八十年代开始，不平等再度加剧，尽管不同国家之间情况显著不同，这也再次表明制度和政治差异起到了核心作用。我将从历史和理论的观点出发，分析长期内财富继承与劳动收入相对重要性的演变。许多人认为，现代增长天然地重劳动轻遗产，重能力轻出身。这个普遍想法的来源是什么？我们有多大把握确定它是正确的呢？最后，在第十二章中，我将考虑全球财富分配在未来几十年会如何发展。如果说世道尚未如此糟糕，那么21世纪会比19世纪更不平等吗？在当今世界不平等的结构中，有哪些方面与工业革命时期或传统农业社会真正有所不同？在这方面，第二部分已经揭示了一些有趣的线索，但唯一能回答这个关键问题的办法是分析个人层面不平等的结构。

在继续讨论之前，我必须在本章首先介绍一些想法及其数量级。我注意到，在所有社会中，收入不平等可以分解为三个方面：劳动收入不平等、资本所有权及其收益的不平等以及这两个方面之间的相互作用。巴尔扎克的《高老头》中伏脱冷对拉斯蒂涅的著名教导，也许是对这些问题最为清晰的分析线索。

伏脱冷的教导

巴尔扎克于1835年出版的《高老头》描写得再清楚不过了。高老头原是一名面粉制造商，在法国大革命和拿破仑时期，靠经营面食和粮食赚了一笔大钱。他是一个鳏夫，为了给两个女儿但斐纳和阿娜斯塔齐在19世纪初的巴黎上流社会找个归宿，他牺牲了一切。他留给自己的钱只够支付在一家破旧公寓的吃住费用。在那里，他遇上了拉斯蒂涅。拉斯蒂涅是一名身无分文的年轻绅士，从外省来巴黎学习法律。他野心勃勃，但因贫穷而自卑，只好靠一位远房表姐的帮助，挤进了贵族、大资产阶级和王政复辟大出资人的豪华沙龙。很快，他爱上了被丈夫纽沁根男爵抛弃的但斐纳。纽沁根是个银行家，早就用光了妻子的嫁妆，搞些投机倒把的生意。拉斯蒂涅发现社会已完全被金钱腐蚀，于是很快放弃了原来的幻想。他得知高老头是如何被两个女儿抛弃的，感到十分震惊。她们沉湎于所谓的功成名就，却为父亲感到羞耻，在掏空父亲的财富后就很少与他见面。最后，这位老人在贫贱和孤寂中死去，只有拉斯蒂涅参加了他的葬礼。可是一离开拉雪兹公墓，拉斯蒂涅又被塞纳河两岸满眼的炫目财富所吸引，因此他决定去征服这些资本：“现在咱们俩来拼一拼吧！”他向这座城市呼喊，他的多愁善感和社会教育一去不复返。从此，他也变得残酷无情。

最黑暗的时刻是小说的中间部分，拉斯蒂涅面对的社会和道德困境最为真切和清晰的时候，小说中的黑暗角色伏脱冷给他上了一课，指点他的前程。[\[1\]](#)伏脱冷与拉斯蒂涅、高老头一起住在同一家破旧的公寓，他是一个巧舌如簧的骗子，隐瞒了自己曾是罪犯的不光彩历史，很像《基督山伯爵》里的埃德蒙·唐泰斯和《悲惨世界》里的冉·阿让。这两个人物总体上还算是可交往的人，但伏脱冷却正好相反，他极其阴险，愤世嫉俗。他打算引诱拉斯蒂涅杀人，好去染指一大笔遗产。在此之前，伏脱冷给拉斯蒂涅上了可怕的一课，详细讲述当时年轻人在法国社会可能面临的各种不同命运。

伏脱冷向拉斯蒂涅解释道，那些认为在社会上通过学习、天赋和勤奋就能成功的想法简直是异想天开。伏脱冷向拉斯蒂涅描绘了如果拉斯蒂涅继续学习法律或医学——这两个专业能力胜过继承财富——他会有何种职业前景。他还重点解释了在每个行业有望挣到多少年薪。结论非常清楚：即使拉斯蒂涅在班里名列前茅，很快进入光彩照人的法律职业

生涯，他依然只能是收入平平，没有指望真正实现大富大贵：

到30岁时，你可以当一名年俸1 200法郎的法官，如果捧得住饭碗的话。熬到40岁，娶一个磨坊主的女儿，带来6 000法郎上下的嫁妆。这样已经要谢天谢地了。要是没有靠山，30岁左右你便是皇家检察官，5 000法郎薪水，娶的是区长的女儿。再玩一下卑鄙的政治手段，你可以在40岁升任首席检察官……还得奉告一句：首席检察官在全法国总共只有20个，候补的有两万，其中有些不要脸的小丑，为了升官发财，不惜出卖妻儿。如果这一行你觉得倒胃口，再来瞧瞧别的。拉斯蒂涅男爵有意当律师吗？哦，好极了！先得熬上10年，每月1 000法郎开销，要一套藏书，一间事务所，经常出去应酬，卑躬屈膝地巴结诉讼代理人，才能拿到案子，到法院去吃灰。要是这一行能让你出头，那也罢了。可是你去问一问，50岁挣到5万法郎以上的律师，巴黎有没有5个？[2]

相比之下，伏脱冷向拉斯蒂涅建议的实现成功人生的策略确实更加有效。维多莉小姐也住在这栋公寓里，她年轻羞涩，眼里只有英俊的拉斯蒂涅。拉斯蒂涅娶了她，马上就可以染指100万法郎的财富。这可以使他在20岁时就拿到每年5万法郎（资产的5%）的收入，马上达到他梦寐以求的皇家检察官薪水的10倍，而要当上检察官，还得数年以后（这笔收入也相当于当时巴黎最成功律师50岁时的收入，可当律师还得靠几十年的刻苦努力和阴谋诡计）。

结论非常清楚：他必须立即娶了年轻的维多莉，就算她既不漂亮又无风韵。拉斯蒂涅眼巴巴地听着伏脱冷的教导，最后他拿出致命一招：要让维多莉的富爸爸认下她这个私生女，成为伏脱冷所说的百万法郎的继承人，就必须首先杀掉她的哥哥。而伏脱冷为了拿到佣金，愿意承担这项任务。对拉斯蒂涅来说，这有点儿太过头了：虽然拉斯蒂涅赞同伏脱冷遗产胜过学业的说法，但他不愿去谋杀。

关键问题：靠工作还是吃遗产？

伏脱冷的教导中最可怕的一点是，他对王政复辟时期社会的简洁描述竟包含如此精确的数字。我下面也会指出，19世纪法国的收入和财富结构就是如此，法国最富裕人群的生活水平是仅靠劳动收入生活的人无

法企及的。在这样的条件下，为什么还去工作？做事为什么必须遵守道德？既然社会不平等本质上是不道德、不正当的，那为什么不能彻头彻尾地不讲道德，使用一切手段获取资本呢？

伏脱冷给出的详细收入数字无关紧要（虽然相当实际），关键的是，对于这个问题，在19世纪以及20世纪初的法国，只靠工作和学习的确达不到靠继承财富及其利息而获得的舒适生活。这种情况众所周知，巴尔扎克不需要统计数字来证明，更不需要收入等级精确到十分位数和百分位数。而且，18~19世纪的英国也非常相似。对简·奥斯汀笔下的主人公来说，工作不是问题：唯一重要的是财富的多寡，而不管财富是来源于继承还是婚姻。其实，“一战”前各地几乎都是这样，而“一战”标志着过往世袭社会的自我毁灭。美国是为数不多的例外，不管怎么说其北部和西部各州的“开拓型”微型社会是这样的情况，在18、19世纪，这些地方继承的资本几乎没有什么影响——不过，这种情形没能维持太久。在南部各州，奴隶和土地是资本的主要形式，继承的财富与旧欧洲一样至关重要。在《飘》中，郝思嘉的追求者们，和拉斯蒂涅一样，不能靠学业或天赋确保未来生活的舒适，父亲（或岳父）种植园的大小更为重要。伏脱冷不去考虑道德、是非和社会正义，并告诉年轻的拉斯蒂涅，他可以像美国南方的奴隶主一样过日子，享受着黑人带来的富足。^[3]很明显，这个法国前科犯对美国有着无穷的向往，而托克维尔似乎并非如此。

诚然，劳动收入也并不总能得到公平分配，但把这个关乎社会正义的问题简化成劳动收入重要还是继承财富收入重要也是有失公允的。虽然如此，现代民主的基础是认为源于个人天赋和勤奋的不平等比其他不平等更合乎情理——至少我们希望向这个方向发展。其实，伏脱冷的教导在20世纪的欧洲一定程度上不再管用了，至少一段时间是这样。“二战”之后的几十年里，继承来的财富不再重要，并且也许是历史上第一次，工作和学习成为出人头地的最可靠路径。今天，尽管各种不平等再度出现，许多人认为社会和民主进步遭到了动摇，但多数人依然相信，自伏脱冷教导拉斯蒂涅以来，世界已经发生了翻天覆地的变化。今天谁还会劝年轻的法学学生放弃学业，采取那个前科犯的社会阶层流动策略呢？当然，还会有极少的例子，劝一个人把眼光放在继承一大笔财产上。^[4]但在绝大多数情况下，依靠学习、工作和职业成功，不仅更加道德，也更有发展前景。

伏脱冷的教导让我们关心两个问题，尽管可用数据不太完整，但我将在下面几章中予以回答：第一，从伏脱冷那个年代以来，我们能否确信，劳动收入与继承财富收入的相对重要性已经彻底转变？如果是的话，那程度有多大？第二，更为重要的是，如果我们认为这种转变在一定程度上发生了，那么它到底为什么会发生，还会被逆转吗？

关于劳动和资本的不平等

要回答这些问题，我必须先介绍几个基本想法，以及不同社会、不同时期收入和财富不平等的基本形态。在第一部分中我曾提到，收入总是可以表示为劳动收入和资本收入的总和。工资只是劳动收入的一种，但为了表述简单起见，我有时会说工资不平等，实际上我的意思是更广泛的劳动收入不平等。当然，劳动收入也包括非工资收入，它不仅过去长期发挥着关键作用，在今天依然有着不可忽视的影响。资本收入也有不同的形式，它包括资本所有权带来的所有收入，它不依赖劳动，也不管在法律上如何分类（房租、股息、利息、版税、利润和资本收益等）。

从定义上讲，在所有社会中，收入不平等都是这两部分的总和：劳动收入不平等和资本收入不平等。这两部分中每种收入的分配越不平等，总的越不平等就越明显。理论上，我们完全可以想象有这样的社会，其劳动收入极不平等，而资本收入不平等程度较低，或者正好相反，也可能两部分都高度不平等，也可能非常平等。

第三个决定因素是这两个维度不平等之间的关系：拥有高劳动收入的个人在多大程度上也享有高资本收入？从技术上讲，这个关系是一种统计上的相关性，其他因素相同的情况下，相关性越大，总的越不平等程度越高。实际上，在有的社会里，资本不平等极为严重，资本所有者根本没有必要工作（例如，简·奥斯汀笔下的主人公通常如此），这个相关性通常就很低，甚至为负相关。那么今天是什么情况，将来又如何呢？

还要注意到，如果拥有大量财富的人想办法获得较高的收益率，而中等财富只获得适当的收益，那么资本收入的不平等可能大于资本不平等本身。这一机制会使不平等成倍地扩大，21世纪尤其如此。在简单情况下，财富等级的各个层次平均收益率都是相同的，那么从定义上讲，

这两种不平等将会保持一致。

在分析收入分配不平等时，仔细区分不平等的这些方面和构成至关重要，首先是出于规范和道德原因（不平等是因为劳动收入、继承财富收入和资本回报等不同），其次是因为解释演变过程的经济、社会和政治机制迥然不同。就劳动收入不平等来说，这些机制包括不同技能的供给和需求、教育体系状况以及影响劳动市场运行、工资确定的各种规则和制度。在资本收入不平等方面，最重要的过程涉及储蓄和投资行为、馈赠和继承法律以及房地产和金融市场的运行。在经济学家的著作和公开辩论中，收入不平等的统计指标总是一些复合指数，比如基尼系数，就是把诸如劳动和资本的不平等之类迥异的问题混杂在一起，使人根本不可能明确区分不平等的多个维度和各种运行机制。与之相反，我将尽可能精确地将这些问题区分开来。

资本分配总比劳动分配不平等

在实践中，试图衡量收入不平等时，我们观察到的第一个规律是：资本导致的不平等总比劳动导致的不平等更严重，资本所有权（及资本收入）的分配总比劳动收入的分配更为集中。

有必要立即澄清两点。第一，在数据覆盖的所有国家、所有阶段，我们都能毫无例外地发现这一规律，而且这一现象的程度总是相当引人注目。对这个问题的数量级有一个初步认识，劳动收入分配中收入最高的10%的人一般拿到总劳动收入的25%~30%，而资本收入分配前10%的人总是占有所有财富的50%还多（在有些社会高达90%）。更令人惊讶的是，工资分配底层的50%总能占到总劳动收入的相当大比例（一般为1/4~1/3，与最上层10%的人大体一样多），而资本收入分配底层50%的人一无所获，或者接近一无所获（总是低于总财富的10%，一般低于5%，或者相当于最富有10%的人1/10）。劳动方面的不平等一般较为轻微或者比较适度，甚至是合情合理的（在某种程度上这种不平等是合理的——这一点不应被夸大）。相比而言，资本方面的不平等则总是很极端。

第二，这一规律绝非事先注定，它的存在告诉我们一些重要信息，即经济社会发展过程的本质是什么，这个本质决定了资本积累和财富分

配的动态变化。

其实，我们不难设想出一些机制，能够让财富分配比劳动收入分配更加平等。例如，假设在某个时间点上，劳动收入不仅反映不同劳动群体（按技能水平和层级地位划分）的长期性工资不平等，也反映短期冲击（例如，不同年份之间，或在个人全部职业生涯中，不同行业的工资和工作时间可能会大幅波动）。那么劳动收入在短期内会极其不平等，虽然这种不平等从长期来看会逐步缩小（比如，不是1年而是10年甚至一辈子，尽管由于缺乏长期数据，这种测算很少去做）。要研究伏脱冷教导中所说的机会和地位的实际不平等，拥有长期视角是非常理想的，但很遗憾这经常是难以测算的。

在一个短期工资大幅波动的世界，积累财富的主要目的可能是预防性的（以防收入遭受可能的不利冲击）。这样的话，财富不平等就会小于工资不平等。例如，财富不平等的数量级可能与长期工资收入不平等相同（按个人职业生涯的长度测算），因而明显低于即时工资的不平等（按某一特定时点测算）。所有这些在逻辑上都是成立的，但显然与现实世界没多大关系，因为财富不平等随处可见，而且总是比劳动收入不平等严重得多。为防范短期冲击而进行预防性储蓄在现实世界确实存在，但就观察到的财富积累和分配而言，这显然不是主要理由。

我们也能设想一种机制，使财富不平等与劳动收入不平等在数量级上大体相当。特别是，如果像莫迪利亚尼推断的那样，财富积累主要出于生命周期原因（如为退休而储蓄），那么人人都会或多或少拿出一定比例的工资来积累资本存量，好在退休后维持大致相同（或一定比例）的生活水平。这样的话，财富不平等只是劳动收入不平等在时间上的简单转换，其重要性就非常有限了，因为社会不平等的唯一真正来源就成了劳动导致的不平等。

重申一下，这样的机制具有理论上的合理性，在现实世界也有一定意义，尤其是在老龄化社会。然而在数量上，这不是发挥作用的主要机制。生命周期储蓄不能解释我们在实际中看到的高度集中的资本占有情况，预防性储蓄也无法解释。的确，平均而言，年长者肯定比年轻人更富裕。可是，在任一年龄段中，财富集中度实际上几乎与整体人群的财富集中度一样大。换言之，与普遍的看法相反，代际冲突还没有取代阶级冲突。资本集中度之所以非常高，主要原因是继承财产的重要性及其累积效应：例如，如果你继承了一套公寓并因此节省了房租费用，你将

更容易通过储蓄积累财富。在动态过程中，资本经常具有极高的收益这一事实也发挥了重要作用。在第三部分的余下章节中，我将详细考察这些不同的机制，研究它们的相对重要性如何随时空变化而演变。在目前这个阶段，我只是从绝对意义上和与劳动收入不平等的相对意义上，简单提及财富不平等的数量级——目的是讨论某些机制，而不是其他。

不平等和集中度：一定的数量级

在分析不同国家可观察到的历史演变之前，我们首先应该更准确地描述一下劳动和资本不平等的典型数量级。这样做的目的是让读者了解十分位数、百分位数等数字和概念。对一些人来说，这可能看起来有些专业，甚至有些乏味，但在分析和理解不同社会的不平等结构的变化时，只要我们正确使用，它们的确相当有用。

出于这个目的，我在表7.1～ 表7.3中列出了不同国家、不同时段实际可观察到的分配情况。这里列出的数字是近似值整数，但至少给了我们一个大致概念，即在劳动收入和资本所有权方面，以及最后在总收入方面（劳动收入和资本收入的总和），“低度”、“中度”、“高度”不平等在今天意味着什么，以前意味着什么。

例如，在劳动收入不平等方面，我们发现在多数奉行平等主义的社会，比如20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家（从那以后，北欧的不平等开始上升，不过这些国家依然保持了最低程度的不平等），分配大体上如下表所示。观察整个成年人口，我们看到，劳动收入最高的10%人群占有总劳动收入（这实际上基本指工资）的20%多一点儿，收入最低的50%人群占有总收入的约35%，因此中间的40%人群占有总收入的约45%（见表7.1）。[5]这并不是完全意义上的平等，因为完全平等意味着每个群体都应该占有与其人口比重相等的收入（收入最高的10%应正好拿到总收入的10%，最低的50%拿到50%）。但我们这里看到的不平等并不太极端，至少不如我们看到的其他国家或其他时期那么极端。将这些收入不平等与几乎所有国家（甚至包括斯堪的纳维亚诸国）的资本占有结构相比时，这也算不上过于极端。

表7.1 不同时间空间下的劳动收入不平等

不同群体占总劳动收入的份额	低度不平等（≈20世纪七八十年代斯堪的纳维亚）	中度不平等（≈2010年欧洲）	高度不平等（≈2010年美国）	极度不平等（≈2030年美国）

最上层10%（上层阶层）	20%	25%	35%	45%
最上层1%（统治阶层）	5%	7%	12%	17%
其后9%（富裕阶层）	15%	18%	23%	28%
中间的40%（中产阶层）	45%	45%	40%	35%
最下层50%（下层阶层）	55%	30%	25%	20%
相应的基尼系数（综合不平等指数）	0.19	0.26	0.36	0.46

注：在劳动收入不平等较低的社会里（如20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家），收入最高的10%人群拿到总国民收入的约20%；最底层50%拿到35%；中间的40%拿到约45%。相应的基尼系数（数值为0到1的综合不平等指数）等于0.19。见在线技术附录。

表7.2不同时间空间下的资本占有不平等

不同群体占总资本的份额	低度不平等（未发现；理想社会？）	中度不平等（≈ 20世纪七八十年代斯堪的纳维亚）	中度到高度不平等（≈ 2010年欧洲）	高度不平等（≈ 2010年美国）	极度不平等（≈ 1910年欧洲）
最上层10%（上层阶层）	30%	50%	60%	70%	90%
最上层1%（统治阶层）	10%	20%	25%	35%	50%
其后9%（富裕阶层）	20%	30%	35%	35%	40%
中间的40%（中产阶层）	45%	40%	35%	25%	5%
最下层50%（下层阶层）	25%	10%	5%	5%	5%
相应的基尼系数（综合不平等指数）	0.33	0.58	0.67	0.73	0.85

注：在资本占有“中度”不平等的社会中（如20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚），最富裕的10%人群占有总财富的约50%；最贫穷的50%占有约10%；中间的40%约40%。相应的基尼系数为0.58。见在线技术附录。

表7.3不同时间空间下的总收入不平等（劳动和资本）

不同群体占总收入的份额（劳动和资本）	低度不平等（≈ 20世纪七八十年代斯堪的纳维亚）	中度不平等（≈ 2010年欧洲）	高度不平等（≈ 2010年美国）	极度不平等（≈ 2030年美国）
最上层10%（上层阶层）	25%	35%	50%	60%
最上层1%（统治阶层）	7%	10%	20%	23%
其后9%（富裕阶层）	18%	25%	30%	35%
中间的40%（中产阶层）	45%	40%	30%	25%
最下层50%（下层阶层）	50%	25%	20%	15%
相应的基尼系数	0.26	0.36	0.49	0.58

注：在劳动收入不平等较低的社会里（如20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家），最上层10%占有总收入的25%；最贫穷的50%占有约30%。相应的基尼系数为0.26。见在线技术附录。

为了弄清楚这些数字到底意味着什么，我们需要将两个方面联系起来：一是有多大比例的收入作为薪水分配给有血有肉的工人，二是实际构成这些财富层级的人拥有多少房地产和金融资产等财富。

具体地讲，如果收入最高的10%人群拿到总工资的20%，那么按数学方法计算，他们的人均工资是该国平均工资的两倍。同样，如果收入最低的50%人群拿到总工资的35%，他们的人均工资是该国平均工资的70%。如果中间的40%拿到总工资的45%，这就意味着他们的人均工资稍高于整个社会的平均工资（准确地讲，是平均工资的45/40）。

例如，如果一国的平均工资是每月2 000欧元，那么这种分配方式意味着，最上层的10%人群每月平均工资为4 000欧元，最底层的50%为每月1 400欧元，中间的40%为每月2 250欧元。[\[6\]](#)这个中间人群被认为是广大的“中产阶级”，他们的生活水平由社会平均工资来决定。

下层阶层、中产阶层和上层阶层

明确一下，我在表7.1～表7.3中使用的“下层阶层”（定义为收入最底层的50%）、“中产阶层”（中间的40%）和“上层阶层”（最上层的10%）等名称显然是相当主观的，我愿意接受质疑。我使用这些术语纯粹是出于说明的目的，主要是想把我的想法讲明白，但它们在分析中几乎不起什么作用，而且我也可以称它为“a阶层”、“B阶层”或“C阶层”。然而在政治辩论中，这些术语问题一般远非那么单纯。人群的划分方式通常反映了一种或明或暗的立场，事关某个特定人群所占收入或财富的公正性和合理性。

例如，一些人使用“中产阶层”这个术语时指代非常宽泛，包含那些显然属于社会最上层的人（也就是收入最高的那10%），甚至包含接近最顶层的人（收入最高的1%）。一般来说，中产阶层的定义如此宽泛，是为了指出即使这些人占有的资源明显超过社会平均数，但也相当接近这个平均数。换言之，这一论点是表明，这些人没有特权，完全应该得到政府的宽容，尤其是在税收方面。

其他评论家完全排斥“中产阶级”这个概念，而更喜欢把社会结构描述成只包括两个群体：占绝大多数的“人民”和极少数的“精英”或“上层阶层”。对一些社会而言，这样的说法也许是准确的，也可能适用于某些特定的政治或历史环境。例如，在1789年的法国，一般估计贵族占人口的1%~2%，教士不到1%，其余的包括农民到资产阶级的所有人为“第三等级”（在旧制度的政治体系下），占比超过97%。

我的目的不是去深究词典或语言的使用。在社会群体的称谓方面，每个人既对又错。每个人都有充分的理由使用某些术语，但诋毁别人使用的术语就不对了。我的“中产阶级”定义（“中间”的40%）就完全可以争论，因为他们的人均收入（或财富）都高于该社会的中位数。^[7]人们完全可以把社会平均划分成三个部分，并把中间的1/3称为“中产阶级”。不过，我使用的定义好像更接近一般用法：“中产阶级”一般指比多数人过得好但离真正的“精英”还很远的人。不过，所有这些名称都可以公开质疑，我不必在这个微妙的问题上固守立场，因为它既是语言学问题，也是政治问题。

真实情况是，任何仅依赖少数分类情况对不平等问题进行的表述注定都是粗糙的做法，因为社会现实总是一种连续的分配。在任何一种财富或收入水平上，总有一定数量鲜活的个体，而这些个体的数量会根据该社会分配形式而缓慢、渐进地发生变化。社会阶层之间或“人民”与“精英”之间，从来不会泾渭分明。为此，我的分析完全基于十分位数（最上层的10%、中间的40%、最底层的50%等）统计概念，不同社会的定义方式完全相同。这样我可以跨越时空进行严格而客观的比较，既不否认每个特定社会的内在复杂性，也不排斥社会不平等结构的基本连续性。

社会层级斗争还是最富1%群体的斗争？

无论针对时空相距遥远、先天截然不同的社会，还是使用完全不同的名词和概念代指社会群体的特别社会，我的基本目标都是比较不平等的结构。前10%或1%群体的概念相当抽象，也肯定缺乏诗意。多数人更容易与自己熟悉的群体产生共鸣：农民或贵族，无产阶级或资产阶级，办公室职员或高层管理人员，服务员或商人。但使用“前10%和前1%”这种说法的好处就在于，它们能让我们使用大家基本都能接受的共同语言，来比较那些原先无法比较的不平等现象。

必要的时候，我们将对这些人群进行更精细的划分，使用百分位数甚至千分位数来更精确地记录社会不平等的连续性特征。特别是在每个社会，甚至在最平等的社会里，最上层的10%人群其本身的确就是一个世界。其中，有些人的收入仅比平均值高两三倍，其他人的财力则高一二十倍，甚至更多。开始时，把最上层的10%再分成两个子群更具启发意义：最上层的1%（具体起见，我们可以称之为“统治阶层”，但并不是说这个词就比其他的好）和余下的9%（我们可以称之为“富裕阶层”或“小康阶层”）。

例如，看一下劳动收入不平等程度较低的例子（如斯堪的纳维亚国家），如表7.1所示，20%的工资流向了收入最高10%的人，归于最上层1%的比重一般是总工资的5%。这意味着在一个月平均工资为2 000欧元的社会里，最上层1%人群的收入是平均工资的5倍，即每月10 000欧元。换言之，收入最高的10%人群每月挣4 000欧元，但是最上层1%人群每月挣10 000欧元（其余9%每月挣3 330欧元）。如果我们继续细分，看一下最上层1‰（即收入最高者的0.1%）的情况，我们发现，甚至在20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家，有人每月挣几万欧元，也有少数人挣数十万欧元。当然，这样的人不多，所以他们在所有工资总和中的权重相对较小。

因此，判断一个社会不平等的程度，只看到有些人享有极高收入是不够的。例如，说“收入规模从1扩展到10”或者甚至“从1扩展到100”，实际上什么也没有说明。我们还需要知道在每个水平上有多少人挣到了这种收入。归于最上层10%或1%人群的收入（或财富）比重才是判断一个社会有多不平等的有用指数，因为它不仅反映了极高的收入或极大财富的存在，也反映了获得这种报酬的人数。

在我展开的历史调查中，最上层1%是一个特别有意思的人群。虽然他们（从定义上讲）只占人口的极小部分，但依然比备受关注的几十个或几百个超级精英（如用两次世界大战期间广泛使用的名称，从法国的“200个家庭”到法兰西银行的200名最大股东，或《福布斯》杂志设立的“400个最富有美国人”或类似排名）多得多。2013年，在法国这个有6 500万人口的国家，约5 000万为成年人，最上层1%有约50万人。在拥有3.2亿人口的美国，2.6亿为成年人，最上层的1%有260万人。这些在数字上相当大的群体必然在社会上引人注目，更何况他们愿意居住在同一座城市，甚至聚集在同一个社区。在每一个国家，最上层1%人群不仅

在收入分配中地位显赫，在社会面貌中也吸引眼球。

因此在每个社会，不管是1789年的法国（1%~2%的人口属于贵族）还是2011年的美国（“占领华尔街”运动将批评矛头对准最富裕的1%人口），最上层的1%都是一个庞大的人群，足以对社会面貌和政治经济秩序产生重大影响。

这表明了为什么前10%和前1%群体是有趣的研究对象。除了认真考察这两个群体，评估流向两者的国民财富和收入比重，人们还能依据什么去比较1789年的法国和2011年的美国社会不平等的区别呢？诚然，这个做法不能让我们消除和解决所有问题，但至少可以让我们说些什么——这比一言不发强多了。我们因而能够确定是路易十六还是乔治·布什、巴拉克·奥巴马治下的“1%”更有权势。

回过头来说一下“占领华尔街”运动。它表明，虽然乍看起来有些抽象，但使用通用术语，尤其是“最上层1%”概念，有助于揭示不平等的显著加剧，因而可以充当解读和批评社会的有用工具。连大规模社会运动也可以利用这个工具，开发出非同寻常的鼓动性主题，比如：“我们是99%！”这乍看起来令人惊讶，但我们马上想起1789年1月西耶斯神父（abbé Sieyès）发布的著名宣传册的标题：“什么是第三等级？”[\[8\]](#)

我也应该阐明，收入层级不同于财富层级。劳动收入分配的最上层10%或最底层50%不是构成财富分配最上层10%或最底层50%的同一批人。收入最高的1%不是占有财富最多的1%。劳动收入、资本占有和总收入（包括劳动和资本）的前10%和前1%群体是分别定义的。第三个概念是前两者的合成，因此定义了一个复合社会层级。在论述中，必须阐明所指的是哪一个层级。在传统社会中，前两者的相关性经常为负（因为拥有巨额财富的人不工作，因而处于劳动收入层级的末端）。而在现代社会中，相关性一般为正，但从未完全相关（相关系数总小于1）。例如，许多人的劳动收入属于上层阶层，但财富数量却要归于下层阶层，反之亦然。社会不平等是多维度的，就像政治冲突一样。

最后要注意，表7.1~ 表7.3对收入和财富分配的描述和本章以及后面几章所做的分析都是指“初次”分配，也就是税前分配。根据税收制度（和公共服务、财政转移支付）是“累进制”还是“累退制”的不同（这意味着根据收入或财富层级中的地位高低，不同人群的负担轻重不一），税后分配可能多少比税前分配平等一些。我将在第四部分讨论这个问题

和其他许多与再分配有关的问题。这个阶段只需要考虑税前分配。[9]

劳动收入的不平等：温和不平等？

再回到不平等的数量级问题：在多大程度上，劳动收入不平等是温和的、理性的或者今天已不再是个问题？的确，劳动方面的不平等总是比资本方面的不平等小得多。然而，忽视这一点也是很不应该的，首先是因为劳动收入一般占国民收入的 $2/3 \sim 3/4$ ，其次是因为国家之间的劳动收入分配方式存在显著差异，这表明公共政策和国家差异对这些不平等和许多人的生活水平有重大影响。

在劳动收入分配最平等的国家，比如1970~1990年的斯堪的纳维亚国家，收入最高10%的人拿到总工资的约20%，收入最低的50%拿到约35%。在工资不平等处于平均水平的国家，包括当今的多数欧洲国家（如法国和德国），收入最高10%的人占有总工资的25%~30%，收入最低50%的人约占30%。在最不平等的国家，如21世纪头10年之初的美国（后面会提到，其劳动收入分配比任何国家都不平等），收入最高10%的人拿到工资总额的35%，最低50%的人只拿到25%。换言之，这两个人群的均衡状态几乎被完全逆转了。在最平等的国家，收入最底层的50%在总收入上接近最上层10%的两倍（有些人会说依然太少，因为穷人是富人的5倍之多），然而在最不平等的国家，穷人比富人还少拿 $1/3$ 。如果过去几十年在美国出现的劳动收入日益集中还要继续下去，那么到2030年，收入最底层50%拿到的总报酬只是最上层10%的一半（见表7.1）。这种演变显然不一定真的会持续下去，但这一点说明，近期发生的收入分配变化绝不是毫无代价的。

具体地讲，如果月平均工资是2 000欧元，平均分配（如斯堪的纳维亚国家）的结果是收入最上层10%的人每月拿到4 000欧元（最上层1%为10 000欧元），中间40%每月拿到2 250欧元，最底层50%每月1 400欧元。而在更不平等的分配方式中（如美国），社会则形成了明显更加陡直的层级：收入最上层10%的人每月7 000欧元（最上层1%为每月24 000欧元），中间的40%为2 000欧元，最底层50%只有1 000欧元。

对受惠最少的半数人口而言，这两种分配方式之间的差别是绝对不

可忽视的。即便不考虑税收和转移支付因素，如果一个人每月收入1 400欧元而不是1 000欧元（额外增加40%的收入），这对生活方式的选择、住宅、度假机会、投资资金、子女花费等的影响也是相当大的。而且在多数国家，女性实际上在最底层50%人群中占比很大，所以这种国家间的巨大差异部分反映了男女工资的差别，只有北欧在这方面的差异小于其他国家。

这两种分配方式的差别对高收入人群的影响也很大。如果一个人一辈子都每月挣7 000欧元而不是4 000欧元（或者更好，挣24 000欧元而不是10 000欧元），他是不会花钱买同样的东西的，这不仅会对他的购买力产生影响，也会对他人产生更大影响。例如，这个人可以雇用收入不高的人来服务于他的需要。如果美国的这种趋势持续下去，那么到2030年，收入最高的10%的人群会每月挣9 000欧元（最高的1%挣34 000欧元），中间的40%每月挣1 750欧元，最底层50%每月只有800欧元。收入最高的10%因此可以用一小部分收入雇用许多最底层50%的人充当家庭用人。[\[10\]](#)

显然，这一相同的平均工资和上述两种非常不同的劳动收入分配方式并不矛盾，却会给不同的社会群体带来迥异的社会与经济现实。在一些情况下，这些不平等可能激起冲突。因此，很有必要了解不同社会决定劳动收入不平等的经济、社会和政治力量。

资本收入的不平等：极端不平等

虽然劳动收入不平等有时被（不正确地）视为温和不平等，不再会激起冲突，但这在很大程度上是与资本所有权分配相比较而言的结果，而后者在哪里都是极端不平等的（见表7.2）。

在财富分配最平等的社会（如20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家），最富裕的10%人群占有国民财富的约50%，如果人们准确申报巨额财富的话，甚至达到50%~60%。当下，2010年以来，在大多数欧洲国家，尤其是在法国、德国、英国和意大利，最富裕的10%人群占有国民财富的约60%。

最令人惊讶的事实无疑是，在所有这些社会里，半数人口几乎一无所有：最贫穷的50%人群占有的国民财富一律低于10%，一般不超过

5%。在法国，根据最新数据（2010~2011年），最富裕的10%占有总财富的62%，而最贫穷的50%只占有4%。在美国，美联储最近所做的调查覆盖相同年份，表明最上层10%占有美国财富的72%，而最底层的半数人口仅占2%。然而请注意，像所有的调查一样，财富都是主动申报的，因而这一来源低估了最大财富数值。[\[11\]](#)另外还有一个重要的补充，我们在每一年龄段中都发现了同样的财富集中度。[\[12\]](#)

最终，在这方面被认为最平等的国家（如20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家），财富不平等好像明显大于工资最不平等国家（如2010年以来的美国）所表现出的工资不平等（见表7.1和表7.2）。据我所知，如果温和不平等意味着社会半数人口占有总财富中的较大比重（如 $1/5 \sim 1/4$ ），那么资本所有权分配属于这种情况的社会从来就没出现过。[\[13\]](#)然而，乐观主义从未消失，所以我在表7.2中列出了一个虚拟的例子，其中财富分配不平等为“低”，或者无论如何都低于斯堪的纳维亚国家（“中”）、欧洲（“中”到“高”）和美国（“高”）。假设这样低的财富不平等的确是理想的目标，人们如何建立这样的“理想社会”还有待观察（我将在第四部分再讨论这个重要问题）。[\[14\]](#)

和工资不平等的情况一样，重要的是要很好地把握这些财富数字到底意味着什么。我们设想有一个社会每个成人平均净财富为20万欧元，[\[15\]](#)当今最富裕的欧洲国家大体属于这种情况。[\[16\]](#)正如第二部分指出的那样，这一私人财富可以划分成两个大致相等的部分：一方面是房地产，另一方面是金融和商业资产（包括扣除债务以后的银行存款、储蓄计划、股票债券、人寿保险、养老基金等）。当然，这些是平均数字，国家之间有很大差异，个人之间差异更大。如果最贫穷的50%人群占有财富总额的5%，那么从定义上讲，他们平均占有全社会每个成员平均财富的10%。在上一段落的例子中，这意味着最贫穷50%人群的人中每人平均占有净财富2万欧元。这不算小数目，但与社会其他人拥有的财富相比就非常少了。

具体而言，在这样一个社会，最贫穷的半数人口一般都是庞大的数目（一般占总人口的 $1/4$ ），他们根本没有什么财富，或者顶多几千欧元。实际上，有些人（也许是总人口的 $1/20 \sim 1/10$ ）仅拥有负的净财富（他们的债务超过资产），这些人的数量不容忽视。其他人拥有少量财富，约6万或7万欧元，也许还多一点儿。这些情况，包括存在大量绝对财富接近零的人口，导致最贫穷的半数人口平均财富约为2万欧元。其

中一些人可能拥有房地产但债务负担沉重，而其他则可能只有非常少量的储备金。然而，多数人是租房者，他们仅有的财富是支票或储蓄账户里的几千欧元。如果我们把汽车、家具、家电等耐用品包含在内的话，那么最贫穷50%的平均财富会增加到不超过3万或4万欧元。[\[17\]](#)

对这半数人口来说，财富和资本概念是相对抽象的。对数百万人来讲，“财富”加起来不过是支票账户或低利率储蓄账户里几周的工资、一辆汽车和几件家具。无法逃避的现实是：财富非常集中，社会中大部分人几乎意识不到它的存在，于是一些人想象财富是超现实或神秘的实体。这就是为什么系统研究资本及其分配如此重要的原因。

在天平的另一端，最富裕的10%人群占有总财富的60%，他们平均拥有社会平均财富的6倍。在这个例子中，每个成人的平均财富是20万欧元，因此最富裕10%人均拥有120万欧元。

财富分配最上层的10%人群内部也极不平等，甚至比工资分配最上层的10%还不平等。正如当今多数欧洲国家的情况所体现的，最上层10%人群占有总财富的60%，最上层1%人群的财富比重一般约25%，其余9%的人占比约35%。因此，第一集团成员的富裕程度是社会成员平均值的25倍，而第二集团的成员是全社会平均值的4倍。具体而言，在这个例子中，最上层10%的人均财富是120万欧元，最上层1%的人均财富是500万欧元，其余9%的人均稍低于80万欧元。[\[18\]](#)

此外，财富的构成在这个人群中差异也很大。最上层10%几乎每人都拥有房产，但随着财富层级的上升，房地产的重要性则急剧下降。而“9%”的人，拥有的财富约100万欧元，其中房地产约占总财富的一半，人数约占3/4。相比之下，在最上层1%中，金融和商业资产明显超过房地产。尤其在最巨量的财富中，股票、合伙企业股权几乎占据全部。当财富达到200万到500万欧元时，房地产的比重不到1/3；超过500万欧元时，这一份额则下降到20%以下；超过1 000万欧元时，则不到10%，财富主要由股票构成。房产是中产阶层和小康阶层最喜欢的投资形式，但真正的巨富总是主要由金融和商业资产构成。

最贫穷的50%（占有总财富的5%，在这个例子中人均占有2万欧元）和最富裕的10%（占有总财富的60%，人均占有120万欧元）之间是中间的40%：这个“财富中产阶层”占有国民财富总额的35%，这意味着他们的平均净财富相当接近整个社会的平均水平——在这个例子中，

每个成人正好是17.5万欧元。在这个庞大的人群中，个人财富从仅10万欧元到超过40万欧元，起关键作用的是主要居所的拥有权及其购买、支付的方式。有时，除了一套房子，这些人还有大量储蓄。例如，净资本20万欧元可能由一套价值25万欧元的房产组成，其中必须扣除10万欧元住房抵押贷款，另外还有5万欧元储蓄投入了寿险保单或退休储蓄账户。在这种情况下，当贷款完全付清后，净财富就会增加到30万欧元，如果储蓄账户同步增加的话，财富就会更多。这是中产阶层的典型状况，比最穷的50%（一无所有）富裕，但比最富裕的10%（占有很多）穷。

一个重大创新：世袭中产阶层

别误解我的意思：真正的“世袭（或有产）中产阶层”的成长是20世纪发达国家财富分配的重大结构转型。

向前回溯一个世纪，回到1900~1910年：在所有欧洲国家中，那时的资本集中度比今天更为极端。记住表7.2中所列的数量级非常重要。在法国、英国、瑞典以及我们有数据的其他国家，这一时期最富裕的10%人群几乎占有国家的所有财富，比重高达90%。最富裕的1%人群占有所有财富的50%还多，在英国等特别不平等的国家，最上层1%占有的财富甚至超过60%。另一方面，中间的40%只占有国民财富的5%（不同国家从5%到10%不等），只是比最贫穷的50%稍强，后者那时和现在一样，占有财富不超过5%。

换言之，既然财富分配中间的40%几乎和最底层的50%一样贫穷，那中产阶层也就不存在了。大多数人几乎一无所有，而绝大部分社会资产只属于少数人。诚然，这不是数量极少的少数人：最上层10%所涵盖的精英远多于最上层1%，即便后者数量也相当显著。不过这依然是少数人。当然，和所有社会一样，分配曲线是连续的，但在最上层10%和1%人群中，斜率极其陡峭，所以从最贫穷的90%（按今天的货币价值计算，其成员顶多拥有几万欧元）到最富裕的10%（拥有几百上千万欧元）是一个突然的转变。[\[19\]](#)

世袭中产阶层的出现是一个重要的历史创新，这个概念也许并不严谨，但决不应该低估它的影响。的确，人们还是乐于坚持这个事实，即

今天财富还是高度集中的：在欧洲最上层10%的人占有总财富的60%、在美国则占到70%。^[20]而且，贫穷的半数人口现在和以往一样贫穷，2010年占有不到5%的总财富，情况和1910年一样。基本上，所有中产阶层能拿到手的只是一些面包屑：欧洲中产阶层的财富几乎不超过总财富的1/3，而美国仅仅是1/4。这个中间人群的人数是最上层10%的4倍，但财富只是后者的1/2~1/3。人们很容易得出结论，什么真正的变化也没有发生：资本所有权的不平等还是很严重（见表7.2）。

这些都没有错，但明白下面几点也很重要：历史上的财富不平等下降没有人们认为的那么显著。而且，我们所看到的不平等的有限收缩也不能保证不出现逆转。可是，中产阶层收集的这些面包屑也很重要，低估这一变化的历史意义也是不对的。一个人拥有20万~30万欧元也许算不上富裕，但远远不是赤贫，而且这些人大多数也不愿被当成穷人。数千万人（处于富裕与贫穷之间的40%人口是一个数量庞大的人群）每人拥有几十万欧元财产，作为整体则占有国民财富的1/4~1/3，这种变化已经持续一段时间了。从历史的角度看，这是一个重大变化，将会深刻改变社会面貌和社会政治结构，有助于重新定义分配带来的冲突。因此，重要的是了解这种变化为什么会发生。

伴随着中产阶层的崛起，最上层10%人群的财富比重急剧下降，在欧洲从20世纪初的50%多降到20世纪末、21世纪初的20%~25%，减少了将近一半。我们将看到，这部分颠覆了伏脱冷的教导，让靠年租金舒服生活的财富数量显著下降：心高志大的拉斯蒂涅娶了维多莉小姐，不会比学习法律过得更好。这一点具有历史重要性，因为1900年左右欧洲财富的高度集中实际上是整个19世纪的典型特征。所有数据来源都认为，这些数量级（最上层10%占有90%的财富，最上层1%至少占有50%）也是旧制度下的法国或18世纪英国传统农业社会的特征。对于奥斯汀和巴尔扎克笔下依靠财富积累和继承的社会来说，这样的资本集中度是个人生存和成功的必要条件。因此本书的一个主要目的是了解这种财富集中出现、持续、消失或再现的条件。

总收入的不平等：两个世界

最后，让我们转向总收入（即源自劳动与资本的收入）不平等（见表7.3）。不难理解，总收入不平等的水平居于劳动收入不平等和资

本收入不平等之间。也请注意，总收入不平等更接近劳动收入不平等而不是资本收入不平等，这也不意外，因为劳动收入一般占国民总收入的 $2/3 \sim 3/4$ 。具体地讲，在20世纪七八十年代斯堪的纳维亚较为平等的社会里，收入最上层10%的人占有国民收入约25%（当时德国、法国是30%，现在则高于35%）。在更加不平等的社会里，最上层10%的人占有国民收入的50%（最上层1%占有约20%）。旧制度及“美好年代”时期的法国和英国是这种情况，当今的美国也是这种情况。

我们有可能想象出收入集中度更高的社会吗？可能没有这样的社会。例如，如果最上层10%人群占有年产出的90%（和财富分配情形一样，最上层1%占有50%），就可能发生革命，除非有特别有效的压制手段阻止它发生。说到资本所有权，这样高的集中度早已成为严重政治紧张的根源，用全民公投通常难以调和。不过，如果资本收入仅占国民收入的一小部分，这种资本集中度也许可以维持：如旧制度下只占到 $1/4 \sim 1/3$ ，有时再多一些（当时的财富极度集中已颇具压迫性）。但是如果国民总收入也存在这种不平等程度，很难想象底层人民会永久地接受这种状况。

即便如此，也没有理由断言最上层10%的人永远不会占有国民收入的50%以上，或者也不能说这种象征性门槛一旦越过，一国经济就会崩溃。实际上，现有历史数据还不够完善，这一象征性门槛被越过也并非没有可能。尤其是，在旧制度下，直到法国大革命前夕，最上层10%人群可能已经占有国民收入的50%，甚至超过60%。其他传统农业社会也可能已经如此。其实，这种极端不平等能否持续，不仅取决于压制手段的有效性，也可能首先取决于维护手段的有效性。如果不平等被视为合理，比如有人认为这是因为富人比穷人工作更勤奋、更高效，或者因为阻止富人挣得多必然会伤害社会上的穷人，那么收入集中度极有可能会创造新的历史纪录。因此我在表7.3中表明，如果劳动收入不平等（在较小的程度上资本所有权不平等）继续像最近几十年一样加剧，那么美国在2030年左右就可能创下新纪录。最上层10%人口那时会占有国民收入的约60%，而最底层半数人口只拿到区区15%。

在这一点上，我坚持认为：重要问题是不平等的合理性而不是程度。这就是为什么分析不平等的结构非常重要。在这个方面，表7.1～表7.3给出的主要信息是，一个社会的总收入分配达到非常不平等（最上层10%的人占有全部财富的约50%，最上层1%占有约20%）有两种不

同的方式。

达到这种高度不平等的第一种方式是“超级世袭社会”（或“食利者社会”）：在这样的社会中，继承财富非常重要，财富集中度达到极端水平（最上层10%人群一般占有全部财富的90%，仅最上层1%就占有50%）。那么，总收入层级由非常高的资本收入主导，尤其是继承资本。这是我们在旧制度下的法国和“美好年代”的欧洲所看到的格局，各国总体上差异很小。我们需要弄清，这种所有权结构和不平等是如何出现和持续的，它们在多大程度上只属于过去（当然，它们也与未来相关，我们也会讨论）。

达到这种高度不平等的第二种方式相对较新，这主要是美国在过去几十年间创造的。这里我们看到，非常高的收入不平等可能是一个“超级精英社会”（社会上层人士喜欢被称为超级精英）的结果。人们也可以称之为“超级明星社会”（也可以用“超级经理”这个有些不同的称谓）。换言之，这是一个不平等的社会，但是收入层级顶端是非常高的劳动收入而非继承财富收入。我要澄清一下，我不是在判断这样的社会是否应该称为“超级精英社会”。毫无疑问，这种社会的胜利者希望这样描述社会层级，他们有时也能这样说服一些失败者。然而，出于当前这个目的，超级精英不是假设，而是一个可能的分析结论，当然，相反的结论也同样是可能的。我将在后面进行分析，美国劳动收入不平等的加剧在多大程度上遵循了“精英”逻辑（只是在能回答这一复杂问题的范围内）。

这个时候，人们完全可以说，我对两种超级不平等社会所做的对比（食利者社会和超级经理社会）是天真和牵强的。这两种社会是可以共存的：一个人不能既是超级经理又是食利者，美国当前的财富集中度高于欧洲，这个事实也表明当下的美国可能就是这种情况。当然，没有什么可以阻挡超级经理的子女成为食利者。实际上，我们发现这两种逻辑在每个社会都起作用。不过，不止一种方式可以促成这种程度的不平等，美国当下主要的特征是：前所未有的劳动收入不平等（可能高于世界上过去任何时间、任何地方的任何社会，包括那些技能差距非常大的社会）以及与传统社会或1900~1910年间欧洲相比不太极端的财富不平等。因此非常重要，要了解这两种逻辑各自发展的条件，同时不要忘记，它们可能在未来这个世界相互补充，共同发挥作用。如果是这种情况，未来将出现一个新的不平等世界，比以前的任何社会都更极端。

综合指标的问题

在对不平等的历史演变进行国别考察以回答上述问题之前，还需要讨论几个方法论问题。尤其是，表7.1～表7.3给出了不同分配方式的基尼系数。基尼系数是一个比较常用的评估不平等的综合指标，经常出现于官方报告和公共辩论中。按照设计，它在0~1之间浮动：完全平等时等于0，绝对不平等时等于1，即一个人数非常少的人群占有所有资源。

实际上，在现实社会的劳动收入分配中，基尼系数在0.2 ~0.4之间浮动；在资本所有权分配中，基尼系数在0.6~0.9之间浮动；收入不平等方面，基尼系数在0.3~0.5之间浮动。20世纪七八十年代的斯堪的纳维亚国家，劳动收入分配的基尼系数是0.19，离绝对平等不远了。相反，“美好年代”的欧洲财富分配的基尼系数则为0.85，距绝对不平等不远。[\[22\]](#)

这些系数（还有其他指标，如泰尔指数）有时有用，但也带来了许多问题。它们旨在用一个数值指数就概括一种分配方式中所有有关不平等的信息：财富层级中底层与中间的不平等，中间与上层的不平等，上层与顶层的不平等。这乍看之下非常简单明了，很吸引人，但难免让人误入歧途。其实，如果不过度简化或者把不同事物混为一谈，就不可能用单维指数来概述多维的现实。在分配的不同层面上，社会现实和经济政治不平等的重要性非常不同，对它们进行区别分析非常重要。此外，基尼系数和其他综合指标常常把劳动不平等和资本不平等混淆起来，虽然在这两种情况下起作用的经济机制不同，不平等的一般理由也不相同。由于上述原因，我认为用分配表来分析不平等，比基尼系数等综合指标更好。分配表显示了收入和财富金字塔各自最顶端10%和1%人群在总收入和总财富中的比重。

分配表也非常有价值，因为它会使人注意组成当前层级的各个社会群体的收入和财富水平。这些层级用现金数量（或占某国平均收入和财富水平的比重）来表示，而不是难以理解的人为统计指标。分配表让我们更具体直观地了解社会不平等，也能充分认识研究这些问题所使用的数据及其局限性。相比之下，基尼系数等统计指数让我们抽象而乏味地看待不平等，人们难以找到他们在当前层级中的位置（这是一个有用的练习，尤其是一个属于最上层1%的人却常常忘记这一点，经济学家就经常这样）。指数经常掩盖数据的反常和矛盾现象，或者来自不同国家、

不同时期的数据无法直接比较（例如，因为分配顶端的情况被删节，或者因为某些国家的资本收入被遗漏）。使用分配表迫使我们必须前后一致、更加透明。

官方出版物的贞洁面纱

经合组织或国家统计局发布的官方不平等报告，时常提及十分位比等综合指数。出于同样的原因，在使用这些指数时必须十分小心。最经常使用的十分位比是 p_{90}/p_{10} ，即收入分配中前10%人群的平均收入与最后10%人群的平均收入的比值。[\[23\]](#)例如，一个人的收入超过每月5 000欧元才能跻身收入分配的最上层10%，不超过每月1 000欧元就属于最底层10%，那么十分位比值就是5。

此类指数是有用的。获得分配完整形态的更多信息总是有价值的。然而，人们应该记住，从结构上讲，这些比率完全忽视了最上层10%的分配演变情况。具体而言，不管 p_{90}/p_{10} 的比值是多少，收入或财富分配的最上层10%可能总是占有总额的20%（比如20世纪七八十年代斯堪的纳维亚国家的收入情况）、50%（2010年以来美国）或者90%（如“美好年代”欧洲的财富状况）。这些数字是由国际组织或国家统计局统计的，然而，查阅它们的出版物，我们了解不到这些情况。它们通常关注的那些有意忽视分配最上层情况的指数，并且不提及最上层10%的收入或财富状况。

这一做法有其理由，一般是因为可用数据“不完善”。这是有道理的，但通过使用WTID中以有限手段收集的历史数据，这些困难可以克服。这项工作已经开始缓慢地改变事情的处理方式。其实，决定使用忽视最顶端情况的方法论很难说是出于公心：国家和国际机构的官方报告本来是为了告诉公众收入和财富分配的真实情况，但实际上他们经常人为地给出不平等的乐观图景。这就好像1789年法国政府的官方不平等报告故意忽视顶层10%人口的所有情况（一个5~10倍于当时所有贵族人数的人群），理由是这太复杂了，不能说明任何情况。这样的做法反而更加令人遗憾，因为其必然让官方统计数字和统计人员更不可信，而不是缓解社会的不安情绪。

相反，很大程度上由于人为原因，十分位比有时会相当高。以资本

所有权的分配为例：最底层50%人群一般接近一无所有。取决于所测算的财富有多少（比如是否计入耐用品和债务），对收入层级中最后10%这一门槛的确切位置，人们显然可以得出非常不同的结果：对于相同的社会现实，人们可以将其设定为100欧元、1 000欧元甚至10 000欧元，结果没有太大不同，但取决于具体的国家和时期，可以得出非常不同的十分位比，即使财富分配的最底层半数人口依然只占有总财富的不到5%。劳动收入分配多少也是这种情况：取决于如何对待替代收入和短期工作报酬（比如使用每周、每月、每年还是每10年的平均收入），人们可以得出非常不同的p10门槛（和十分位比），即使劳动收入分配最底层50%实际上占有相当稳定的劳动收入比重。[\[24\]](#)

为什么我更愿意像表7.1～表7.3那样去研究分配情况，这也许是一个主要原因，也就是说，强调不同人群占有的收入和财富比重，尤其是每个社会最底层半数人口和最上层10%，而不是纠结于确定某个百分位数的门槛水平。比重值比十分位比能展示更为稳定的现实图景。

回到“社会表格”和政治算术

我认为，我在本章中考察的分配表是研究财富分配的最佳工具，远比综合指标和十分位比可靠。上述分析就是我的理由。

此外，我认为这一方法与国民收入核算方法更为一致。既然多数国家的国民收入核算可以让我们测算每年的国民收入和财富（以及平均收入和财富，因为人口统计来源让我们更容易获得人口数字），那么下一步便是按十分位数和百分位数来细分这些总收入和财富数字。许多报告建议国民收入核算应按这种方式来改善和“人性化”，但迄今没有什么进展。[\[25\]](#)把人口细分成最贫穷50%、中间的40%和最富裕10%，是朝着这个方向迈出的有益一步。尤其是，这个办法可让任何一位观察家看到，不同社会人群实际获得的收入是否或多大程度上反映了国内产值和国民收入的增长。例如，只有知道流向最上层10%人群的财富比重，我们才能确定增长的成果有多大比例被最上端获得。基尼系数和十分位比都不可能清晰准确地回答这个问题。

最后我还要补充一点，我所推荐使用的分配表在某些方面与18世纪、19世纪初风行一时的“社会表格”非常相似。这些社会表格首先在17

世纪末的英国和法国推出，在启蒙时期的法国得到广泛使用、改善和评论，例如狄德罗《百科全书》中关于“政治算术”的备受称赞的文章。社会表格的最初版本由格雷戈里·金于1688年创立，法国大革命前夕的艾克斯比利和伊斯纳尔、拿破仑时期的帕切特、科尔昆和布洛杰特编撰了详尽的范例。他们的目标一直是提供全面的社会结构视角：他们列出了贵族、资产阶级、绅士、工匠、农民等的数量及其收入评估（有时是财富）。这一批作者还编撰了最早的国民收入和财富评估。然而，这些表格与我的分配表有一个重要区别：旧的社会表格使用了他们那个时代的社会分类，而且没有试图用十分位数和百分位数来确定财富和收入分配状况。[26]

不过，社会表格强调不同社会层级（尤其是不同的精英阶层）的国民财富比重，试图描绘不平等的生动一面。在这方面，它们和我使用的方法显然非常相似。同时，在实质上，社会表格与基尼、帕累托对不平等的统计测算方法迥然不同。后者方法简单，未考虑时间因素，在20世纪广泛使用，常常试图弱化财富分配的差距。人们测度不平等的方法从来都不是不偏不倚的。

[1]见Honoré de Balzac, *Le père Goriot* (paris: livre de poche, 1983), 123–35。

[2]见Balzac, *Le père Goriot*, 131。在测算收入和财富时，巴尔扎克通常使用法郎或硬币利弗尔（法郎出现后变成等值物）和埃居（埃居是一枚银币，价值19世纪的5法郎），在极少情况下也使用路易（路易是一种金币，价值20法郎，1法郎在旧制度下已经价值20利弗尔）。因为当时不存在通货膨胀，这些货币单位都很稳定，读者很容易进行换算。见第二章。我将在第十一章详细讨论巴尔扎克提到的这些数额。

[3]见Balzac, *Le père Goriot*, 131。

[4]据报道，一位法国前总统的儿子在巴黎学习期间，娶了达尔蒂（Darty）电器连锁店的女继承人，可他肯定不是在伏盖公寓遇上她的。

[5]我是从成年人口（未成年人一般没有收入）角度来定义前10%人群的，而且尽可能保持在个人层面。表7.1~表7.3的评估就是基于这个定义。对有些国家来说，如法国和美国，只能得到家庭的历史收入数据（即夫妇二人收入的总和）。这稍微改变了各个十分位的比重，但对我们感兴趣的长期演变没有影响。对工资而言，一般只有个人层面的历史数据。见在线技术附录。

[6]见在线技术附录和补充表S7.1。

[7]中位数是半数人口居于其下的标准值。实际上，中位数总是低于平均数，因为现实世界的分配总有一个长长的上尾，这提高了平均数但没有拉高中位数。对劳动收入来说，中位数一般是平均数的80%（也就是说，如果平均工资是每月2 000欧元，那么中位数约为1 600欧元）。对财富来说，中位数可能极低，经常不到平均财富的50%，如果较穷的半数人口一无所有，中位数甚至为零。

[8]“什么是第三等级？什么都是。它在政治秩序中算什么？什么都不是。它想要什么？成为什么。”

[9]作为惯例，我把替代收入（即替代劳动收入消失而通过工资扣除来资助的养老金和失业保险）放在初次劳动收入之中。如果不这样做，成人劳动收入的不平等会明显大于表7.1和表7.3中的情况（大量退休人员和失业工人的劳动收入为零）。在第四部分，我会回过头来通过养老金和失业保险来讨论再分配问题，现在暂且把它们称为“延期工资”。

[10]这些基本计算在补充表S7.1中有详细说明。

[11]美国最上层10%很可能占有所有财富的接近75%。

[12]见在线技术附录。

[13]很难说苏联及共产主义集团的国家是否符合这个标准，因为没有可用的数据。但无论如何，政府拥有大多数资本，这个事实显著削弱了该问题的趣味。

[14]注意，甚至在表7.2中描述的“理想社会”，不平等程度依然很高（最富裕10%人群占有的资本超过最贫穷的50%，虽然后者人数是前者的5倍；最富裕1%人群的平均财富是最贫穷50%的20倍）。没有什么能阻挡我们走向更宏大的目标。

[15]或者每对夫妇平均40万欧元。

[16]见第三至五章。在线技术附录中有准确数字。

[17]关于耐用用品，见第五章和在线技术附录。

[18]准确地计算，为 $35/9 \times 200\,000$ 欧元，或者777 778欧元。见在线补充表S7.2。

[19]要弄清楚这意味着什么，我们可以继续做上面所说的算术练习。如果平均财富是20万欧元，那么表7.2中所说的“非常高的”财富不平等意味着最贫穷50%人群的平均财富是2万欧元，中间40%的是2.5万欧元，最富裕的10%是180万欧元（最上层9%是89万欧元，最上层1%是1 000万欧元）。见在线技术附录和补充表S7.1~ 表S7.3。

[20]如果我们只看公司掌控的金融和商业资本以及与工作相关的工具，那么最上层10%的比重是70%~80%，甚至更多。对绝大多数人来说，公司所有权一直是一个相对抽象的概念。

[21]例如，不平等的两个方面日益结合，可能是大学入学率提高的结果。我会回头再讨论这一点。

[22]这些计算稍稍低估了真正的基尼系数，因为它们是基于社会群体数量有限的假设（表7.1~ 表7.3中所示），而基本现实是财富分配是连续的。由不同社会群体数量得出的不同结果，见在线技术附录和补充表S7.4~ 表S7.6。

[23]也使用p90/p50、p50/p10、p75/p25等比率。p50指第50个百分位数，即中位数，而p25和p75分别指第25个和第75个百分位数。

[24]同样，是测算个人层面还是家庭层面的不平等，对p90/p10之类的十分位比率产生的影响比对最底层50%的总收入比重的影响更大（和更不稳定），特别是因为在许多情况下妇女不在外工作。

[25]见Joseph E. Stiglitz, amartya Sen, and Jean-paul Fitoussi, Report by the Commission on the Measurement of Economic performance and Social progress, 2009 (www.stiglitz-sen-fitoussi.fr)。

[26]社会表格至少在精神实质上类似于弗朗索瓦·魁奈（François Quesnay）1758年发表的著名的Tableau économique，它第一次给出了经济及其社会人群的合成画面。人们也能在自古以来的许多国家中找到旧一些的社会表格。见B·米拉诺维奇、p·林德特和J·威廉姆森“测定古代的不平等”中的有趣表格（NBER工作论文13550号，2007年10月）。也可见B. Milanovic, The Haves and the Have-Nots: A Brief and Idiosyncratic History of Global Inequality (New York: Basic Books, 2010)。遗憾的是，从齐次性和可比性的角度来看，这些早期表格中的数据并不总是令人满意。见在线技术附录。

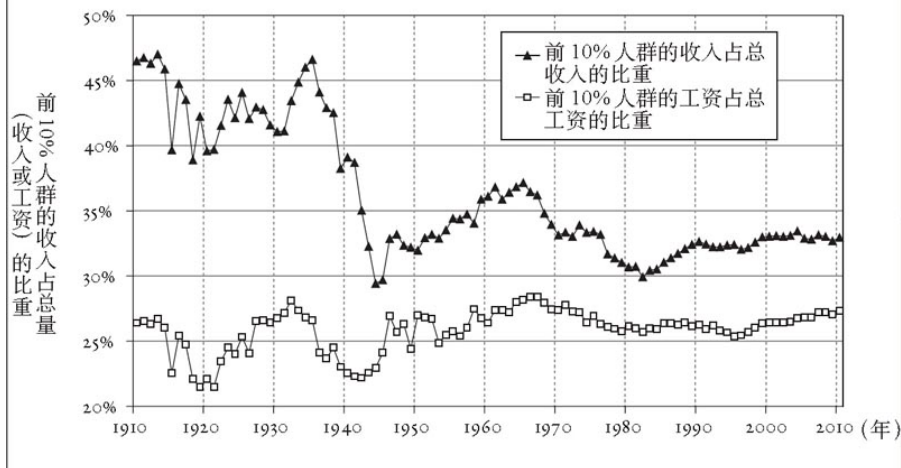
第八章 两个世界

行文至此，我已经精准界定了下文所要用到的诸多概念，也介绍了各个不同的现实社会中劳动和资本导致的不平等达到的大致数量级。现在是时候考察一下世界各国不平等的历史演变情况了。自19世纪以来，不平等的结构发生了怎样的变化？原因何在？1914~1945年间的一系列冲击对于缩小不平等差距起到了至关重要的作用，但这种缩小绝不是一个和谐或自发的进程。自1970年以来，世界各地不平等程度的扩大不尽相同，这再次表明了体制和政治因素在其中发挥的关键性作用。

一个简单例子：20世纪法国不平等程度的缩小

我们首先来详细考察一下法国的不平等，这些都是有据可查的（多亏拥有一个现成且丰富的史料库）。同时，法国的情况也是相对简单和直接的（其直接简明的程度与不平等的演变历史可能达到的程度相当），更为重要的是，它也广泛代表了在其他若干欧洲国家所观察到的演变。这里的欧洲指的是欧洲大陆，因为英国的情况在某些方面介于欧洲和美国之间。欧洲大陆的演化模式在很大程度上也代表着日本的情况。继法国之后，本文将转而分析美国，并最终扩展到可获得充足历史数据的整个发达国家和新兴经济体。

图8.1描绘了前10%人群的收入占国民收入和工资收入的比重随时间演变的情况。可以发现，有三个事实性的特征凸显出来。



法国整体收入（包括劳动收入和资本收入）的不平等程度在20世纪下降了，而工资收入的不平等程度则维持了原状。

图8.1 1910~2010年法国收入不平等状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

第一，自“美好年代”以来，法国的收入不平等程度大幅缩小：前10%人群的收入占国民收入的比重从“一战”前的45%~50%，降到了今天的30%~35%。

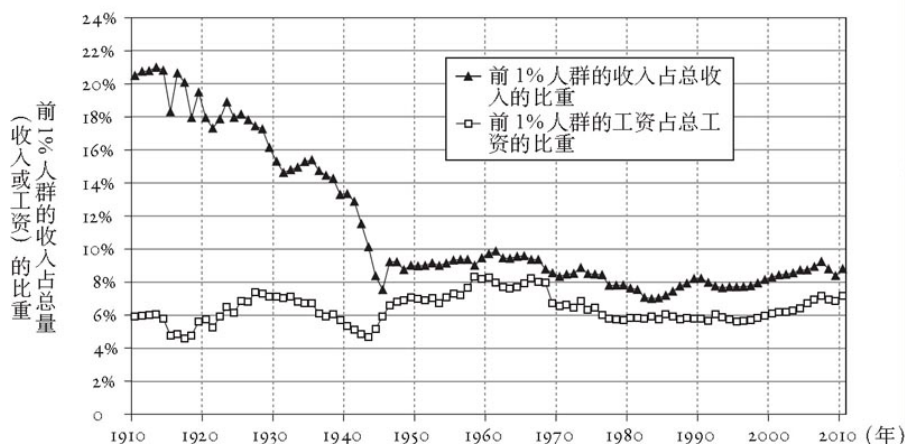
这15个百分点的下降不容小觑，这意味着每年流向最富有10%人口的产出比重减少了1/3，而流向另外90%人口的比重增加了1/3。请注意，这一规模已经大致等于“美好年代”处于底层的那一半人口所得收入的3/4，比他们今天所得收入的1/2还要多。^[1]另外还要注意，本书的这一部分考察的是原始收入（即在税收和转移支付之前的收入）的不平等状况，而在第四部分，我将阐释税收和转移支付是如何更进一步降低不平等程度的。需要明确的是，不平等程度缩小这一事实，并不意味着我们当前已经生活在一个均等化的社会里。它主要反映出的事实是，“美好年代”时期的社会是极其不平等的——实际上，那是整个历史中最不平等的社会阶段之一。这一不平等现象的表现形式以及它的形成方式，我认为是不容易为当今时代所接受的。

第二，20世纪进程中收入不平等程度的显著缩小，完全来自上层人群资本收入的减少。假使我们不考虑资本收入，而只关注工资收入的不平等状况，我们也会发现分配在长期来看是相当稳定的。21世纪伊始的10年，和20世纪的第二个10年一样，工资收入最高的10%人口的收入占到总工资收入的25%。相关资料也显示，处于收入分配最底层的群体，

其工资不平等程度也是长期稳定的。例如，工资收入处于底层的那一半人口始终可以占到总工资收入的25%~30%（以至于这一群体成员的平均工资达到总体平均工资的50%~60%），而且没有明显的长期趋势。[\[2\]](#)在过去的100年里，工资水平显然已经发生了巨大变化，劳动力的结构和技能也已完全改变，然而工资层级状况却没有发生多少变化。如果上层人群的资本收入没有下降的话，20世纪的收入不平等程度也就不会减小。

我们沿着社会阶层的阶梯向上进行考察，这一事实特征就会变得更加明显。我们特别来看一下收入最高的1%人群的演变情况（见图8.2）。[\[3\]](#)与不平等程度最高的“美好年代”相比，20世纪法国最高1%人口的收入占总收入的比重简直可以称为“坍塌式”下降，从1900~1910年的超过20%降到了2000~2010年的8%或9%。这意味着100年里下降了超过一半，实际已接近2/3。如果我们看一下20世纪80年代初的曲线低点，就会发现那个时间段最高1%的收入只占国民收入的7%。

同样，这种“坍塌式”下降完全可归因于从资本获得的超高收入的减少（或者可以大致称为食利者的衰落）。单看工资，我们就会发现收入前1%人群的工资收入占总工资收入的比重几乎长期稳定在6%或7%的水平。在“一战”前夕，收入不平等程度（以最高1%人群的收入比重来计算）是工资不平等程度的近3倍；而今天，收入不平等程度只相当于原本的1/3略高，与工资不平等程度大致相当。这一程度已经低到可能会让人错误地猜想：从资本获得的高收入几乎已经消失殆尽了（见图8.2）。



法国1914~1945年收入最高的1%人群收入比重的下降源于他们最高资本收入的下降。

图8.2 1910~2010年法国食利者的衰落

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

综上所述，法国20世纪不平等程度的缩小，主要可由食利者的衰落和从资本获得的超高收入的“坍塌式”下降来解释。长期来看，似乎不平等并未呈现出普遍结构性缩小（尤其是工资收入不平等程度的缩小），这与库兹涅茨理论的乐观推测相反。

在财富分配的历史动态特征这一问题上，此处为我们揭示出一个根本性教训，也毫无疑问是20世纪给我们上的最重要一课。当我们进一步了解到上述事实在所有发达国家大致相同、仅存微小差异时，这一教训就显得越发正确了。

不平等的历史：一部混沌的政治史

图8.1和图8.2展现出的第三个重要事实是，不平等的演化历史不是一条漫长而宁静的河流，中间有很多迂回曲折，当然也并非难以阻挡、按部就班地趋于“自然”均衡点。在法国以及其他地区，不平等的历史始终是混乱的、具有政治性的，它受到爆发性社会变革的影响，不仅仅由经济因素主导，还由社会、政治、军事和文化现象等多方面的因素所驱动。社会经济状况的不平等，即社会各群体间收入和财富的差异，通常既是其他领域发展的原因，也是其他领域发展的结果，所有这些分析的维度难解难分地交织在一起。因此，财富分配的历史可以从更一般意义上诠释一国的历史。

在法国的例子中，我们惊奇地看到，收入不平等的缩小很大程度上集中在一个非常特殊的时期：1914~1945年。前10%和前1%人群的收入占总收入的比重于“二战”后跌至谷底，并且似乎再也没有从战争年代的极端暴力冲击中恢复过来（见图8.1和图8.2）。在很大程度上，是战争的混乱以及相伴而生的经济及政治冲击，拉低了20世纪以来的不平等程度。不存在循序渐进、协商一致和无冲突的演变方式来推动实现较大程度的平等。在20世纪，抹掉过去、推动社会重新洗牌、万象更新的是战争，而不是和谐民主或经济的理性行动。

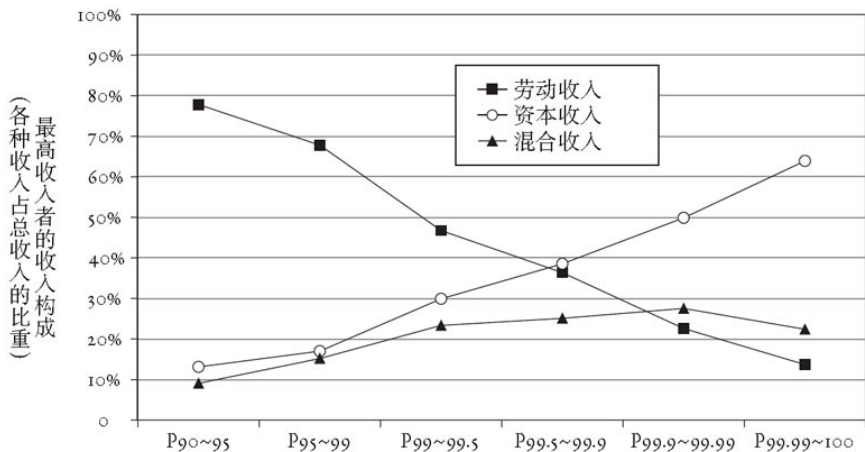
这些冲击包括什么呢？我在本书第二部分已做了讨论，包括两次世

界大战造成的破坏，还有“大萧条”引发的破产，最为重要的是，包括这一时期颁布的新公共政策（从租金管制到国有化，以及以通胀推动那些依靠政府债务为生的食利阶层的自然消亡）。所有这些冲击都引发了1914~1945年资本/收入比的大幅下滑和资本收入占国民收入比重的显著下降。然而，资本远比劳动力集中，在前10%人群中资本收入的比重更高（在前1%人群中尤其如此）。因此，以下事实也就不足为奇了：1914~1945年对资本尤其是私人资本的诸多冲击，降低了前10%人群（以及前1%人群）的收入比重，最终导致收入不平等显著缩小。

法国自1914年起对收入征税（参议院从19世纪90年代以来一直阻挠这项改革，直到1914年7月15日，宣战前几周，他们才在极其紧张的氛围下最终通过了这一法案）。出于这一原因，我们很遗憾无法拥有这一日期之前关于收入细分结构的年度数据。在20世纪伊始的10年，基于开征一般性所得税的预期，人们对收入分配做了大量的估算，以预测这可能带来多少税收收入。因而，我们对“美好年代”的收入集中程度有个大致的认识。不过，这些估算数据并不足以支撑我们对“一战”产生的冲击做出历史性估计（为达到这一点，所得税必须提早几十年开征）。[4] 幸运的是，房产税自1791年就已开征，相关数据有助于我们研究19、20世纪财富分配的演变情况，也能够确认1914~1945年的冲击在其中发挥的核心作用。但这些数据显示，恰恰相反，“一战”前夕资本所有权的集中度并没有任何自然下降的趋势。从同一数据来源我们也可得知，1900~1910年资本收入在最高1%人群的收入中占据了绝大部分比重。

从“食利者社会”到“经理人社会”

1932年，尽管处于经济危机之中，资本收入仍然是收入分布中最高0.5%人群的主要收入来源（见图8.3）。[5]但是，审视现今最高收入群组的收入构成时，我们就会发现情况已经发生了意义深远的变化。可以肯定的是，今天和过去一样，随着收入阶层的逐步提升，劳动收入的地位逐步削弱，而在收入分布的最高1%和1‰中，资本收入越来越占主导地位——这一结构性特征并没有改变。然而，这里存在一个关键的区别：当前人们必须爬到更高的社会阶层上，才能让资本收入超过劳动收入。目前，资本收入超过劳动收入只存在于收入分布中最高0.1%的人群中（见图8.4）。而在1932年，具有同样特征的社会群组的人数是现在的5倍，在“美好年代”则高达10倍。



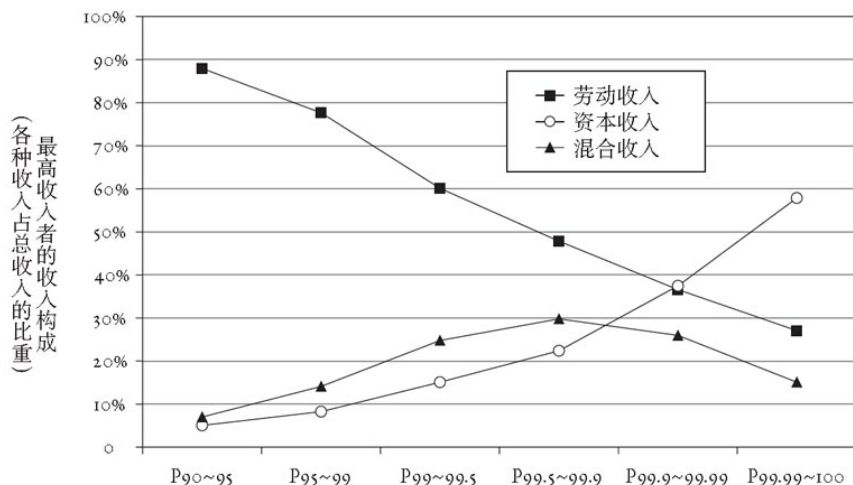
随着个体在总收入前10%人群中的地位不断提升，劳动收入变得越来越不重要。

图8.3 1932年法国最高收入的构成

注：（1）“p90~95”包括第90百分位到第95百分位的个体，“p95~99”包括了这之后的4个百分点，“p99~99.5”包括了再之后的0.5个百分点，以此类推。（2）劳动收入包括工资、奖金、养老金，资本收入包括股息、利息、租金，混合收入指个体经营者所得。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

毫无疑问，这是一个显著的变化。最高1%人群在任何社会都占据很突出的地位，构筑了一个社会的经济政治格局，而最高1‰人群在这一点上就稍逊一筹了。[6]虽然这只是一个程度问题，但却很重要：很多时候，量变会引发质变。这种变化也解释了为什么今天流向最高1%人群的收入比重并不比流向他们的工资比重高出多少：资本收入只在最高1‰人群乃至0.1‰中发挥决定性作用。在整个前1%人群中，其影响相对较小。



2005年的法国，前0.1%人群中资本收入逐渐成为主导收入，而1932年则对应的是最高0.5%。

图8.4 2005年法国最高收入的构成

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

在很大程度上，我们已经从“食利者社会”走向了“经理人社会”，也就是说，从一个由食利者（拥有足够的资本，从而可以靠他们的财富产生的年收入为生的群体）占最高1%的社会，转向一个最高收入层级（包括前1%）主要由那些靠劳动收入为生的高薪个体构成的社会。也可以更准确地说（如果不是那么积极的话），我们已经从一个超级食利者社会走向一个不那么极端化的食利者社会，新的社会在靠劳动获得成功和靠资本获得成功之间更好地保持了平衡。这很重要，但是必须要明白，至少在法国，这一巨大变动的发生并不是由于工资层级的任何扩展（从世界范围看，这一工资层级已经长期保持了稳定：那些依赖劳动收入的个体的世界从来没有像很多人认为的那样同质化），而完全是由于高资本收入的减少。

小结：法国发生的故事就是食利者（十之八九）落后于经理人，而经理人也并没有跑在食利者前面。我们需要了解这种长期变化的原因，但这并不是一眼就能明白的，因为我在第二部分已经阐释过，资本/收入比近来又回到了“美好年代”的水平。1914~1945年食利者的衰落是故事中较为引人注目的部分，而为何食利者并未回到原来的水平才是更复杂的，在一定意义上也是更重要和更有趣的部分。众多结构性因素都有可能对“二战”以来的财富集中程度产生制约作用，而且时至今日，这些因素仍阻碍着“一战”前夕那种极端食利者社会的复活。针对收入和遗产

的高累进税是我们很容易举出的因素（其中大部分在1920年之前并不存在）。然而，其他因素可能也发挥了显著且同等重要的作用。

“前10%”的不同世界

不过首先，我们要花些时间考察一下收入层级中前10%的内部构成，这一收入群组由差异化十分明显的小群组构成，各小群组之间的界限因时而异：资本收入原本主导了最高1%，但今天仅在最高1%中占主导地位。更重要的是，前10%内部多种世界的共存，有助于我们理解数据资料所显现出的在短期以及中期经常出现的混乱演化过程。新税法要求填写的损益表确实是一个丰富的历史资料来源，尽管它们也存在许多不完善之处。有了这些资料的帮助，我们就可以精确地描述并分析收入分布顶层群组的多样性及其随时间的演变。我们很惊奇地发现，在拥有这种类型数据的所有国家，各个时期最高收入群组的收入构成特征均可用图8.3和图8.4中那些相互交叉的曲线（即法国1932年和2005年的情况）分别表示：随着人们在前10%中位置的不断提升，劳动收入比重总是迅速下降，而资本收入比重总是急剧上升。

前10%中较穷的那些人，才属于真正的经理人世界：80%~90%的收入都来自劳动报酬。[\[7\]](#)再看向上推移4个百分点的收入人群，劳动收入比重有了轻微下降，但仍毫无争议地居于主导地位，占到总收入的70%~80%（见图8.3和图8.4），这一点不仅适用于两次世界大战期间，在今天仍旧如此。在这个庞大的“9%”人群中（即前10%除了最高的1%中），我们发现个人主要是以劳动收入为生，包括私营部门的经理人和工程师，以及公共部门的高级官员和教师。这里的工资通常为社会平均工资的2~3倍：换句话说，如果社会平均工资是每月2 000欧元，那他们每个月就可挣到4 000~6 000欧元。

显然，在这一级别里，工作的类型及所需技能的水平也随时代发生了变化。在两次世界大战之间的年代，高中教师（甚至是小学中资历较深的教师）都归属于这“9%”人群，而今天我们必须要成为大学教授或研究员，而且最好是政府高官，才可实现这一目标。[\[8\]](#)曾几何时，一个工头或熟练技工都几乎跨进了这一人群，而今天至少得是一个中层经理人，最好是拥有名牌大学或商学院学位的高级经理人。在收入分布的较低阶层上，情况也类似：曾经，收入最低的工薪阶层（通常只有社会平

均工资的一半，比如平均工资是一个月2 000欧元，他们只有1 000欧元）是农场工人和家庭用人；后来，他们被相对缺乏技能的产业工人替代，多数是纺织和食品加工等行业的女工。这一现象在今天依然存在，但收入最低的工人现在都在服务业，如餐馆服务生或者商店店员（同样，多数是女性）。因而，在过去的一个世纪中，劳动力市场已经完全转型，但这么长时间过去了，市场上工资不平等的结构却几乎没有发生变化，在足够长的时间段里，前10%人群中的那“9%”人群以及最低50%人群在劳动收入比重上仍是大致相同的。

在那“9%”人群里，也有医生、律师、商人、餐馆老板以及其他自主创业者的身影。离那“1%”人群越近，他们的人数也越多。正如那条“混合收入”曲线所显示的那样（即不靠工资的劳动者的收入，包括劳动报酬，还有从商业资本中获得的收入，我在图8.3和图8.4中分别做了展示）。在最高1%的临界线附近，混合收入占到了总收入的20%~30%，但当我们朝前1%人群内不断推升时，这一比重就会下降，而纯资本收入（租金、利息和股息）则显然占据了主导地位。为了进入那“9%”，乃至上升到那“1%”中的末端——这意味着要获得平均水平4~5倍的收入（也就是说，如果社会平均收入是2 000欧元，要挣到每个月8 000~10 000欧元），选择成为一名医生、律师或是一个成功的餐馆老板，可能都是不错的策略，这与成为一家大公司高级管理者的选择几乎是同样常见的（实际上只有一半是常见的）。[9]但要想达到最上层的“1%”，获得平均水平几十倍的收入（每年收入几十上百万欧元），上述策略可能难以奏效。只有拥有足够多资产的人，才更可能到达整个收入层级的顶端。[10]

有趣的是，只有在战争刚刚结束的年份里（在法国，分别是1919~1920年和1945~1946年），这一结构才会发生逆转：在前1%的上层人群中，混合收入的比重短暂超过了资本收入的比重。这显然反映出与战后重建紧密相连的新型财富的快速积累。[11]

综上所述，前1%人群内部也始终包含着两个非常不同的世界：在“9%”的人群里，劳动收入明显占主导地位，而在“1%”的人群里，资本收入变得越来越重要（或快或慢，或大或小，因时而异）。两个人群之间的过渡始终是循序渐进的，在人群边界上也是相互渗透的，但二者之间的差异却是清晰而系统性的。

例如，资本收入显然不是完全在“9%”人群的收入构成中绝迹，但它

通常不是收入的主要来源，而只是一种补充。一位月收入4 000欧元的经理人，可能照样拥有一套公寓，每个月获得1 000欧元的租金（或是自住，因此每月不必支付1 000欧元的租金，这从金融视角上来看是一回事），那么她每月的总收入就是5 000欧元，其中80%是劳动收入，而20%为资本收入。事实上，劳动和资本之间的80 : 20分配基本代表了“9%”人群的合理收入结构，两次世界大战期间是这样，今天也仍然如此。他们的部分资本收入也可能来自储蓄账户、人寿保险合约及金融投资，但不动产收入一般是最主要的。[12]

与此相反，在“1%”人群中，劳动收入逐步成为附属物，而资本收入不断增长变为收入的主要来源。另一个有趣的特征是，如果我们将资本收入进一步细分为土地及建筑物的租金收入和流动资本的股息及利息收入，会发现最高10%人群的资本收入中很大比重是来自后者（尤其是股息）。以法国为例，“9%”人群的资本收入比重在1932年和2005年均均为20%，而在最高0.01%人群里，这一数值却上升到了60%。考虑上述两种情形，这种剧增完全可以用金融资产的收入（几乎都是股息的形式）来解释，而租金的比重保持在总收入的10%左右，在前1%中甚至出现了下降的势头。这种格局反映了一个事实，即大量的财富主要由金融资产（主要是基于合伙关系的股票和证券）所构成。

所得税申报单的局限性

尽管可以发现这么多有趣的特征，我却必须要强调，本章所采用的财税数据是存在一定局限性的。图8.3和图8.4仅是基于税务申报单中的资本收入数据。实际的资本收入被低估了，这有两方面的缘由，一是逃税问题（隐藏投资性收入要比隐匿工资容易得多，比如，使用国外的银行账户，只要这个国家没有与纳税者居住国开展合作即可），二是各种免税政策的存在，导致整个门类的资本收入可以合法地规避所得税（在法国以及其他地区，所得税原本是要涵盖所有类型的收入）。因为资本收入在最高10%人群收入中占有很大比重，仅以所得税申报表为依据的话就意味着资本收入存在低报情况，图8.1和图8.2中的最高10%和前1%人群的收入比重也就存在低估（对法国以及其他国家都是如此）。不管怎样，这些比重只是一种粗略估计，其意义（像所有的经济和社会统计一样）主要是作为一种数量级展示出大致情况，并且应该视为实际不平等等程度的较低估计值。

以法国为例，我们可以将税务申报单上自主申报的收入与其他数据资料（如国民账户及其来源，可更直接地测量财富分配状况）相比较，估算一下我们的结果需要调整多少才能抵消资本收入的低报情况。结果表明，我们需要在资本收入占国民收入的比重上增加几个百分点（如果我们选择较高的逃税率估计值的话，可能要增加5个百分点，不过更符合现实的情况是增加2~3个百分点）。这一数量不可以忽略不计。换句话说，有关前10%人群的收入在国民收入中的比重，图8.1向我们展示的是，1900~1910年为45%~50%，到2000~2010年降到了30%~35%，而实际情况是，“美好年代”毫无疑问接近50%（甚至略高），而当前则比35%略高。^[13]不过，这种矫正并不会显著影响收入不平等的整体演化规律。即使近年来合法避税和非法逃税的机会不断增多（尤其是避税天堂的出现，我在后面将进一步讨论），我们也必须记住，流动资本的收入在20世纪初以及两次世界大战之间已经是显著低报了。所有的迹象都表明，从确保遵守相关适用税法的举措上看，那个时代政府要求提供股息副本和利息券的做法，并不比今天的双边协议更有效。

类似地，我们可以据此假设，计入逃税及避税行为会使基于税务申报单数据得到的不平等水平，在不同时期加剧的幅度大致相同，因此，不会在实质上改变前面所展示的时间趋势和演变特征。

然而需要注意的是，我们尚未尝试将这一矫正方法以一种系统、一致的方式应用到不同国家。这是WTID的一个重大局限，其结果就是我们的数据低估（可能仅是略微低估）了1970年之后大多数国家不平等程度的扩大幅度，尤其是低估了资本收入在其中的作用。事实上，对于研究资本收入来讲，所得税申报单这一数据来源变得越来越不可靠，因而很有必要使用其他的补充性资料。这既包括宏观数据资料（比如在第二部分所使用的那些用来研究资本/收入比和资本——劳动划分动态过程的数据），也有微观数据资料（可以用来直接研究财富分配状况，我在接下来的章节也将使用到）。

另外，不同的资本税收法律也可能使国际比较产生偏差。一般来说，租金、利息和股息在不同国家是同等对待的。^[14]相比而言，各国在资本收益项目的处理上却有着显著的差异。比如，资本收益在法国税收数据中并未全部、连贯地记录（我将它们完全排除掉了），而美国相关的税收数据却对此记录完好。这就会带来很大的差异，因为资本收益（尤其是那些通过出售股票实现的收益）构成了资本收入的一种形式，

而且该收入集中在最高收入人群（有时甚至比股息还高）。例如，如果图8.3和图8.4包括了资本收益，那么最高0.1%人群的资本收入比重就不止60%，而很可能接近70%甚至80%（因年份而异）。[15]因而，为了避免有偏差的比较，在有关美国的分析中，我会将包含资本收益与不含资本收益两种情况都列出来。

所得税申报单的另一个重大局限是，只反映了资本的收入，而没有包含资本的信息源。我们可以看到纳税人在特定时点上资本收入的多少，却不知道这种资本是通过继承得到，还是纳税人尽其一生靠劳动积累而来（或者来自其他资本）。换句话说，对资本收入来讲，即使不平等程度相同，事实上也反映了非常不同的情形，而如果我们局限于所得税申报数据，就难以对这些差异有所了解。总体来讲，高水平的资本收入通常对应着巨大的财富量，很难想象这些财富可以单纯地从劳动收入中积累而来（对于那些高级经理人也是如此）。我们有充足的理由相信财产继承在其中功劳巨大。然而，我们在接下的章节中将会看到，财产继承和储蓄积累的相对重要性随时代不断演变，这是一个值得深入研究的话题。同样，我需要使用那些可以直接支撑起财产继承问题讨论的数据资料。

两次世界大战之间的混乱

思考一下20世纪法国收入不平等的演变历程。1914~1945年，收入层级中前1%人群的收入比重差不多一直在下降，从1914年的20%逐渐降到1945年的仅剩7%（见图8.2）。这种稳定的下降态势，反映出这一时期资本（及资本收入）承受了长期而且实质上从未中断的一系列冲击。相比之下，收入层级中前10%人群收入比重的下降就不那么稳定了：“一战”后显著下跌，但在20世纪20年代紧跟着一个不稳定的复苏，之后在1929~1935年出现了令人惊奇的急剧上升，随后的1936~1938年又一次出现跳水式下降，“二战”期间则彻底崩溃。[16]最终，前10%人群的国民收入比重从1914年的超过45%，降到了1944~1945年的不到30%。

纵观1914~1945年的情况发现，那两次下降非常一致：根据我的估算，前10%人群的收入比重下降了近18个百分点，而前1%人群的收入比重则下降了接近14个百分点。[17]也就是说，1914~1945年“1%”人

群自身就为不平等程度的下降贡献了大约3/4的力量，而“9%”人群则贡献了1/4。资本高度集中在“1%”人群手里，他们通常还持有风险更高的资产，从这一角度来看，上述结果不足为奇。

相比而言，在这一时期可观察到的差异性，乍一看倒是很让人吃惊：为何前10%人群的收入比重在1929年“大萧条”后急剧上升，而且至少持续到了1935年，而同一时期（尤其是在1929~1932年）前1%人群的收入比重却在下降？

事实上，如果我们更仔细地逐年审视数据，这些问题都可得到圆满的解释。重新回顾那个社会关系高度紧张的混乱的战争年代，我们可得到很多启发。为了弄明白到底发生了什么，我们必须意识到，“9%”人群和“1%”人群所依赖的收入来源是非常不同的。“1%”人群的绝大部分收入是资本收入，特别是利息和股息，主要由他们持有股票和债券的公司来支付。这正是“大萧条”时期前10%人群的收入比重骤然下跌的原因：因为经济崩溃了，利润下降了，一个接一个公司破产了。

与之相反，“9%”人群包括了很多经理人，他们恰恰是“大萧条”的极大受益者，至少和其他社会群体相比是这样的。与在他们手下工作的雇员相比，他们遭受的失业损失要小得多。特别是，他们从未经历过产业工人频繁遭受的半失业甚至完全失业的状况。与收入层级高于他们的人相比，他们在公司利润下滑中所受的影响也小得多。在“9%”人群内部，处于中间水平的公务员和教师的情况尤其不错，当时他们刚刚从1927~1931年行政部门津贴上涨中获益不少（要知道，政府雇员们，尤其是那些位于薪级标准顶端的群体，在“一战”中遭受了极大创伤，又被20世纪20年代初期的通货膨胀猛烈冲击）。这些中级雇员也免受失业风险，因而在1933年之前，公共部门的工资在名义上保持了稳定（在之后的1934~1935年，法国总理皮埃尔·赖伐尔力图降低公共部门开支时，名义工资也只是略微下降）。同时，私人部门的工资在1929~1935年下降了超过50%。法国在此期间遭受的严重通货紧缩（1929~1935年，随着贸易和生产的崩溃，价格下跌了25%）在这一过程中起到了重要作用：足够幸运的保住工作和名义报酬的人们——以公务员为代表——在“大萧条”时期享受着购买力的提升，因为不断下跌的价格水平提高了他们的实际工资收入。此外，“9%”人群的资本收入通常是租金，它们是严格按名义价值进行计算的，也由于通缩的缘故实现了增长，所以这类收入来源的实际价值显著上升，而“1%”人群的股息收入却极度缩水。

基于所有这些原因，1929~1935年，法国归于“9%”人群的国民收入比重很显著地上涨了，而且要比“1%”人群比重下降的幅度大得多，这就使整个前10%人群在国民收入中的比重提升了超过5%（见图8.1和图8.2）。然而，在人民阵线（popular Front）执政时期，这一过程完全被逆转：由于《马蒂尼翁协定》的缘故，工人的工资飞速上涨，1936年9月法郎贬值，引发了1936~1938年的通货膨胀，“9%”人群和前10%人群的收入比重都因此出现了下滑。[\[18\]](#)

上述讨论表明，将收入按百分位数和收入来源进行划分是很有意义的。如果我们只采用像基尼系数这样的综合指标来分析战争时期的动态过程，就根本无法探知到底发生了什么。我们将难以区分劳动收入和资本收入，也难以分辨短期和长期的变化。比如在法国，1914~1945年的情形之所以如此复杂，主要是因为虽然总体趋势是相当清晰的（前1%人群收入的崩溃导致归于前10%人群的国民收入比重急剧下降），但20世纪二三十年代的总体趋势特征上叠加了不少较小的逆向趋势。我们在其他国家的战争年代也可发现类似的复杂性，通常具有与本国历史相关联的典型特性。例如，1933年，罗斯福总统上台后，美国的通缩结束，因而法国1936年出现的反转在美国要提早到1933年。每一个国家的不平等历史都是政治性的，也都是混乱的。

时间尺度的冲突

一般来说，在研究收入和财富的分配动态问题上，区分不同的时间尺度是非常重要的。本书主要关注长期的演化特征，很多案例中的基本趋势无法放在少于三四十年甚至更长的时间尺度上予以理解。比如，“二战”以来欧洲的资本/收入比的结构性的上涨，这是一个持续了近70年的过程，由于各种其他推动因素的叠加（也包括有效数据的缺失），这一特征在10年或20年之前可能很难被察觉。但在关注长期趋势的同时，一定不能忽略一个事实，那就是短期趋势也是存在的。可以肯定的是，短期趋势之间最终是相互平衡的，但是对于生活在其中的人们来说，短期趋势通常相当合理地成为那个时期最为突出的现实特征。确实，怎么可能不这样认为呢？这些短期趋势可以持续10~15年，乃至更长的时间，如果以人的一生来衡量，这已经足够长了。

法国和其他地区的不平等历史充满着短期和中期趋势，而且不仅仅

是在混乱的战争年代。让我们来简单叙述一下法国历史上的主要片段。在两次世界大战期间，工资层级有所收缩，但每次战争结束后，工资收入的不平等就又回来了（先是20世纪20年代，然后是40年代后期，之后是50年代和60年代）。这些变动具有相当大的量级：归于前10%人群的工资总额的比重在每次战争中都下降了5个百分点，而在事后又回升了相同的幅度（见图8.1）。[19]工资差额不仅在公共部门减小了，在私人部门也是如此。每次战争时期的情况都是相同的：每次战争时期，经济活动减少，通货膨胀上升，实际工资和购买力开始下降。然而，工资层级底部人群的工资普遍是上涨的，与处于顶端的人群相比，他们多少能避免通胀之害。当通胀水平很高时，工资分配状况就会发生显著改变。那么为什么中低工资收入要比高工资收入能更好地随通胀调整？因为劳动者对社会正义和公平准则有着大致相同的认知，他们会努力防止本就不高的购买力过度下降，而要求更富裕的群体将自身需求推迟到战争结束之后。这一现象在公共部门的工资等级设定中十分明显，很可能在私人部门也大致相同，至少在某种程度上是这样。事实上，大量年轻的、相对缺乏技能的工人被引导进入了服务业（或到了战俘营），这可能也会提高中低工资劳动者在劳动力市场上的相对地位。

简言之，工资不平等的缩小在两次世界大战后的时期都出现了反转，甚至会让人们忘掉它曾经发生过。然而，对于曾生活在那些年代的劳动者来讲，工资分配状况的改变给他们留下了深刻印象。特别地，在公共和私人部门均出现了工资层级的恢复，这是战后几年最为重要的政治、社会和经济议题之一。

现在转向法国1945~2010年的不平等历史，我们可以发现存在三个明显的阶段：1945~1967年收入不平等急剧上升（前10%人群的收入比重从不到30%上升到36%~37%）；之后的1968~1983年又大幅下降（前10%人群的收入比重又降回到30%）；最后，1983年之后不平等程度稳步增长，2000~2010年前10%人群的收入比重又升到大约33%（见图8.1）。在前1%人群的工资不平等上，我们也发现了大致类似的变化特征（见图8.3和图8.4）。同样，各种各样的上升和下降或多或少是可以相互抵消的，因而研究者们很容易忽略这些变化，转而聚焦在1945~2010年这个长时段内的相对稳定特征之上。事实上，如果你只是对长时期的演变感兴趣，法国在20世纪里突出的变化特征可以简单归结为：1914~1945年工资收入不平等显著缩小，之后保持相对稳定。看待这一问题的每一种思路本身都是合理而重要的。据我看，牢记所有这些

时间尺度是至关重要的，长期特征固然很重要，短期和中期也是如此。在第二部分（尤其是第六章）考察资本/收入比以及资本——劳动划分的演化时，我曾提及这一点。

一个比较有意思的发现是，资本——劳动划分与劳动收入不平等是同向发展的，因而二者在短期和中期是彼此强化的，但在长期就不一定了。例如，每次世界大战期间，资本收入在国民收入中的比重（以及资本/收入比）就会下降，工资不平等程度也会缩小。总体来讲，收入不平等倾向于“顺周期”演变（与经济周期同向波动，与“逆周期”变化相对）。在经济繁荣期，国民收入中的利润比重趋于上升，收入层级顶端人群的报酬（包括奖金和红利）通常要比中下层工人的工资增长得快。反过来，在经济放缓或衰退时期（战争是其中的一种极端表现形式），各种非经济类因素，尤其是政治因素，会使这些波动不完全依赖于经济周期。

1945~1967年法国不平等的大幅上升，正是在经济快速增长的背景下，资本收入比重以及工资不平等的急剧上升所致。政治局面在其中无疑起到了作用：整个国家的重心完全集中于战后重建上，减少不平等并非当前优先考虑之事，尤其是当战争期间不平等程度已经大大降低成为共识的时候。在20世纪50年代和60年代，经理人、工程师和其他技术人员的加薪速度，要比处于工资等级中下层的工人快得多，并且起初似乎没有人在意这一点。国家最低工资标准是在1950年建立的，但此后很少提升，远远落后于平均工资的增长。

1968年，事情发生了突然转变。“五月风暴”本身源于学生的不满情绪和一系列与工资问题几乎毫无关联的文化和社会问题（尽管很多人对20世纪50~60年代生产至上、牺牲均等的增长模式嗤之以鼻，但这在危机时期确实很有作用）。这场运动最直接的政治结果就是在工资上的作用：为结束危机，戴高乐政府签署了格勒纳勒协议，除其他事项外，将最低工资标准提升了20%。1970年，最低工资要依据平均工资进行正式的（可能是局部的）调整，但在1968~1983年，受到狂热的社会和政治氛围影响，政府不得不每年都大幅提升最低工资标准。最低工资的购买力在1968~1983年相应提高了超过130%，而平均工资仅增长了约50%，这就使得工资的不平等显著缩小。这种情况与之前时期相比是一种剧烈的、实质性的转变：最低工资的购买力在1950~1968年仅提高了25%，而平均工资已经增长了一倍还多。[\[20\]](#)受底层工资水平的急剧上

涨带动，1968~1983年的工资总额也大幅上升，超过了总产出的增速。这就解释了本书第二部分所指出的国民收入中资本收入比重的急剧降低，以及收入不平等大幅缩小的现象。

这一情况在1982~1983年发生了逆转。1981年5月，新当选的法国社会党政府当然更偏好延续之前的态势，但这已经不是让最低工资标准增速达到平均工资两倍这么简单的问题了（尤其是当平均工资自身的增速也比产出的增速要快时）。因而，1982~1983年，政府决定“节衣缩食”：工资冻结不再上涨，每年大幅提升最低工资标准的政策最终被抛弃。结果很快就显现出来：在20世纪80年代余下的年份里，国民收入中的利润比重飞速上涨，而工资不平等再次上升，收入不平等更甚（见图8.1和图8.2）。这种突变像1968年一样剧烈，只不过方向相反。

20世纪80年代以来法国不平等程度上升

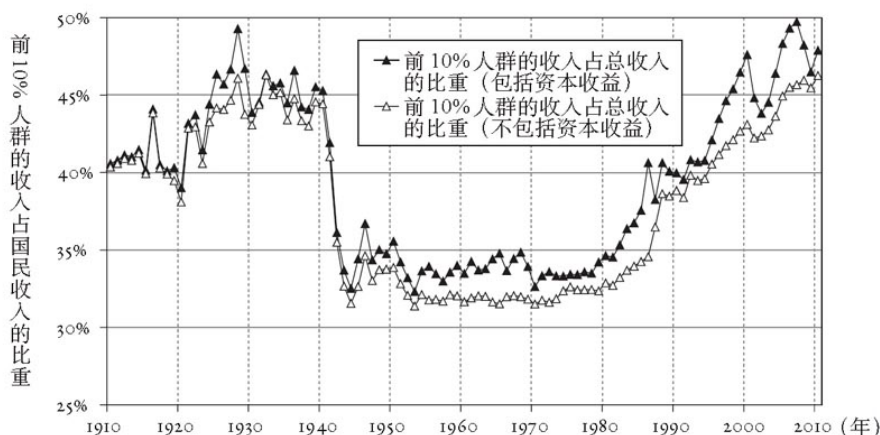
对于法国在1982~1983年开启的不平等上升的新阶段，我们该如何来描述呢？从长远的视角看，我们很容易将其视为微观现象，认为这只不过是前期趋势的一个逆转，尤其是我们看到，到1990年前后，国民收入中的利润比重又回到了1968年5月前夕的水平。[\[21\]](#)然而，这可能是一种错误认知，主要基于以下几个原因。首先，正如我在第二部分展示的那样，1966~1967年的利润比重处于历史性高点，是“二战”结束后资本收入比重逐步恢复的结果。如果我们将租金与利润一并计入（而且确实应该计入）资本收入中，就会发现，在20世纪90年代和21世纪初，资本收入比重实际上是继续上涨的。要正确理解这一长期现象，就要将其放置在资本/收入比长期演变的背景下。到2010年，法国的资本/收入比几乎回到了“一战”前夕的水平。仅仅通过观察前10%人群收入比重的变化，不可能完全理解资本繁荣恢复的含义。这一方面是因为资本收入是少报了的，我们也就略微低估了顶端收入的增长；另一方面，真正的问题在于财富继承重新恢复了地位，这是一个长期的过程，此时才刚刚显示出其真实效应，只有通过直接研究继承财富本身的角色变化和重要性，才能正确地进行分析。

但这并不是全部。法国在20世纪90年代出现了一个让人吃惊的新现象：最高的薪水，尤其是付给大型企业和金融机构高管们的报酬达到了惊人的高度——不过法国暂时还没有美国那样惊人，但忽略这种新的变

化同样是不应该的。前1%人群的工资比重，在20世纪80年代和90年代还不足6%，自90年代后期开始增长，2010年后达到了7.5%~8%。因此，在十多年的时间里上升了近30%，这当然是不容忽视的。如果我们沿着薪水和奖金层级向上推移来观察，会发现前0.1%和0.01%人群有着更大程度的增长，10年里购买力提升了50%以上。[\[22\]](#)在低速增长和绝大多数工人购买力实际停滞的背景下，高收入者出现如此规模的提升不得不引起注意。此外，这一现象是全新的，我们必须通过国际视角来分析，以期正确地解释它。

更复杂的情况：美国不平等的转型

现在，让我们转而分析美国的情形。美国很引人注目，因为在过去几十年里一个被称为“超级经理人”的子人群首次在这里出现。我尽力证明了美国数据与法国数据的可比性。具体地讲，图8.1和图8.2展示的是法国数据，图8.5和图8.6则展示了美国同一指标的数据目的就是比较工资层级中前10%和前1%人群的收入比重的变化（在各自的第一张图中），以及比较工资层级本身的情况（在各自的第二张图中）。需要补充说明的是，美国在1913年结束了与最高法院的长期争论，开征联邦所得税。[\[23\]](#)从美国所得税申报单中提取的数据在整体上与法国数据是可比的，尽管详尽程度略低。特别是，总收入可以从自1913年起的美国申报单推断得来，但我们并没有1927年之前劳动收入的单独信息。因而，美国1927年之前工资分配状况的数据可靠性稍差。[\[24\]](#)，

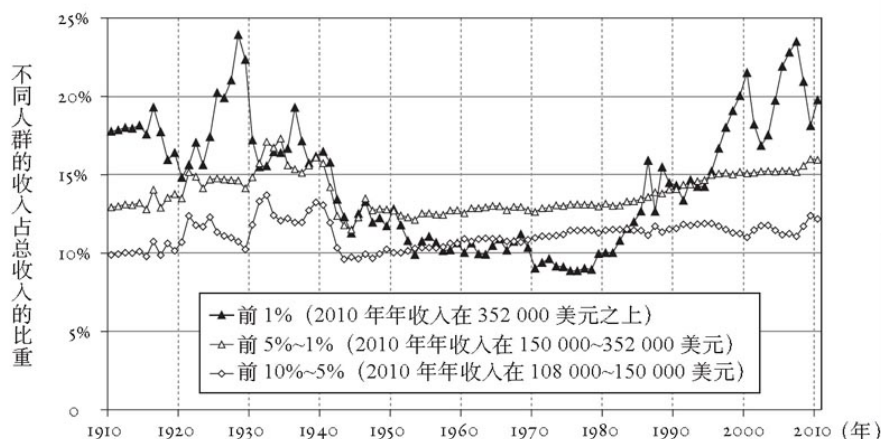


前10%人群的收入占总收入的比重在20世纪70年代不足35%，进入21世纪以后则上升到近

50%。

图8.5 1910~2010年美国的收入不平等状况

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



前10%人群的收入比重自20世纪70年代以来的上升，基本可归因于前1%人群。

图8.6 1910~2010年美国前10%人群的分化

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

比较法国和美国的变化轨迹，我们可以发现不少类似的特征，但也确实存在一些很重要的不同。我们首先考察前10%人群的收入比重的整体变化（见图8.6）。令人吃惊的是，从20世纪初至今，美国的不平等程度变得明显高于法国（以及欧洲整体），尽管在这一时期的初始阶段美国比法国更为平等。美国的案例之所以复杂，就在于它的演化终点并没有简单回归起点：从量上来讲，2010年美国的不平等和20世纪最初10年的旧欧洲一样都很高，但是不平等的结构是明显不同的。

接下来进行系统性阐释。首先，20世纪初，欧洲的收入不平等程度要显著高于美国。根据我们整理的数据库，1900~1910年，美国前10%人群的收入在国民总收入中的比重略超过40%，而法国为45%~50%（英国很可能更高些）。这反映出两个不同点：一是，欧洲的资本/收入比更高，而且资本收入比重也更高；二是，在美国这片新大陆上，资本所有权的不平等可能没有那么极端。当然，这并不意味着，1900~1910年的美国社会就体现出先驱们建设一个平等社会的美好理想。实际上，当时的美国社会已经很平等了，其程度要比今天的欧洲高得多。你只要重新读一下亨利·詹姆斯，或是留意一下1912年乘坐“泰坦尼克号”进行奢华航行的霍克利（这一人物是现实存在的，而不只是停留在詹姆斯·卡梅

隆的想象中)，就会相信食利者社会除了巴黎和伦敦，也存在于20世纪初的波士顿、纽约和费城。不过，资本及其收入在美国的分配状况多少比法国和英国均等些。具体来讲，美国的食利者，在数量上要少于欧洲，在富裕程度上（和美国平均的生活标准相比）也不及欧洲。我之后会解释为何会这样。

然而，20世纪20年代，美国的收入不平等程度急剧上升，在1929年“大萧条”的前夕达到顶峰，此时超过50%的国民收入为前10%人群占有——比欧洲同期的水平略高，这是因为欧洲的资本自1914年起遭受了一连串的冲击。不过，美国的不平等与欧洲大不相同：在20世纪20年代股票市场风头正劲的时期，资本收益已经在美国高收入人群中占据决定性地位（见图8.5）。

在“大萧条”时期（“大萧条”对美国打击至深）和“二战”期间（美国整个国家被动员起来积极备战以及努力结束经济危机），收入不平等程度大幅缩小，在某些层面上这可与同时期欧洲的情形相比。确实，我们在第二部分就已看到，美国资本所受到的冲击绝对不容小觑：虽然不存在战争带来的物质破坏，但“大萧条”是一个主要冲击，紧随其后的是20世纪三四十年代由联邦政府大量征税带来的冲击。不过，将1910~1950年作为一个整体来看，我们会发现美国不平等程度的下降幅度要比法国（乃至欧洲）小得多。简言之，美国的不平等程度要高于欧洲，其在“一战”前夕处于一个较低的峰值，而到“二战”结束后降至低点。1914~1945年间的欧洲见证了食利者社会的消亡，但该情况在美国并未发生。

1980年后美国不平等的爆发

美国的收入不平等在1950~1980年间达到了最低谷：收入层级中的前10%人群占到了美国国民收入的30%~35%，与法国今天的水平大致相当。保罗·克鲁格曼恋旧地称之为“我们所钟爱的美国”——童年时期的美国。[\[25\]](#)在20世纪60年代，即电视剧《广告狂人》描述的那个时期，也就是戴高乐将军时期（法国前10%人群的收入比重飞速增长，超过了35%），美国实际上是一个比法国更平等的社会，至少对美国白人来说是这样的。

然而，自1980年以来，美国的收入不平等就开始快速度扩大。前10%人群的收入比重从20世纪70年代的30%~35%，上涨到21世纪伊始的45%~50%——提升了15个百分点（见图8.5）。曲线的形状显得异常陡峭，人们很自然会想到，这样的快速膨胀到底还能持续多久？例如，如果以这种节奏继续上涨，到2030年时前10%人群将会拥有国民收入的60%。

对于这种演变，我们有必要停下来做出几点说明。第一，回顾一下图8.5所展示的数据，和WTID中的所有数据一样，只是考虑了在所得税表格中的申报收入，并没有对任何由于各种合法和非法因素造成的资本收入低估进行矫正。鉴于美国国民账户中的总资本收入（特别是股息和利息收入）与税收表格中的申报数额之间的差距日益扩大，以及避税天堂的快速发展（收入以各种方式流向这些地方，大部分甚至不包含在国民账户中），很可能图8.5低估了前10%人群的收入比重的实际增长幅度。通过对多种可得资料的比较分析，可以估计，在2008年金融危机爆发前夕，前10%人群的收入略超过美国国民收入的50%，这种情况在2010年后再一次出现。[\[26\]](#)

另外，还要注意，在过去三四十年里，股市的狂飙和资本收益只能占到前10%人群的收入比重结构性上涨中的一部分。可以肯定的是，资本收益在2000年美国互联网泡沫时期达到了前所未有的高度，2007年也是如此：这两个时期，仅资本收益这一项就为前10%人群的收入占国民收入的比重增添了5个百分点，增幅是巨大的。之前的纪录发生在1928年，即1929年股市崩盘的前夕，那时也不过是3个百分点而已。但这种水平难以长期持续下去，这一点从图8.5上较大幅度的年度变化中可见一斑。股票市场上持续不断的短期波动，为前10%人群收入比重的变化增添了很多变数（当然对美国整体经济的波动也带来影响），但对于不平等的结构性扩张并没有多大影响。如果我们简单忽略掉资本收益（鉴于这种类型的收入在美国的重要性，这并不是一个令人满意的方法），仍会发现前10%人群收入比重的增量很大，20世纪70年代为32%左右，2010年上升到超过46%，增加了14个百分点（见图8.5）。20世纪70年代，资本收益占国民收入的比重在1~2个百分点波动，到2000~2010年间在2~3个百分点左右（剔除最好和最坏的年份），因此结构性上涨在1个百分点左右：这并非完全不重要，但与前10%人群比重增加的14个百分点相比，这确实不算什么。[\[27\]](#)

通过考察不含资本收益的数据序列，我们可以更清晰地识别美国不平等扩大的结构性特征。事实上，从20世纪70年代末到2010年，前10%人群的收入比重（不含资本收益）的上涨表现得相对稳定乃至恒定：20世纪80年代大致在35%的水平，到90年代达到40%，到21世纪达到45%（见图8.5）。[28]更引人注目的是，2010年的水平（前10%人群收入占国民收入的比重已超过46%，当然这剔除了资本收益）已经明显高于2007年金融危机爆发前夕的水平了，而且2011~2012年的早期数据显示，这种增长仍在持续。

至关重要的一点是：事实清晰表明，不能指望金融危机来结束美国不平等的结构性扩大。可以肯定的是，股市崩盘的直接后果是不平等的扩大总会随之变得更为缓慢，就像它总在股市繁荣时期扩大得更为迅速一样。2008~2009年雷曼兄弟公司破产后，就像2001~2002年第一次互联网泡沫破灭之后一样，利用股市获利变得很难，事实上这些年份的资本收益确实下降了。但是这些短期的波动并没有改变长期趋势，因为长期趋势是由其他因素决定的。我现在必须阐明这些因素的逻辑机制。

要做进一步的分析，我们很有必要将收入层级前10%的人群分解成三组：最富有的1%。紧接着的4%和底部的5%（见图8.6）。扩大的不平等大部分来自“1%”，其占国民收入的比重从20世纪70年代的9%上升到2000~2010年的大约20%（资本收益的波动使年度之间存在较大差异），增加了11个百分点。诚然，底部的“5%”（2010年家庭年收入10.8万~15万美元）以及“4%”（收入为15万~35.2万美元）实际上也有所增加：前者占美国国民收入的比例从11%增加到12%（增长1个百分点），而后者从13%升至16%（增长3个百分点）。[29]很明显，这意味着自1980年以来，这些社会人群的收入增长大大高于美国经济的平均增长率，而且高出的程度不容小觑。

从事学术研究工作的美国经济学家也属于高收入人群，他们中的许多人认为，美国经济运行得相当不错，特别是它能准确而恰当地对个人才能和成就予以物质回报。这种反应是很好理解的。[30]但事实是，位于他们之上的社会人群更胜一筹：国民收入增长的15%归入前10%人群；大约11%，或者说总量的近3/4属于那“1%”（即那些在2010年收入超过352 000美元的人群）；这其中又有大约一半归属于那“0.1%”（即年收入超过150万美元的人群）。[31]

不平等的扩大引发了金融危机？

正如我刚刚分析的，金融危机本身似乎并未对不平等的结构性上涨产生影响。那么是否存在反向因果关系呢？有没有可能是美国不平等程度的扩大助推了2008年的金融危机呢？美国前10%人群的国民收入比重在20世纪两次达到峰值，一次是在1928年（在1929年“大萧条”前夕），另一次是2007年（在2008年金融危机前夕），考虑到这些特征，出现上述疑问在所难免。

在我看来，美国收入不平等的扩大一定程度上会引发国家的金融不稳定，这是毫无疑问的。原因很简单：收入不平等扩大的一个后果是，美国中下阶层的购买力出现了实质停滞，这必然增大了一般家庭借债的可能性。特别是，那些不择手段的银行和金融中介机构慷慨地提供了日益增长的授信额度，因为它们免于监管并渴望从流通到体系中的巨额储蓄中赚取优厚的利息收入。[\[32\]](#)

为了支持这一论点，我们必须要注意到，1980年以来，美国国民收入中有相当一部分（大约15%）从最穷的90%人口转向了最富有的10%人口。具体地讲，如果我们考察一下危机发生前30年（即1977~2007年）美国经济增长情况，就会发现最富有的10%人群占据了增长总额的3/4，这一时期最富有的1%人群就独占了美国国民收入增长的近60%。因此，对于底部的90%人群来说，收入增长率每年不足0.5%。[\[33\]](#)这些数字是无可争议的，但却很让人吃惊：当人们考虑收入不平等的基本合理性时，都应详细核对这些数字。[\[34\]](#)很难想象，在社会群体之间如此极端分化的情况下，这个经济和社会如何能够持续运转下去。

很明显，如果收入不平等的扩大伴随着美国经济异常强劲的增长，情况将大大不同。然而不幸的是，事实并非如此。与过往几十年相比，美国经济增长更为缓慢，不平等的扩大导致中低收入者消费的实质停滞。

还要注意，这种在社会群体内部的收入转移规模（大约占美国国民收入的15%）是美国21世纪初贸易赤字规模（大约占国民收入的4%）的4倍。这种比较的意义在于，这一巨额贸易赤字（对应着中国、日本和德国等的贸易盈余）经常被认为是造成“全球失衡”的关键因素，而这种不平衡又造成多年来美国乃至世界金融体系的不稳定，从而导致了

2008年金融危机的发生。更为重要的是，要注意到美国的内部失衡是全球失衡的4倍。这提示我们，要探索很多问题的根源及应对措施，应更关注美国国内的因素，而不仅仅是将责任推给中国或其他国家。

综上所述，有人认为2008年金融危机，或者更一般意义上的全球金融体系长期不稳定的唯一原因或主要原因，是美国收入不平等的扩大，这种说法总体上是过头的。在我看来，造成这种不稳定的更为重要的原因是资本/收入比的结构性的上升（在欧洲尤为如此），再加之国际资产头寸总量的巨额增长。[35]

超高薪水的崛起

我们现在来讨论美国不平等程度不断加深的原因。这主要是由工资不平等出现前所未有的上升所致，尤其是处于工资层级顶端群体（指大公司的高管们）的超高薪水的出现（见图8.7和图8.8）。

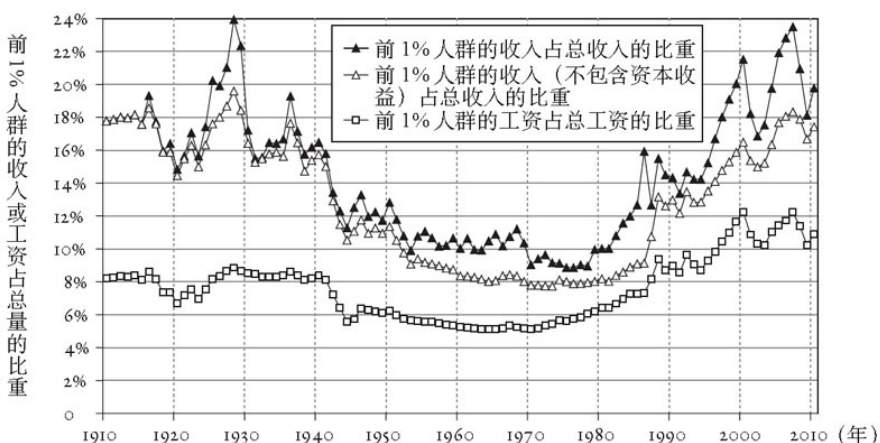
概括来说，美国的工资不平等在过去100年里发生了重大变化：20世纪20年代工资不平等逐步扩大，30年代相对稳定，之后的“二战”期间又急剧缩小。“急剧缩小”的阶段已经充分讨论了。美国战时劳工委员会在其中发挥了至关重要的作用。1941~1945年，该机构批准提高美国工资水平，而且这一提升大体上只针对最低收入阶层的劳动者。特别是，经理人的名义薪水被系统性地冻结，甚至到战争末期也只是温和提升。[36]在20世纪50年代，美国的工资不平等稳定在一个相对较低的水平，也低于法国，比如前10%人群的收入比重约为25%，前1%人群的收入比重是5%~6%。之后，从20世纪70年代中期开始，前10%人群乃至前1%人群的劳动收入比重开始上升，增速比平均工资要快。总而言之，前10%人群的劳动收入比重从25%上升至35%。这10个百分点解释了前10%人群的总收入比重上涨了约2/3（见图8.7和图8.8）。



自20世纪70年代以来的收入不平等的上升，主要是因为工资不平等的扩大。

图8.7 1910~2010年美国的高收入和高工资

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



20世纪70年代以来，前1%人群的收入增加主要来自他们工资的增加。

图8.8美国“前1%”人群的变化

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

需要额外说明几点：第一，此次工资不平等的空前提升，似乎不能由个体职业生涯过程中增加的工资流动性来补偿。^[37]这是显而易见的，人们通常拿更大的流动性作为理由，试图证明不平等程度的扩大并不是那么重要。实际上，如果每个人都可以在人生的一段时期里拥有很高的收入（比如，让每个人都有一年时间待在前1%人群里），那么在“高薪水”层次上的提高，并不一定意味着劳动收入的不平等（以一生

来衡量)就真的扩大。常见的流动性的论调是很强大的,强大到经常无法去验证。但是对于美国的情况,政府的数据让我们在计算工资不平等的变化时可以将流动性考虑进来:我们可以计算长时期(10年、20年或是30年)个体水平的平均工资。我们发现所有情形下工资不平等的扩大都是相同的,无论我们选择多长的时间期限。[\[38\]](#)换句话说,在麦当劳或是底特律汽车厂工作的人,从来没有当过一年的大公司高管,也没有做过芝加哥大学的教授或是来自加州的中层经理人。当然,我们可能靠直觉就能得知这一点,但在可执行的情况下,系统性地计算一下总是更好。

前1%人群中的共存现象

进一步讲,我们说工资不平等的空前提升解释了美国收入不平等扩大的大部分原因,但这并不意味着资本收入在其中毫无作用。不要认为资本收入不平等从美国社会层级顶端消失了,这种看法要趁早打消。

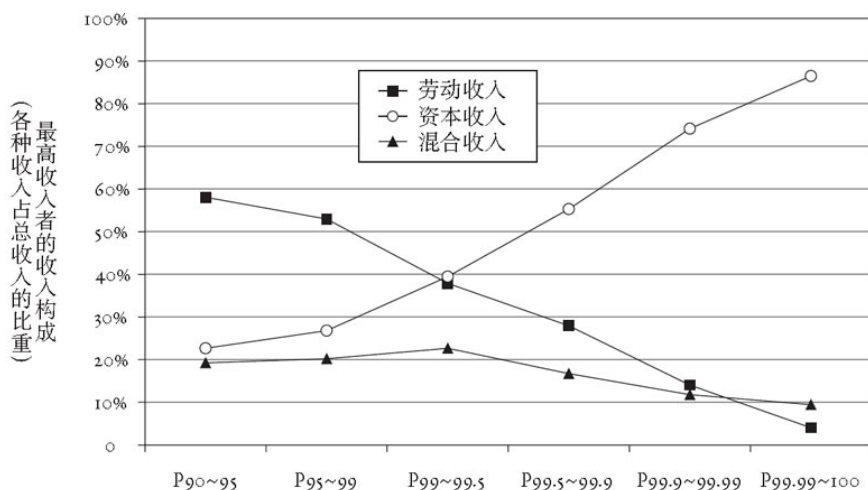
实际上,1980年以来资本收入不平等的大规模加剧,大约可以解释美国收入不平等扩大的1/3,这一数量当然是不可忽略的。美国 and 法国乃至欧洲一样,无论过去还是现在,资本收入总是随着收入阶层的提升而变得越来越重要。时空上的差异体现为程度上的差异:尽管差异很大,但总体规律是一致的。正如爱德华·沃尔夫和阿吉特·撒迦利亚指出的那样,前1%人群总是包含了若干不同的社会群体,一部分拥有很高的资本收入,另一部分拥有很高的劳动收入,而且后者不能代替前者。[\[39\]](#)

在美国(情况和法国大致一样,但美国的程度更大些),现今和以往的不同之处是,我们必须爬到收入层级的更高位置,资本收入才占据主导。1929年,资本收入(尤其是股息和资本收益)是收入层级前1%人群收入的主要来源(见图8.9),而到了2007年,在前0.1%人群中这一情况才出现(见图8.10)。同样,我必须强调的是,这与将资本收益纳入资本收入中是有关联的:如果剔除资本收益部分,即使是在收入层级最高的0.01%人群中,工资仍是主要的收入来源。[\[40\]](#)

最后需要申明的是(可能也是最重要的),高收入和高工资的增加主要反映的是“超级经理人”的出现,即大公司的高管,他们可努力从自身劳动中获得极高的、空前水平的薪酬待遇。如果我们只观察每一个上

市公司中工资最高的5位高管（他们的薪酬待遇情况通常是公司年报中必须对外公布的），我们可能会很困惑地认为，只靠这些高管们并不足以解释美国超高收入所占比重的提升，也很难解释我们从所得税申报单中得到的演化情况。[\[41\]](#)但事实是，在许多美国大公司里，可远不止5位高管位列于前1%人群中（2010年时他们的收入高于35.2万美元）以及前0.1%人群（年收入高于150万美元）。

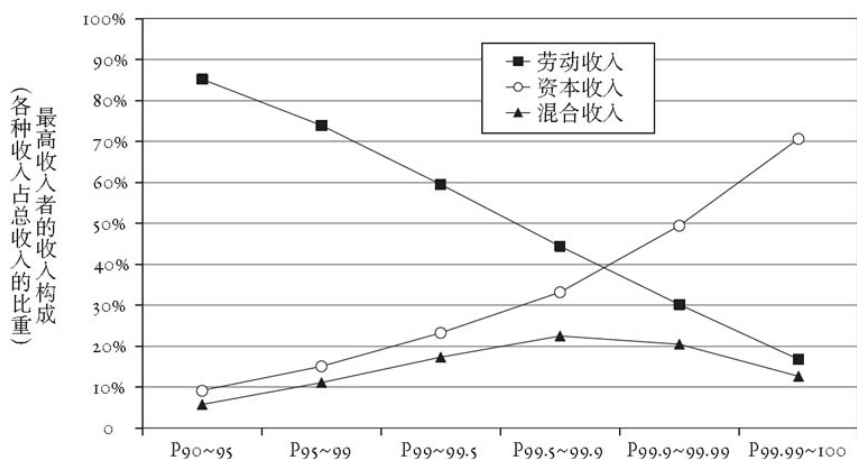
最近的研究将申报单上的收入与公司的薪酬记录匹配起来，据此可知，2000~2010年前0.1%人群的绝大多数（60%~70%，这取决于你选择的范围）是由高管组成的。相比之下，各类运动员、演员和艺术家们只占到这个人群的不足5%。[\[42\]](#)从这一意义上讲，美国新时代的更不平等更大程度上归因于“超级经理人”而非“超级巨星”的涌现。[\[43\]](#)



随着在前10%人群内部位置的不断提升，劳动收入变得越来越不重要。

图8.9 1929年美国最高收入的构成

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



2007年资本收入只在前0.1%人群中占主导地位，类似于1929年前1%人群的结构。

图8.10 2007年美国最高收入的构成

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

同样有意思的是，金融行业从业者（包括银行和其他金融机构的经理人以及金融市场上的交易员）在超高收入群体中的比例是整个经济群体中的两倍（在前0.1%人群里大约占20%，而金融行业的产值占国内生产总值的比重不足10%）。然而，最高收入人群中80%的人并不在金融行业，高收入美国人比重的上升，是由金融行业以及非金融业大公司高管们飞速上涨的薪酬待遇共同导致的。

最后要注意的是，依照美国税法以及经济逻辑，我将所有的奖金、对高管们的其他奖励，以及股票期权的价值（在工资不平等的扩大中起到很大作用的一种报酬形式，如图8.9和图8.10所示）[44]，都包括在了工资收入里面。奖励、奖金以及股票期权的价格有着非常高的波动性，这就解释了2000~2010年最高收入为何会大幅波动。

[1]见表7.3。

[2]见表7.1以及在线技术附录。

[3]对于各个百分位数和最高到万分位数的完整数列，以及整体演变过程的详尽分析，见thomas piketty, Les hauts revenus en France au 20^{esi}cle: Inegalit s et redistribution 1901-1998 (paris: Grasset, 2001)。在此，我只限于讲述故事的大致框架，并加入一些更近的研究成果。更新的数据源也可从WTID数据库获得。

[4]图8.1和图8.2的估算是基于收入和工资的相关公告（一般性所得税1914年在法国起征，所谓工资的所得税在1917年起征，从这两个日期开始，我们有了高收入和高工资收入的年度数据）以及国民账户（为我们提供了国民总收入和总工资收入），并沿用了最初由库兹涅茨提出的方法——在引言部分已做了介绍。带有收入的财税数据自1915年起始（也就是新税种开征的

第一年），我使用了“一战”前权威税务部门以及当代经济学家们所做的估算，补全了1910~1914年的数据序列。见在线技术附录。

[5]在图8.3（以及之后相似类型的图），我使用了与《法国20世纪高收入群体：不平等与再分配》和WTID相同的标符来界定收入阶层各个分位数：p90~95包括了从第90百分位到第95百分位的个体组（最富裕的10%人口中较穷的那一半），p95~99包括了从第95百分位到第99百分位的个体组（更高的4个百分点），而p99~99.5包括接下去的0.5个百分点（最富的1%人口中较穷的那一半），p99.5~99.9包括之后的0.4个百分点，p99.9~99.99是之后的0.09个百分点，而p99.99~100代表了最富裕的0.01个百分点（最高的0.1% 群组）。

[6]提醒一下，2010年法国的最高1%人群包含了5 000万成人人口中的50万。

[7]这与位于第90百分位数以下的90%人口的情况是一样的，但这里工资形式的报酬（或者以退休收入或失业保险等形式存在的替代报酬）更低一些。

[8]在收入层级中，公务员的薪酬标准拥有最多的长期数据。特别是在法国，我们可从国家预算和立法报告中获取到19世纪初的详尽资料。私营部门的收入要从纳税记录中提取，因而对1914~1917年所得税设立前的信息知之甚少。我们拥有的公务员薪酬数据表明，对于最高10%和其中较穷的那一半来讲，19世纪的工资分布特征与我们在1910~2010年期间观察到的情况大致相似，尽管19世纪的最高1%可能略高些（因为没有可靠的私营部门数据，我们尚不能给出精确答案）。详见在线技术附录。

[9]2000~2010年，p99~99.5和p99.5~99.9层级（构成了前1%的9/10）的工资比重是50%~60%，而混合收入的比重为20%~30%（见图8.4）。高薪资收入高出混合收入的程度，与战争年代相比几乎相同（见图8.3）。

[10]正如第七章所述，这里举出的欧元数字是为了内容完整而特意安排的，且只是近似值，因而它们的作用仅仅是要给出一个数量级的概念。精确的分年度的1%和0.1%临界线可见在线技术附录。

[11]然而需要注意的是，这些边界所基于的数据并非完备。如第六章所述，一些企业家性质的收入可能会以股息的形式体现，因而被归类为资本收入。有关自1914年起，法国前1%和前1%人口的分年度收入构成的详尽分析，见piketty, *Les hauts revenus en France*, 93~168。

[12]在图8.4中，资本收入似乎只占到“9%”人群收入的不足10%，这是因为，和前10%及前1%人群的收入比重的数据一样，这些数字只是基于自主申报的收入报表，而自1960年，报表就剔除了所谓的虚拟租金（即自我拥有的住房的租金价值，这在之前是课税收入的一部分）。如果我们将没有纳税的资本收入（如虚拟租金）纳入，2000~2010年“9%”人群资本收入的比重可能达到甚至略超过20%。见在线技术附录。

[13]见在线技术附录。

[14]尤其是，我通常涵盖了收入申报中所有的租金、利息和股息，甚至包括那些不属于同一税收报表或可能在特殊豁免或降低税率范围内的收入类型。

[15]见在线技术附录。

[16]注意，整个“二战”期间，法国税务当局一如既往地收集所得税申报单、记录在案，并在此基础上编制相关统计资料，似乎没有什么变化。事实上，那是一个机械性数据处理的黄金时代，新的技术可以自动分拣打孔卡（punched cards），这就使快速制作交叉表（cross-tabulations）成为可能，与以前的手工方法相比，这是很大的一个进步。因而，财政部在战争年代的统计出版物要比之前丰富得多。

[17]前10%人群在国民收入中的比重从47%降到了29%，而前1%人群的比重则从21%降到了7%。详见在线技术附录。

[18]对于这些演变的分年度详细分析，见 *Les hauts revenus en France*, esp. chaps. 2 and

[19]对于第二次世界大战，工资差距的缩小实际上在战争爆发前就已开始，那是《马蒂尼翁协定》签署的1936年。

[20]见Les hauts revenus en France,201–2。1968年工资不平等的明显突变在当时就被意识到了，可重点见Christian Baudelot and a. lebeaupin,Les salaires de 1950 à 1975 (paris: INSEE,1979)。

[21]见图6.6。

[22]可特别见Camille landais,“les hauts revenus en France (1998–2006): Une explosion des inégalités?”(paris: paris School of Economics,2007)，以及Olivier Godechot,“is Finance Responsible for the Rise in Wage inequality in France?”Socio-Economic Review 10,no. 3 (2012): 447–70。

[23]对于1910~1912年的情况，我使用各种可得的数据来源补全了数据，尤其使用了美国政府在预备开征联邦所得税时进行的各种估算结果（和在法国例子中的处理办法一样），见在线技术附录。

[24]对于1913~1926年的情况，我使用了收入水平和收入分类数据对工资不平等的变化进行了估计，见在线技术附录。

[25]最近有两本关于美国收入不平等历史的书，都强调美国这个相对均等化历史阶段的重要性，作者都是著名经济学家。见paul Krugman,The Conscience of a Liberal (New York: Norton,2007),and Joseph Stiglitz,The Price of Inequality (New York: Norton,2012)。

[26]可得的数据显示（虽然并不完备），要矫正资本收入低估，大致是在国民收入中增加2~3个百分点。未矫正的最高10%的比重在2007年为49.7%，2010年为47.9%（伴随着上涨的趋势）。见在线技术附录。

[27]“包含资本利得”的数据序列，当然既包括在分子中（最高10%和最高1%的收入），也包括在分母中（整个国民收入），而“不含资本利得”的数据序列在分子分母中都做了剔除。见在线技术附录。

[28]唯一可疑的跳跃发生在1986年里根税制改革时期，当时不少重要的公司都改变了他们的法律形式，从而使其利润以个人而不是公司收入进行征税。这种税基的转移会产生纯粹的短期效应（本应之后以资本利得的形式获取的收入，稍微提前获得了），在长期趋势的塑造中扮演的是次要角色。见在线技术附录。

[29]这里的税前年收入是以家庭为单位的（已婚家庭或者单身个体）。个体层面的收入不平等的增长幅度与此大致相同。见在线技术附录。

[30]这种对美国经济发自肺腑的赞美，有时那些出生于外国（通常比美国要穷）、现在美国大学教书的经济学家们表现得更为明显。再次申明，这种欣赏非常可以理解。

[31]所有更详尽的数据见在线技术附录。

[32]这一说法被越来越广泛的认可。可见Michael Kumhof and Romain Rancière,“inequality,leverage,and Crises,”international Monetary Fund Working paper (November 2010) 对此的阐释，也可见Raghuram G. Rajan,Fault Lines (princeton,NJ: princeton University press,2010)，不过他们低估了美国最高收入阶层的收入比重不断增长的重要性。

[33]见anthony B. atkinson,thomas piketty,and Emmanuel Saez,“top incomes in the long Run of History,”Journal of Economic Literature 49,no. 1 (2011): table 1,p. 9。

[34]要记住，这些数字都是原始收入（在税收和转移支付之前）的分配状况。我将在第四

卷对税收和转移支付的效应进行考察。概括来讲，向最穷群体的转移支付的增加使得上述数字稍微减弱，而这一时期税收体系的累进性显著下降，又对其起到了恶化作用。

[35]见第五章中对日本和西班牙泡沫的论述。

[36]见thomas piketty and Emmanuel Saez,“income inequality in the United States,1913–1998,”Quarterly Journal of Economics 118,no. 1 (February 2003): 29– 30。也可参阅Claudia Goldin and R. Margo,“the Great Compression: the Wage Structure in the United States at Mid-Century,”Quarterly Journal of Economics 107,no. 1 (February 1992): 1–34。

[37]恰恰相反，也没有被更大的代际流动性所补偿，我在第十三章会再讨论这一点。

[38]见Wojciech Kopczuk,Emmanuel Saez,and Jae Song,“Earnings inequality and Mobility in the United States: Evidence from Social Security Data since 1937,”Quarterly Journal of Economics 125,no. 1 (2010): 91–128。

[39]见Edward N. Wolff and ajit Zacharias,“Household Wealth and the Measurement of Economic Well-Being in the U.S.,”Journal of Economic Inequality 7,no. 2 (June 2009): 83–115。沃尔夫和撒迦利亚准确地评论了我和伊曼纽尔·赛斯写于2003年的一篇文章，认为我们高估了以“工作着的富人”（working rich）与“息票食利者”（coupon-clipping rentiers）的相互替代来解释这种变化的程度。事实上，人们经常发现二者是“共存”的。

[40]见补充图S8.1和图S8.2，见在线技术附录。

[41]见Steven N. Kaplan and Joshua Rauh,“Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise of the Highest incomes?”Review of Financial Studies 23,no. 3 (March 2009): 1004–1050。

[42]见Jon Bakija,adam Cole,and Bradley t. Heim,“Jobs and income Growth of top Earners and the Causes of Changing income inequality: Evidence from U.S. tax Return Data,”Department of Economics Working papers 2010–24,Department of Economics,Williams College,table 1。其他重要的行业群体包括医生和律师（大约占10%），不动产推销员（大约5%）。然而，这些数据应谨慎使用：我们无法得知相关财富的来源（是否继承得来），但如果将资本利得包括进来，在最高0.1%中，资本收入占比超过总收入的一半（见图8.10），剔除资本利得后，大约占到1/4（见补充图表S8.2,可在线获得）。

[43]像比尔·盖茨这类的“超级企业家”在数量上是很少的，他们与收入研究的关联不大，而最适合放在财富研究的框架之内，尤其是研究不同种类财富的演化情况，详见第十二章。

[44]具体地讲，如果一个经理人被允许购买股票期权，约定行权时以100美元购买价值200美元的股票，那么两个价格间的差额——在此为100美元——就被计入该经理人执行期权年度的工资收入中去。如果他选择晚些时候以更高的价格（比如250美元）卖出该股票，那么50美元的差额就被当作资本收益。

第九章

劳动收入的不平等

至此，本书已介绍了20世纪初以来法国、美国收入和工资的演变，接下来我将进一步考察我们观察到的一些变化，并分析这些变化在多大程度上能够代表其他发达国家和新兴经济体的长期变化。

我将在本章首先考察劳动收入不平等的动态过程。是什么导致了1980年以后美国工资不平等的急剧扩大和超级经理人的兴起？更一般地说，什么因素使不同国家呈现出不同的历史演变特征？

在后续章节中，我将考察资本所有权分布的演变：20世纪初以来财富集中度是如何以及为何出现了普遍下降（尤其是在欧洲）？“世袭中产阶层”的出现是该问题的核心，因为它很大程度上解释了为什么20世纪上半叶收入不平等状况有所改善，以及为什么发达国家经历了从食利者社会向经理人社会的转变（或者，从不那么乐观的角度而言，从极端食利者社会向不那么极端食利者社会的转变）。

工资不平等：教育和技术赛跑理论？

为什么在某些社会和某些时期的收入不平等（尤其是工资不平等）比另一些社会和另一些时期要严重呢？最为广泛接受的理论是教育和技术赛跑理论。恕我直言，该理论并不能解释一切。特别是，它无法对1980年后美国超级经理人的兴起和工资不平等给出令人满意的解释。不过，该理论确实为解释某些历史演变提供了有趣且重要的线索。因此，我将首先讨论该理论。

该理论基于两个假设：首先，工人的工资等于其边际生产率，即个体对其所在公司产出做出的贡献；其次，工人的生产率取决于其技能以及这一技能在特定社会条件下的供求状况。例如，在一个合格工程师稀缺的社会（即工程师的供给很低），技术的普及需要更多的工程师（即对工程师的需求很高），工程师的高需求和低供给很可能导致工程师的

工资高企（相较于其他工人而言），从而导致高薪的工程师和其他工人之间显著的工资不平等。

该理论在某些方面存在局限性且显得天真（事实上，工人的生产率并非一个印在脑门上的一成不变的客观数值，而且不同社会群体的相对力量往往对决定不同工人个体的工资起着核心作用）。不过，尽管这一理论简单甚至是过分简化了，它的价值正在于强调了对决定工资不平等起基础作用的两种社会经济力量，即技能的供给和需求，这两种力量在更复杂的理论中也起着重要作用。实际上，技能的供给主要由教育体系状况决定：接受各类教育的人数、教育（培训）的质量、课堂教学与适宜的专业经验的融合度等。技能的需求主要取决于用以生产社会所消费的产品和服务的技术状况。很显然，无论是否考虑其他因素，教育（培训）体系状况和技术状况这两种因素都起着至关重要的作用。至少，这两种因素影响不同社会群体的相对力量。

教育（培训）体系状况和技术状况本身又取决于许多其他因素。公共政策、各类教育的选拔条件、教育的资金来源及方式、学生及其家庭的教育成本、继续教育的可获得性等因素共同塑造了教育体系。技术进步则受到技术创新及其应用推广速度的影响。技术的进步通常会增加社会对新技能的需求，并创造出新的职业岗位。这就催生了教育和技术赛跑的观点：如果技能的供给跟不上技术发展的步伐，那些没有接受过足够先进培训的群体就不得不从事低价值的行当，挣得将越来越少——与劳动相关的收入不平等将会因此不断扩大。为避免这种情况发生，教育体系必须以足够快的速度增加新型培训，并让更多人掌握新技能。若要降低不平等程度，新技能供给（尤其是对受教育程度最低群体的新技能供给）需要以更快的速度增长。

以法国的工资不平等为例，如前文所述，法国的工资层级在很长一段历史时期内是十分稳定的。20世纪平均工资大幅增加，但前10%人群和底层10%人群之间的差距却没有发生多大变化。尽管教育体系在这一时期经历了大规模的民主化进程，但工资不平等现象却没有得到改善，原因何在呢？最自然的解释是，不同层次技能的进步速度相当，造成工资层级的不平等被简单地向上平移。原先仅完成小学教育的最底层群体沿着教育阶梯往上走了一级，先是完成初中教育，之后是高中教育；先前勉强完成高中教育的那部分人群现在继续大学教育或研究生教育。换言之，教育体系的民主化并未消除教育的不平等，因而不能缩小工资的

不平等。假如没有教育的民主化，假如100年前那些仅完成小学教育的人（占当时人口的3/4）的后代仍不能接受更好的教育，那么劳动收入不平等，尤其是工资不平等，一定会大幅扩大。

现在再来看美国的情况。经济学家克劳迪娅·戈尔丁和劳伦斯·卡茨系统地比较了1890~2005年的两种演变特征：一方面是大学学历工人和高中学历工人之间的工资差距，另一方面是拥有大学学历人数的增长率。戈尔丁和卡茨得出的结论非常明确：这两条曲线往相反方向运动。尤其是工资差距，20世纪70年代以前都在逐步缩小，但20世纪80年代突然开始扩大。差距开始扩大的精确时点，恰恰是在大学毕业生人数第一次出现增长停滞，以及大学毕业生人数的增长率较之前大幅降低的时候。^[1]戈尔丁和卡茨深信，美国工资的不平等源于美国未能充分投资高等教育。更确切地说，太多人未能获得必要的培训，这其中的部分原因是学费高昂让众多家庭难以承受。他们得出的结论是：为扭转这一趋势，美国应大力投资教育，让尽可能多的人上大学。

法国和美国的经验教训都指向同一个方向：长期来看，大力投资教育是降低劳动收入不平等、提高劳动生产率乃至提高经济整体增长的最好方式。若工资的购买力在100年间增长了5倍，这是因为劳动力的技能提高，加上技术进步，使人均产出增长了5倍。从长远来看，教育和技术是工资水平的决定性因素。

同样的道理，如果美国（或法国）加大对高质量职业培训和高等教育的投资，让更广泛的人群有更多的教育机会，这无疑将成为增加中低端人群收入、降低最高10%人群工资及收入比重的最有效的路径。各方面特征都显示：斯堪的纳维亚国家的工资不平等比其他地区更温和，这在很大程度上要归功于其教育的平等性和包容性。^[2]如何支付教育花费，尤其是支付高等教育花费，是21世纪各国面临的关键问题之一。但不幸的是，可用于研究美国和法国教育成本及教育机会的数据十分有限。两国都非常重视学校教育和职业教育在促进社会流动性中的重要作用。然而，对教育问题和精英主义的理论讨论是脱离现实的，尤其是脱离这一现实：知名学府更加倾向于招收来自社会特权阶层的学生。我将在第十三章进一步讨论这一点。

理论模型的局限：制度的角色

教育和技术在长期来看无疑起着至关重要的作用。然而，建立在工人工资完全由其边际生产率决定（也即主要由其技能决定）的观点之上的理论模型，在诸多方面存在局限性。我们暂且不讨论“仅投资于教育是不够的，因为现有技术有时并不能充分利用目前的技能供给”这一事实，也将“这一理论，至少在其最简化的形式上，体现了教育的工具性和功利性”放置一旁。正如医疗部门的目的不是为其他社会部门提供健康状况良好的工人一样，教育部门的主要目的也不是为其他经济部门输送职业工人。在任何人类社会，医疗和教育都具有这样的内在价值：享受健康的能力，同获取知识文化的能力一样，是文明社会的根本目的之一。^[3]我们可以尽情地想象这样一个理想社会：几乎所有任务均实现完全自动化，每个个体都拥有充分自由，去努力追求教育、文化和医疗等方面的成果，以实现自己及他人的利益。每个人都能轮番成为教师或学生、作者或读者、演员或观众、医生或病人。如第二章提到的，我们在某种程度上已经走在这条道路上了：现代经济增长的典型特征之一是教育、文化和医疗产业的产出及就业人口在总经济产出和总就业人口中占据较大比重。

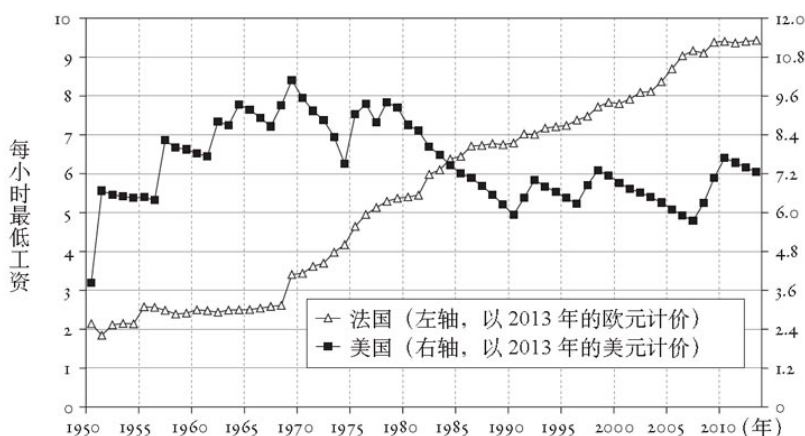
在对未来理想社会充满期许的同时，让我们试着对现今的工资不平等有更深层次的理解。狭义来看，边际生产率理论的最大问题在于，它不能解释不同国家、不同时期工资分布状况的差异。为了理解工资不平等的动态演变，我们必须引入其他因素，诸如支配不同社会劳动力市场运行的制度和规则。与其他市场相比，劳动力市场在更大程度上不是一个全部由自然不变的机制和生硬的技术力量决定的抽象数学概念，而是一个建立在具体规则和妥协基础上的社会性架构。

在前面的章节中，我提到历史上的几个重要时期，其工资层级出现缩小和扩大的特征很难单纯地用技能的供求关系来解释。比如，“一战”和“二战”期间法国和美国出现的工资不平等程度的缩小是对公共部门和私人部门的工资标准进行谈判的结果，而某些特定机构（如为此专设的美国战时劳工委员会）在谈判中发挥了重要作用。同时我也让大家注意，最低工资的变化对解释1950年以来法国工资不平等演变的重要性，这包括三个明显的时间段：1950~1968年，最低工资很少调整而工资层级分布扩大的时期；1968~1983年，最低工资快速提高而工资不平等急剧缩小的时期；1983~2012年，最低工资增长相对缓慢而工资层级分布倾向于扩大的时期。^[4]2013年初，法国的最低工资达到每小时9.43欧元。

美国从1933年开始实施联邦最低工资制，几乎比法国早了20年。

[5]同法国一样，美国最低工资的变化在工资不平等演变中也扮演了重要角色。让人惊讶的是，以购买力衡量，最低工资达到购买力峰值是在半个世纪前，即1968年的每小时1.60美元（或者是以2013年价格计算的每小时10.10美元，已将1968~2013年的通货膨胀因素考虑在内），此时对应的失业率低于4%。在罗纳德·里根和乔治·H·W·布什总统执政的1980~1990年间，联邦最低工资固定在每小时3.35美元，导致考虑通货膨胀后的购买力出现显著下降。在比尔·克林顿执政的20世纪90年代，最低工资上调至每小时5.25美元，在乔治·W·布什执政期间保持在该水平不变，直至2008年奥巴马执政后才几次上调。2013年初，美国最低工资为每小时7.25美元（合6欧元），比法国同期最低工资水平低1/3，与20世纪80年代早期的情况正好相反（见图9.1）。[6]奥巴马总统在2013年2月的国情咨文中宣布，其有意将2013~2016年最低工资标准提高至每小时9美元。[7]

紧随美国最低工资制度演变的是工资收入分配底层的不平等：工资分配最底层10%人群的工资与总体平均工资的差距在20世纪80年代显著扩大，在90年代缩小，并在21世纪头10年再次扩大。然而，工资收入分配顶端的不平等（工资最高的10%人群在工资收入总额中所占的比重）在此期间稳步扩大。显然，最低工资对底层人群有较大影响，但对顶层人群的影响则小得多，对顶层人群收入状况产生影响的还有其他因素。



以2013年的购买力表示，美国每小时最低工资从1950年的3.80美元涨到2013年的7.30美元，而法国从2.10欧元涨到9.40欧元。

图9.1 1950~2013年法国和美国的最低工资

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

工资标准和最低工资

毫无疑问，如法国和美国历史所展示的那样，最低工资制度在工资不平等的形成和演变中扮演了重要角色。就这一点而言，每个国家都有其自身的历史和特有的事件年表。无须惊讶的是，劳动力市场的监管取决于各个社会对社会正义的认知和准则设立，并且与各国的社会、政治、文化历史紧密相连。20世纪五六十年代，美国将最低工资作为提高底层人群工资的手段，到了70年代却摒弃了这一手段。法国的情况则正好相反：最低工资在20世纪五六十年代维持不变，在70年代却被频繁使用。图9.1显示了这种鲜明的对比。

很容易举出很多其他国家的例子。英国于1999年引入了最低工资制度，最低工资水平介于美国和法国之间：2013年时是每小时6.19英镑。[\[8\]](#)德国和瑞典没有在国家层面规定最低工资标准，而是让工会和各细分行业的雇主们谈判协商确定包括最低工资在内的完整工资制度。事实上，2013年两国在很多细分行业上的最低工资标准约为每小时10欧元（高于那些有全国工资标准的国家）。但在监管程度相对较低且工会职能相对不充分的行业，最低工资就明显要低得多。为了与他国保持一致，德国还考虑在2013~2014年引入最低工资标准。我们不再细述各国的最低工资和工资制度及其对工资不平等的影响，这里仅简要介绍一下哪些一般原则可用来分析各国调节工资设置的制度。

最低工资和刚性工资制度的实际支撑理由有哪些呢？第一，特定工人的边际生产率并不总是容易衡量的。在公共部门，这一点是显然的；在私人部门，这一点也是明确的：在一个雇用成千上万工人的组织里，评价每个工人对总产出的贡献并不容易。但确定的一点是，我们至少可以对重复性工作（即任何数量的工人都能以同样方式执行的工作）的边际生产率进行估算。对于麦当劳流水线上的工人或服务员，管理层可以计算出每增加一名工人或服务员能增加多少营业收入。然而，这样只能近似估算出生产率的范围，而非一个绝对数值。考虑到这层不确定性，那么工资又应该如何设定呢？很多理由表明，授予管理层设定每个员工月度工资或每日工资的绝对权力不仅会导致工资设置的随意性和不公正，对公司而言也是无效率的。

具体地讲，确保工资相对稳定、不随销售额的波动而大幅波动，对

公司而言或许更有效率。公司的所有者和经理层通常收入不菲，比普通员工富裕得多，他们更容易应对短期性收入冲击。在这种情况下，在劳动合同中为工人提供一定程度的“工资保险”，保证工人的基本工资（不妨碍奖金和其他激励）是符合所有人利益的做法。工资按月支付而非按日支付，这是20世纪逐渐被所有发达国家采纳的革命性创新。这一创新被写进了法律，并成为工人和雇主之间工资谈判的要素之一。曾作为19世纪工资规范的日工资制逐渐退出历史，这是工人阶级形成的关键一步：工人如今享有了合法地位并获得稳定、可预期的工作报酬。这将他们与18、19世纪典型的工人——日工或计件工——清晰地区别开来。

[9]

这种支持预先设定工资的理由显然存在一定局限性。支持最低工资和固定工资制的另一经典论调是“专用性投资”问题。具体而言，单个公司特定职能的履行和特定任务的执行通常要求工人为公司做“专用性投资”，该投资一定程度上对其他公司是无价值（或价值有限）的。比如，工人需要掌握与公司生产流程相关的具体工作方法、组织方式和技能。如果工资制度由公司单方面制定而且可由公司随时改变，工人不能预先知道他们的工资是多少，他们很可能不会尽心尽力地为公司做出此类投资。因而，预先制定工资标准或许符合所有人的利益。“专用性投资”的观点也适用于公司做出的其他决定，如本书第二部分的“莱茵资本主义”所讨论的一样，它也是主张限制股东权力（股东在某些情况下被认为过于注重短期利益）、支持在更广泛的“利益相关者”（包括公司员工）层面进行权力共享的主要理由。该观点可能是支持固定工资标准的最主要论点。

通常而言，只要雇主比工人拥有更大的议价能力，而且简单经济模型中的完全竞争条件不能满足，通过实施严格的工资制度来限制雇主权力的做法可能就是合理的。例如，若一小撮雇主在当地劳动力市场中占据垄断地位（这意味着，由于当地劳动力市场有限的流动性等原因，他们几乎是市场上唯一的工作提供方），雇主们将充分利用他们的优势地位尽可能地压低工资，甚至压到工人的边际生产率以下。在这种情况下，考虑到工资的提高能推动经济走向竞争均衡并提高整体就业水平，推行最低工资制不仅符合公平原则，而且符合效率原则。基于不完全竞争理论的前述理论模型，是解释最低工资制之所以存在的最明确理由：最低工资制的目标是确保任何雇主都不能超过一定限度地利用其优势地位。

再者，一切显然都取决于最低工资的水平。最低工资标准不可能脱离各国的总体技术水平和平均生产力水平，而只在理论上抽象地进行设定。1980~2000年美国开展的众多研究（以经济学家戴维·卡德和艾伦·克鲁格的研究最为有名）表明，那个时期的美国最低工资非常低，即使提高最低工资标准，也不会损失就业甚至可能会增加就业，正如垄断模型里显示的那样。^[10]基于这些研究，当前奥巴马政府欲将最低工资提高25%（从每小时7.25美元提升至9美元）的做法，对工作数量将仅能产生微弱影响甚至毫无影响。显然，最低工资不可能无限提高：随着最低工资的提高，其对就业水平的负面影响最终将占据上风。若最低工资翻番或提高两倍，负面效应很难不占主导地位。和美国相比，在法国这样的国家更难以找到充分的理由来大幅提高最低工资标准，因为相对平均工资和边际生产率而言，法国的最低工资水平已经比美国高了。若想提高法国低工资工人的购买力，最好采用其他手段，比如通过培训提升工人技能，或进行税收改革（而且这两种替代性做法是互补的）。但不管怎样，最低工资不应当是固定不变的。虽然工资的增长不能一直超过生产率的增长，但将其限定在生产率增长之下也是不健康的。不同劳动力市场中的制度和政策有不同的作用，必须以合理方式加以利用。

总而言之，长期来看，增加收入和降低收入不平等的最好方式是对教育和技能进行投资。长期而言，最低工资和工资制度本身不可能推动工资呈5倍或10倍速度增长；要实现这么快的增长，教育和技术是决定性力量。然而，在由教育和技术的相对进步所决定的时期，劳动力市场的规则在工资设定过程中扮演着关键角色。事实上，这样的时期可能非常之长，部分是因为我们很难确定地估量个体的边际生产率，部分是因为“专用性投资”和不完全竞争问题。

如何解释美国收入不平等的急剧扩大？

边际生产率理论及教育和技术赛跑理论的最失败之处，毫无疑问在于它们无法充分解释1980年以来美国超高劳动收入激增的现象。根据这些理论，美国的这一变化可以解释为是偏向技术的技能进步带来的结果。一些美国经济学家秉持这样的观点：顶层劳动收入的增长较平均工资的增长快得多，只是因为独特的技能和新技术使这部分人的生产力较平均水平高得多。这样的解释有种同义反复的意味（毕竟，任何工资层级的扭曲都可以归结到某些假定的技术进步上去）。同时，这种解释还

存在其他重大缺陷，在我看来，这些缺陷让这一解释变得不那么令人信服。

缺陷之一是，如前面章节所示，美国工资不平等的扩大主要源自工资最顶层人群（前1%人群，甚至前0.1%人群）收入的增长。审视整个前10%人群，我们会发现前9%人群的收入增长速度较平均水平要快得多，但仍然不及前1%人群的收入增长速度。具体来说，年工资为10万~20万美元人群的工资增长速度仅比平均水平略快，而年工资在50万美元以上人群的报酬则出现急剧增长（年收入在100万美元以上人群的收入增长则更为迅猛）。[11]这种顶层收入存在的明显间断性给边际生产率理论提出了挑战：从不同收入层级的技能水平变化角度看，无论采用何种标准，我们都很难看到“前9%人群”和“前1%人群”在教育水平、学校背景或职业经验上的不连续性。我们或许需要一个建立在对技能和生产率客观衡量基础之上的理论，以表明前10%人群的工资增长具有相对统一性，或者表明不同收入子群体的收入增长率其实更为接近，而非像我们在实际中观察到的那样——收入增长存在巨大的离散性。

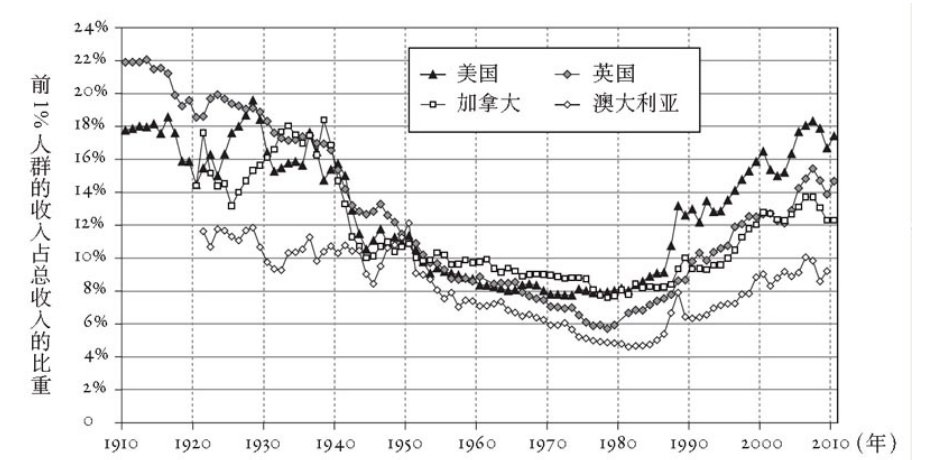
不要误解，我并不是在否认卡茨和戈尔丁提出的投资高等教育和培训的决定性意义。长期来看，无论是在美国还是在其他国家，鼓励教育机会向更多人开放的政策都是不可或缺且至关重要的。只不过，虽然这些政策都非常可取，但它们似乎对1980年以来美国顶层收入群体急剧增长的影响比较有限。

简而言之，最近几十年间，两种截然不同的现象同时发挥着作用：现象一，如戈尔丁和卡茨所揭示的那样，高校毕业生与高中及以下学历人群的收入差距在扩大；现象二，收入最高的1%人群（甚至0.1%人群）的报酬增长十分迅猛。这一现象非常特殊，它发生在高校毕业生群体的内部，而且往往将多年在精英学府求学的那些个体独立出来。从量化角度来看，现象二比现象一更重要。特别是，如前面章节所示，前1%人群收入的超常表现解释了1970年以来前10%人群收入在总收入中所占比重增长的将近3/4。[12]因此，很有必要对这一现象做出合理解释，而初步看来，教育因素似乎不能提供合理解释。

超级经理人的崛起：一个盎格鲁-撒克逊现象

缺陷之二是，有些发达国家出现了超高薪激增的现象，而其他发达国家并未出现，这无疑是边际生产率理论遇到的最主要问题。这表明不同国家的制度差异，比技术进步等一般性和先验普遍性因素，起着更为核心的作用。

我们先看英语国家。一般来说，超级经理人的兴起很大程度上是盎格鲁－撒克逊国家的一种现象。1980年以来，美国、英国、加拿大和澳大利亚前1%人群的收入在国民总收入中所占比重显著提高（见图9.2）。比较遗憾，除了法国和美国，我们很难获取其他国家工资不平等和总收入不平等的数据。但我们拥有大部分国家的总收入构成数据，根据这些数据可以推断出，所有这些国家国民收入中前1%人群的比重增长，至少2/3源自顶层收入的急剧增长，其余1/3源自资本收入的强劲增长。所有英语国家近几十年来收入不平等扩大的首要原因都是金融部门和非金融部门超级经理人的兴起。



自20世纪70年代以来，所有盎格鲁－撒克逊国家的前1%人群的收入占总收入的比重都上升了，只不过升幅不同。

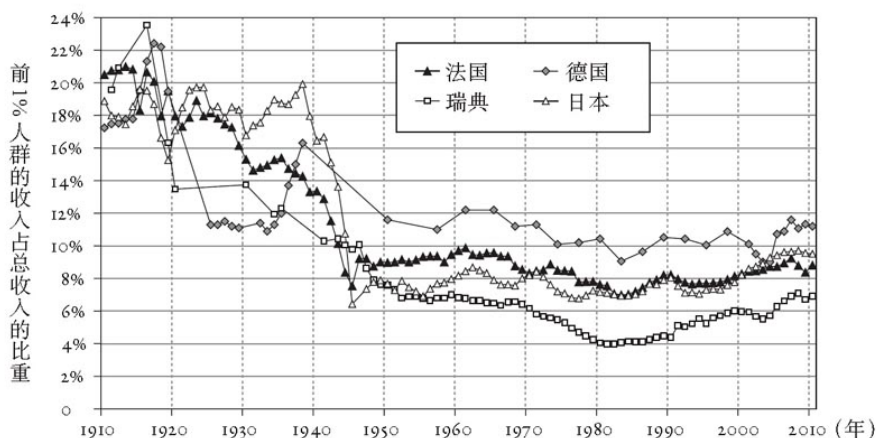
图9.2 1910~2010年盎格鲁－撒克逊国家的收入不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

然而这种“同族相似性”不应掩盖这一现象在各国的不同严重程度。图9.2清晰地说明了这一点。在20世纪70年代，各国前1%人群收入在国民收入所占比重十分接近，我们所考察的4个英语国家均在6%~8%，美国也不例外。事实上，20世纪70年代末80年代初，前1%人群收入占国民收入的比重，加拿大略高，达到9%，而澳大利亚最低，仅为5%。30年后的今天，情况全然不同了。美国前1%人群收入的比重达到将近

20%，相比之下，英国和加拿大约为14%~15%，而澳大利亚仅为9%~10%（见图9.2）。[13]初步看来，我们可以说，美国前1%人群收入的比重增长大约是英国和加拿大的两倍、澳大利亚和新西兰的3倍。[14]如果超级经理人的兴起纯粹是技术现象，那么这些在其他方面相似度很高的国家会出现如此大的差异就不好理解了。

我们再来看看其他富裕国家，即欧洲大陆和日本的情况。一个关键的事实是，1980年以来，这些国家前1%人群的收入占国民收入比重的增长较英语国家慢得多。图9.2和9.3的对比十分鲜明。诚然，各国前1%人群的收入比重均显著增长。日本的情况与法国几乎一样：前1%人群的收入比重在20世纪80年代仅为7%，而目前约为9%或略高。瑞典则在20世纪80年代略高于4%（这是WTID所记录的所有国家、所有时期的最低水平），但在2010年后达到了7%。[15]德国则是从20世纪80年代的9%提高到了2010年的11%（见图9.3）。



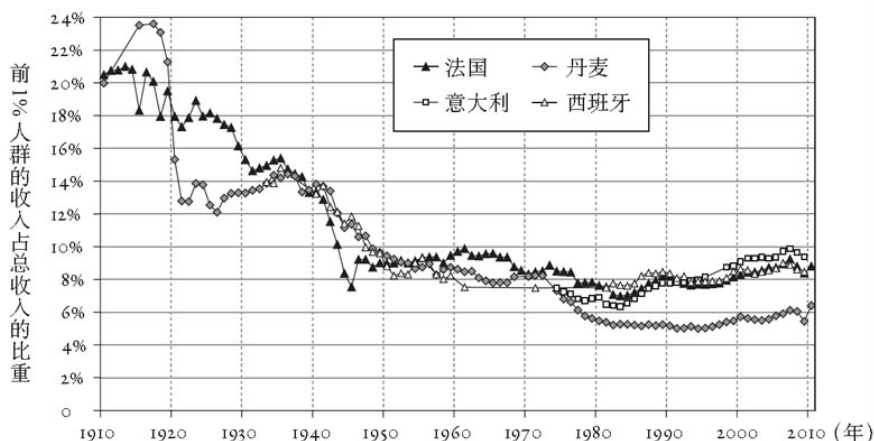
与盎格鲁-撒克逊国家相比，自20世纪70年代以来，欧洲大陆及日本前1%人群的收入占总收入的比重几乎没有增加。

图9.3 1910~2010年欧洲大陆及日本的收入不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

若着眼于其他欧洲国家，我们可以观察到类似的演变情况，即无论是南欧国家还是北欧国家，前1%人群的收入占国民收入的比重在过去30年间均增长了2~3个百分点。在丹麦和其他北欧国家，顶层收入占国民收入的比重相对较低，但增长特征却是类似的：丹麦前1%人群的收入在国民收入中所占比重在20世纪80年代略高于5%，但在2000~2010年

达到了7%。意大利和西班牙的变化在数量级水平上与我们观察到的法国的情况十分相近，前1%人群的收入在国民收入中所占比重从7%增长至9%，同样也增长了2个百分点，这与法国同期类似（见图9.4）。从这个方面来看，欧洲大陆确实是一个近乎完美的“统一体”。当然，相比欧洲模式，英国则与美国模式更为接近。[16]



与盎格鲁－撒克逊国家相比，自20世纪70年代以来，北欧和南欧的前1%人群的收入占总收入比重几乎没有增加。

图9.4 1910~2010年北欧和南欧的收入不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

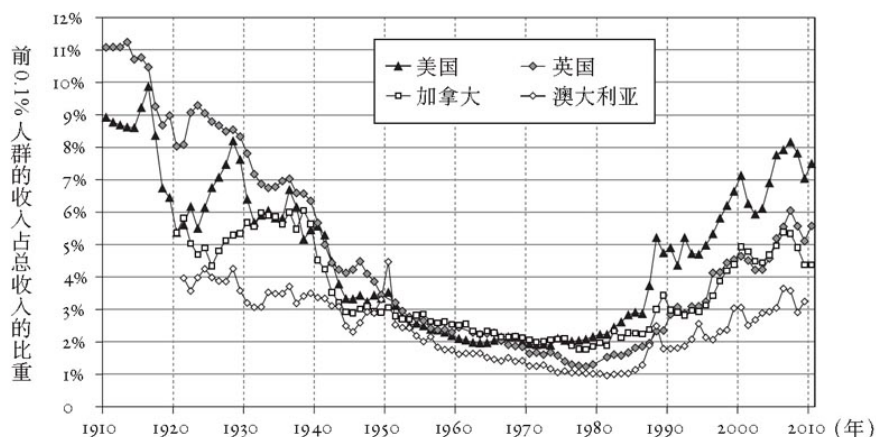
不要误解，日本和欧洲大陆国家的2~3个百分点的增长也意味着收入不平等的显著扩大。挣得最多的1%人群的收入增速明显较平均水平快得多：所占比重增长了约30%，而那些初始水平较低的国家甚至增长更多。对于那些通过报纸和收音机来了解“超级经理人”急剧涌现现象的当代观察人士来说，这是非常显著的。在平均收入出现停滞（或至少增速较过去显著放缓）的1990~2010年，这一特点尤其明显。

此外，人们在收入层级的阶梯上爬得越高，收入增速就越惊人。虽然能享受到薪酬如此快速增长的个体数量十分有限，但他们却非常引人注目，这自然就抛出了一个问题：如此高薪背后的理由是什么？同时考虑英语国家（见图9.5）及日本和欧洲大陆国家（见图9.6）前0.1%收入人群（即报酬最高的0.1%人群）在国民收入中所占比重的情况，差异很明显：美国前0.1%人群的收入比重在过去几十年间已从2%增长至10%——该涨幅是前所未有的。[17]但顶层收入在各国均出现显著增长。在法国和日本，前0.1%人群的收入比重从20世纪80年代初的仅1.5%增长

至2010年的近2.5%，接近翻倍。在同一时期的瑞典，这一比重也从低于1%增长至高于2%。

要弄清楚这具体代表什么，请记住：占总人口0.1%的最高收入人群的收入比重达到2%，意味着他们的人均收入是平均国民收入的20倍；前0.1%人群的收入占国民收入的比重达到10%，意味他们的人均收入是平均国民收入的100倍。[\[18\]](#)同时请注意，前0.1%人群的定义是：在一个成年人人口为5 000万的国家（如2010年的法国），这个人群的人数为5万人。这是极少数人（当然前1%人群是前0.1%人群的10倍），但就是这极少数人，他们在政治和经济格局中却占据着举足轻重的地位。[\[19\]](#)这里的核心论点是，在所有富裕国家，包括欧洲大陆和日本，前0.1%人群的购买力在人均购买力停滞不前的1990~2010年却实现了惊人上升。

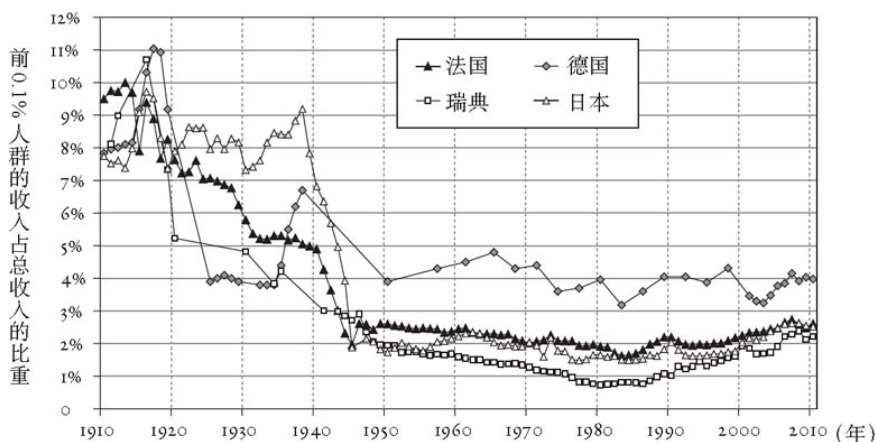
然而，从宏观经济视角来看，超高收入的激增对欧洲大陆国家和日本的重要性目前为止较为有限：增长无疑是显著的，但受影响的人群毕竟有限，因而影响程度不及美国大。在欧洲大陆国家和日本，向“前1%人群”转移的收入仅占国民收入的2%~3%，而在美国该比例为10%~15%，几乎是欧洲大陆国家和日本的5~7倍。[\[20\]](#)



自20世纪70年代以来，所有的盎格鲁 - 撒克逊国家前0.1%人群的收入占总收入的比重都出现了急剧上升，但上升幅度有所不同。

图9.5 1910~2010年盎格鲁 - 撒克逊国家前0.1%人群的收入比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



与盎格鲁－撒克逊国家相比，欧洲大陆及日本的前0.1%人群的收入占总收入的比重几乎没有增加。

图9.6 1910~2010年欧洲大陆和日本前0.1%人群的收入比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

用最简单的方式表述这种区域性差异就是：在美国，2000~2010年的收入不平等重新回到了1910~1920年的创纪录水平（虽然如今收入构成发生了变化，高劳动收入取代高资本收入扮演着更重要的角色）。在英国和加拿大，情况也是朝着同样的方向发展。从长期来看，欧洲大陆和日本的收入不平等仍保持了比20世纪初低得多的水平，而且事实上自1945年以来几乎没有太大变化。图9.2和图9.3的对比清晰地说明了这一点。

显然，这并不意味着我们可以忽略欧洲和日本过去几十年的变化。相反，它们的发展轨迹与美国在某些方面很相似，只是存在10年或20年的停滞，我们不应等到这一现象发展到如同在美国一样对宏观经济产生显著影响后才开始担忧。

尽管如此，事实仍是：欧洲大陆国家和日本的演变远没有美国严重（在较小程度上，也没有盎格鲁－撒克逊国家严重）。这或许能帮助我们进一步理解各种作用因素。富裕国家不同区域在这一演变中呈现的差异是最引人注目的，因为技术进步在各地是大同小异的，尤其是，信息技术变革对日本、德国、法国、挪威和丹麦的影响并不亚于对美国、英国和加拿大的影响。同样，经济增长——或更确切地说，人均产出增长，即生产力增长——在各富裕国家是相似的，差异不足1个百分点。

[21] 鉴于上述事实，各富裕国家在收入分配演变方式上的巨大差异需要

进一步解释，而边际生产率理论及教育和技术赛跑理论似乎并不能提供这种解释。

欧洲：1900~1910年比新大陆更不平等

此外，还请注意，与大部分人想象的不同，美国的不平等程度并非一直比欧洲高——远非如此。收入不平等程度在20世纪初的欧洲实际上非常之高，这也得到了所有史料的证实。具体地讲，1900~1910年欧洲国家前1%人群的收入在国民收入中所占比重超过了20%（见图9.2~图9.4），不仅英国、法国、德国是这种情况，瑞典、丹麦也是如此（证明北欧国家并非一直是平等的典范——远非如此），更一般地讲，我们估计范围内的几乎所有欧洲国家在该时期均是这种情况。[\[22\]](#)

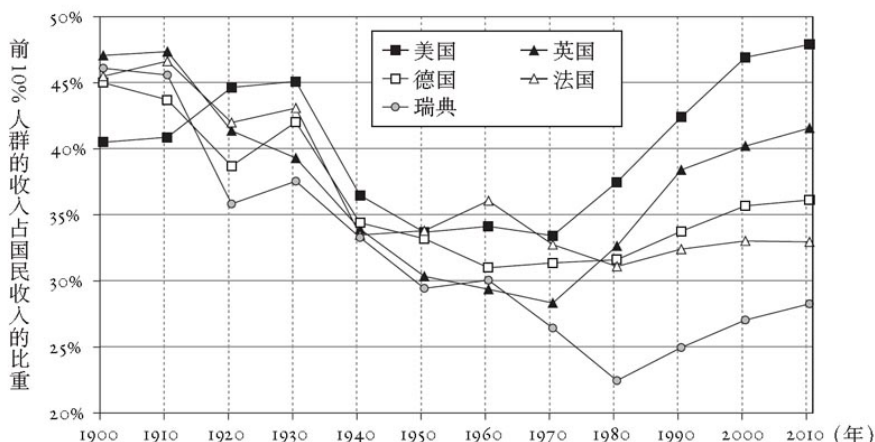
“美好年代”时期，欧洲国家在收入集中度水平上的相似性显然需要进一步解释。由于在此期间，顶层收入几乎全部由资本收入构成，[\[23\]](#)我们必须主要从资本集中的角度对这一问题加以解释。那么1900~1910年间的欧洲资本何以如此高度集中呢？

很有趣的是，不仅美国和加拿大的收入不平等程度比欧洲低（美国和加拿大的前1%人群的收入占国民收入的比重在20世纪初大致为16%~18%），澳大利亚和新西兰（11%~12%）的收入不平等也比欧洲低。因此，新大陆国家，尤其是最新和最近才被划入版图的新世界国家，在“美好年代”时期似乎比古老欧洲的不平等程度要低。

同样有意思的是，尽管与欧洲存在社会文化上的诸多差异，20世纪初日本的不平等程度似乎与同期的欧洲相同，不超过20%的国民收入流入了前1%人群。受可得数据所限，我们无法穷尽所有比较分析，但所有迹象都表明，无论是就收入结构还是收入不平等而言，日本确实与欧洲一样同属于一个“旧世界”。值得注意的是，在整个20世纪，日本和欧洲经历了类似的演变（见图9.3）。

我将在稍后讨论“美好年代”时期资本高度集中的原因，以及整个20世纪各国发生的转变（集中度的下降）。我将特别说明，欧洲和日本的收入不平等程度更高的原因，可以很自然地归结为旧世界国家较低的人口增长率——旧世界的低人口增长率几乎自动带来了更高的资本积累和资本集中度。

现阶段，我只想强调导致各个国家和大陆相对地位发生变动的大致量级。阐述这一点的最清晰方式就是考察前10%人群的收入占国民收入比重的变化情况。图9.7显示了20世纪初以来美国和4个欧洲国家（英国、法国、德国和瑞典）前10%人群的收入占国民收入比重的变化情况。我采用了10年均值数据，以集中考察长期趋势。[\[24\]](#)



20世纪50~70年代，欧洲和美国前10%人群的收入占国民收入的比重大约都在30%~35%。

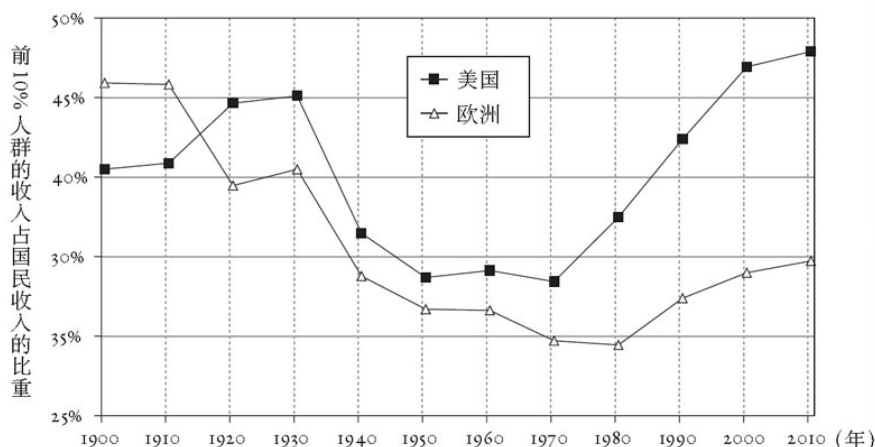
图9.7 1900~2010年欧洲和美国前10%人群收入比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

我们的发现是，“一战”前夕，各欧洲国家前10%人群的收入在国民收入中所占比重均为45%~50%，美国略高于40%。到“二战”结束时，美国的不平等程度略微超过欧洲：受1914~1945年冲击的影响，两大洲前10%人群的收入占国民收入比重均出现下降，但欧洲（以及日本）下降得更快，原因是两次世界大战对资本要素的冲击更大。1950~1970年，前10%人群的收入占国民收入的比重在美国和欧洲都非常稳定，水平也相当，约为30%~35%。始于1970~1980年的强势分化导致了2000~2010年出现如下情况：美国前10%人群的收入占国民收入的比重达到45%~50%，基本达到欧洲1900~1910年的水平。欧洲各国的情况存在较大差异，最不平等的案例为英国，前10%人群的收入占国民收入的比重为40%；最平等的案例为瑞典，该比重低于30%；法国和德国则介于二者之间（约为35%）。

如果我们以这4个国家为基础计算欧洲均值（一定程度上并不合理），就可以进行一个非常清晰的国际比较：美国的不平等程度在

1900~1910年比欧洲低，在1950~1960年比欧洲略高，而在2000~2010年则比欧洲高得多（见图9.8）。[25]



前10%人群的收入比重，1900~1910年欧洲比美国要高，而2000~2010年美国却比欧洲高出一大截。

图9.8 1900~2010年欧洲与美国收入不平等的比较

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

除了这一长期图景，当然还有复杂多变的国家历史因素，以及与各国社会政治发展状况联系紧密的短期和中期波动，这一点我已在第八章做了说明，并详细分析了法国和美国的情况。受篇幅所限，我无法对每个国家都进行详细分析。[26]

顺便提及，值得注意的是，即便各国的大事年表千差万别，但在两次世界大战之间各国都处于混乱动荡状态。在德国，经历了“一战”军事上的失败后，20世纪20年代紧接着发生了恶性通货膨胀。随后，全世界范围内的萧条再次让这个国家深陷危机泥潭，之后不久纳粹就开始掌权。有意思的是，德国前1%人群的收入占国民收入的比重在1933~1938年快速增长，完全与其他国家背道而驰：这反映了纳粹时期工业利润的复苏（由军备需求拉动）以及收入层级分布的总体重构。也请注意，虽然德国的整体不平等水平与这些国家相比并没有太大差异，但自1950年以来，德国前1%甚至前0.1%人群的收入比重都明显要高于包括法国在内的其他欧洲大陆国家还有日本。对于这一点可以有多种解释，很难说哪种解释更优（后面我会再讨论这个问题）。

此外，20世纪德国历史动荡不堪，导致德国的税收记录存在重大空

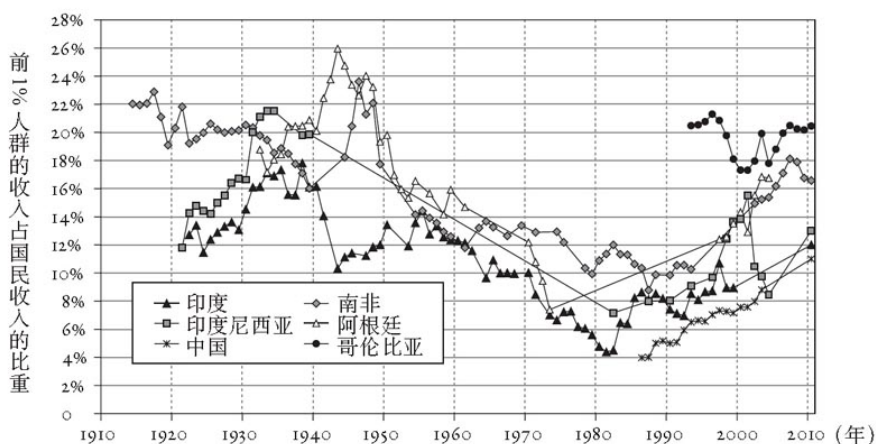
白，因而很难确切知道某些发展情况，也很难与其他国家进行精确比较。普鲁士、萨克森以及大部分德国其他州的政府征收所得税的时间较早（大约在1880~1890年），但直到“一战”结束，才出现了相关的国家法律和税收记录。20世纪20年代的统计数据存在频繁的断点，1938~1950年的税收记录则完全缺失，因此我们很难去探究“二战”期间及战后几年的收入分布演变情况。

在这一点上，德国与严重卷入冲突的其他国家（特别是日本和法国）有明显差异。日本和法国的税务部门即使在战争期间，也照常不间断地记录税收统计数据。假如德国也同日本和法国一样，则其最高1%人群的收入占国民收入的比重很可能在1945年（即德国资本和资本收入几近降至零的这一年）达到最低，而在随后的1946~1947年，这一比重再次急剧上升，1950年德国恢复税收记录，当年的税收记录显示收入层级已经开始与1938年相似。由于缺乏完整数据，本书不便做进一步讨论。德国的情况十分复杂，一方面是因为德国的版图在20世纪几经变更，最近一次变更是1990~1991年联邦德国与民主德国统一；另一方面也是由于德国不像大部分其他国家，一年公布一次完整的税务数据，而是每三年才公布一次。

新兴经济体的不平等：比美国低？

现在，让我们把目光转向贫穷国家和新兴经济体。遗憾的是，要研究这些国家财富分布的长期动态，所需历史资料的获得难度比在富裕国家要大。不过仍可找到一些贫穷国家和新兴国家的较长序列的税收数据，从而可以将这些国家与发达国家的结果进行对比分析。英国在其本土实施累进所得税后，很快就决定将其推广到一些殖民地去。因而，1913年南非开始实施一种与1909年英国实施的所得税制十分类似的税收制度，1920年印度（包括现今的巴基斯坦）也开始推行这种制度。类似地，荷兰于1920年在其印度尼西亚殖民地征收所得税。好几个南美国家在两次世界大战之间开征了所得税（比如阿根廷在1932年推行）。对于南非、印度、印度尼西亚和阿根廷这4个国家，我们可分别获得自1913年、1922年、1920年和1932年起至今的连续（有缺口）税收数据。这些数据与我们获得的发达国家数据大致相似，因而可采用类似方法加以利用，特别是追溯每个国家20世纪初的国民收入。

我的估算结果见图9.9。需要强调几点。首先，最显著的结果是贫穷国家和新兴国家前1%人群的收入占国民收入的比重与发达国家大致相同。在最不平等时期，特别是1910~1950年，4国前1%人群的收入占国民收入的比重均在20%左右：印度为15%~18%，南非、印度尼西亚和阿根廷为22%~25%。在较平等时期（基本上是1950~1980年）前1%人群的收入比重下降至6%~12%（印度仅为5%~6%，印度尼西亚和阿根廷为8%~9%，南非为11%~12%）。此后，20世纪80年代，前1%人群的收入比重出现反弹；如今，该比重处在15%的水平前1%（印度和印度尼西亚为12%~13%，南非和阿根廷为16%~18%）。



以前1%人群的收入比重来衡量，20世纪80年代起，新兴国家的收入不平等程度开始上升，但低于2000~2010年美国的水平。

图9.9 1910~2010年新兴国家的收入不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

图9.9中也显示了两个特别的国家：中国和哥伦比亚。[\[27\]](#)特别之处在于，它们在20世纪80年代以后才有可用于研究的税收记录。中国前1%人群的收入占国民收入的比重在最近几十年迅速增长，但20世纪80年代中期的起步值相当低（接近斯堪的纳维亚国家的水平）：据现有资料来源显示，在这一时期，前1%人群仅占国民收入的不超过5%。这并不足为奇，因为中国那时实行极低的工资制度，而且在本质上几乎不存在私人资本。随着20世纪80年代实行改革开放，以及2000~2010年经济加速增长，中国的不平等程度快速上升。但据我估计，中国前1%人群的收入占国民收入的比重在2000~2010年为10%~11%，低于印度和印度尼西亚的水平（12%~14%，与同期的巴西和加拿大相当），大大低于

南非和阿根廷的水平（16%~18%，与同期的美国相当）。

另一方面，哥伦比亚是WTID中不平等程度最高的国家之一：1990~2010年，其前1%人群的收入占国民收入的比重高达20%，但趋势不是很明显（见图9.9）。这一不平等水平甚至比2000~2010年美国的不平等水平（至少是剔除资本收益影响后的水平）还高；如果考虑资本收益，美国过去10年的不平等程度比哥伦比亚略高。

然而，也要时刻注意数据的局限性。上述数据可用于衡量贫穷国家和新兴国家的收入分布演变，并将之与发达国家进行比较，但数据本身并不完善。前面所展示的数量级是我根据现有资料能得出的最好结果，但我们的认识依然贫乏。我们仅在几个新兴国家获得了整个20世纪的税收数据，而且这些数据还存在空白和断点，尤其1950~1970年，如印度尼西亚的独立战争时期。下一步的工作就是要更新WTID中其他国家的历史数据，尤其是要更新前英属和法属殖民地国家（印度支那和非洲）的历史数据，但是殖民时代的数据很难与当代税收记录关联起来。[28]

即使是在税收记录确实存在的发达国家，由于其所得税仅适用于少数人群，这些税收记录的有用性也就大打折扣了，因此我们可以估计前1%人群的收入占国民收入的比重，却无法估计出前10%人群的收入所占的比重。在数据允许的国家，比如南非历史上某几个时间段，我们发现前10%人群的收入占国民收入总额的最高水平约为50%~55%，该不平等水平与富裕国家最高水平（1900~1910年的欧洲及2000~2010年的美国）相当甚至略高。

我也注意到，1990年以后税收数据的获取在一定程度上变得更难了。部分原因在于，计算机时代到来，税务部门中断了对详细税收统计数据发布，而在以前税务部门出于自身目的需要发布这些数据。这有时也意味着这样一个悖论，那就是，随着信息时代的到来，数据资料反而难获取了（我们发现同样的情况也发生在富裕国家）。[29]最重要的是，数据资料的获取难度增加似乎与人们对累进所得税的不满情绪有关，这一税制大体上是由特定政府和国际组织设计出的。[30]典型的例子是印度，印度所得税数据的发布自1922年以来从未间断过，但在21世纪初却停止了。这样导致的后果是，研究2000年以来印度最高收入的演变比研究整个20世纪还要麻烦。[31]

这种信息的缺乏和民主透明的缺乏更加让人遗憾，因为在财富和经

济增长成果分配问题上，贫穷国家和新兴国家的紧迫性比发达国家有过之而无不及。请注意，发展中国家过去几十年官方的高增长数据（尤其是印度和中国）几乎完全是基于产出统计。如果我们使用家庭调查数据对收入增长进行衡量，却得不出官方公布的宏观经济增长率：中国和印度的收入增长确实很快，但没有快到我们从宏观经济增长推断出来的那种速度。这种不一致——有时被称为“增长黑洞”——显然是有问题的，原因可能有三：要么是产出的增长被高估（诸多官僚激励机制会引发这样的倾向），要么是收入增长被低估（家庭调查数据也有其瑕疵），或者是二者兼有（最有可能）。特别是，丢失的那部分收入也许可以归因于，产出增长的绝大部分流向了报酬最高的个体，而这些高收入个体的收入数据并未全部纳入税收数据统计中。

基于印度税收申报数据，我们可估计出：1990~2000年“增长黑洞”的1/4~1/3可以用前1%人群的收入占国民收入比重的增长来解释。[\[32\]](#)考虑到2000年以来税收数据的缺失，我们无法对近期增长做出恰当的社会学分析。中国的官方数据比印度更加不完整。最新的研究显示，图9.9中的估计是我们目前做出的最可靠估计。[\[33\]](#)确实，两国都应发布更完整的税收数据，其他国家也是一样。若能获得更完整的数据，我们也许会发现印度和中国的收入不平等增速比我们想象中还要快。

无论贫穷国家和新兴国家的税务部门存在怎样的瑕疵，税收数据显示出的顶层收入水平都比家庭调查数据显示的更高也更贴近现实。比如，税收申报数据显示哥伦比亚2000~2010年前1%人群的收入占国民收入的比重高于20%（阿根廷为20%左右），实际的不平等程度甚至有可能更高；而哥伦比亚家庭调查数据显示的最高收入通常仅为平均收入的4~5倍（说明没有真正的富人），假如我们信赖家庭调查数据，那么前1%人群的收入比重将低于5%，这也说明家庭调查数据并不是十分可靠。显然，家庭调查数据常被一些国际机构（尤其是世界银行）和政府作为衡量不平等水平的唯一数据来源，但基于家庭调查数据得出的财富分配结论是有偏差的，且容易起误导作用。只要没有将调查数据与从税收申报数据和其他官方数据源系统收集的数据很好地结合起来，这些有关不平等程度的官方估计，就不可能将宏观经济增长成果合理分配到不同社会群体或不同收入1%和10%的人群中。同时，上述论断放诸四海皆准，无论是在发达国家、新兴市场还是欠发达国家。

边际生产率的假象

现在让我们把目光转向1970年以来工资不平等在美国凸显这一现象（英国和加拿大的程度稍逊）。前面已经指出，边际生产率理论与教育和技术赛跑理论解释力不足：报酬的激增高度集中在工资层级的前1%甚至是前0.1%人群，对有些国家有影响，而对有些国家的影响却有限（日本和欧洲大陆所受影响比美国小得多），即使我们认为技术进步以更连续的方式改变了整个顶端人群技能的分布，并且以相似的发展水平作用于所有国家（情况也是如此）。美国的不平等程度在2000~2010年达到的水平，比任何贫穷和新兴国家历史水平都高（比如，比印度和南非在1920~1930年、1960~1970年以及2000~2010年的水平还高），这对完全基于生产率来解释客观不平等的观点提出了质疑。就个人技能和生产率的不平等而言，美国真的高于半文盲状态的印度的近期历史水平（或目前的水平），也高于种族隔离（或后种族隔离）的南非吗？如果真是这样，那对美国的教育体系来说是个坏消息，这意味着美国教育体系确实需要改进，让更多人有机会受教育，但美国的教育体系或许不应承受如此激烈的指责。

在我看来，对美国超高收入激增现象最有说服力的解释如下。正如已指出的那样，绝大部分超高收入人群均是大公司的高管。从个体“生产率”角度为这部分人的高薪寻求客观依据是十分天真的。当工作是重复性劳动时（比如生产线上的工人或快餐店的服务生），我们可以估计每增加一个工人或服务生带来的“边际产出”的增加（尽管我们的估计会有一定的误差）。而当个体的工作职能具有独一无二的性质（或接近独一无二）时，这一误差幅度将大得多。实际上，一旦我们在标准经济模型中引入信息不对称假设（在这里显然是正当的），则“个人边际生产率”这一概念将变得很难定义。事实上，这就成为一个接近纯粹意识形态上的概念架构了，人们可以据此为较高的社会地位做正当辩护。

为了将这一讨论具体化，设想一个员工数量为10万人、年营业收入为100亿欧元（或者人均收入为10万欧元）的跨国公司。假设收入额的一半（对经济体整体而言，这是一个很典型的比重）是公司对商品和服务的采购额，公司的增加值——可用来支付其直接使用的劳动力和资本的价值部分——为50亿欧元（或人均5万欧元）。对于公司首席财务官（或其副手，比如市场总监及其工作人员）工资的设定，人们原则上会估算其边际生产率，即其对公司50亿欧元增加值的贡献程度：是每年10

万欧元、50万欧元还是500万欧元？要对该问题给出精确、客观的回答几乎是不可能的。诚然，我们在理论上可以用多个首席财务官做实验，每人若干年，以确定不同首席财务官对公司100亿欧元总收入的影响。显然，即便是在最稳定的经济环境下，这种估计也只是一种大致的估计，其误差幅度甚至比我们能想象到的支付的最高工资还要高。^[34]当我们想到外部环境持续不断的变化，公司的性质和每个岗位的具体职能也都在变化的时候，这一实验的想法就更加令人看不到希望。

鉴于以上这些信息和认知上的困难，实际中报酬是如何确定的呢？在实际中，这些报酬通常是由上级领导确定的。最高层的收入是由高管自己或者公司薪酬委员会定的，而薪酬委员会委员的薪酬几乎与大公司高管层的薪酬水平相当。有些公司会要求利益相关者在年会中就高管薪酬进行投票表决，但需要投票表决薪酬的职位非常有限，并未覆盖所有高管人员。既然无法准确估计每个高管人员对公司产出的贡献，那么在此过程中做出的决定就不可避免地具有随意性，而且依赖高层关系和个人的相对议价能力。唯一合理的解释是：那些有权决定薪酬的人天然拥有对自己慷慨的动机，或至少会对自己的边际生产率给出过度乐观的估计。如此行为也是人之常情，尤其是在必要的信息（客观来说）高度不对称的时候。也许我们不该过度指责高管们“将手伸进钱柜里”，但这一比喻或许比亚当·斯密将市场比喻为“看不见的手”还要恰当。实际上，看不见的手并不存在，“完全、纯粹的竞争”也不存在，市场也包含在诸如公司层级和薪酬委员会之类的具体制度中。

这并不意味着高级管理层和薪酬委员会可以无所顾忌地设定他们想要的薪酬水平或选择尽可能高的金额，“公司治理”是各国具体的制度和规则的一部分。这些规则通常是模棱两可、存在缺陷的，但仍有一定的制衡作用。同时，每个社会都有其社会规范，这些规范影响到高管层和利益相关者（或其代理人，通常是诸如财务公司和养老基金一类的机构投资者），以及整个社会的观念。这些社会规范反映出社会对于不同个体对公司产出和经济增长贡献上的总体态度。既然这些问题存在很大不确定性，那么不同国家、不同时期存在观念差异，而且受各国特定历史的影响等也就不足为奇了。很重要的一点是，任何一家公司的运营都很难与其所在国家的主流社会规范相背。

如果没有这样一个理论，我将很难解释我们所观察到的高管薪酬在美国（或英语国家）和欧洲大陆及日本的巨大差异。简言之，美国和英

国的工资不平等增长更快，原因是1970年以后美国和英国的公司对优厚的薪酬方案的容忍程度越来越高。欧洲和日本的社会规范向着同一方向演变，但其变化比美国来得晚（在20世纪80或90年代），因而迄今远没有美国走得快。现今，相比在美国，每年动辄几百万欧元的高管薪酬在瑞典、德国、法国、日本和意大利更加让人震惊。但情况并非一直如此——事实上远非如此：回想一下，美国在20世纪50年代和60年代比法国还要平等，尤其是在工资层级方面。自20世纪80年代以来，情况才变为现在这样，而且所有迹象都表明高管薪酬的变化在世界各国工资不平等演化过程中都起到了关键作用。

超级经理人崛起：社会分化的强大力量

这种从社会规范和社会接受度视角来解释高管薪酬的方法，在逻辑推理上看似有道理，但事实上它只是将困难转到了另一个层次。现在的问题是，这些社会规范从何而来以及如何演变，这显然更多的是社会学、心理学、文化和政治历史问题以及信仰和认知要研究的课题，而不仅是经济学本身的问题。不平等问题的实际是一个更普遍的社会科学问题，而不仅仅是某个具体学科的问题。一个典型例子是（我前面也指出了），20世纪70、80年代笼罩美国和英国的“保守主义运动”带来了对高管超高报酬的更高容忍度，这一运动的发起部分可归结为这些国家感到要被其他国家赶超（即使欧洲和日本战后高增长实际上仅仅是遭受1914~1945年冲击后机械性反弹的结果）。显然，其他因素也起了重要作用。

需要声明的是，我并不是说所有的工资不平等都是由有关公平待遇的社会规范决定的。正如前面指出的那样，边际生产率理论及教育与技术赛跑理论为工资分配的长期演变提供了一种合理的解释，至少是在一定的工资水平内、在一定的精确程度上可以解释。在大多数工资被固定的范围内，技术和技能因素设定了限制水平。但某些具体工作职能（尤其是大公司的高管层）变得越来越难以复制，对任一给定工作的生产率进行估计的误差也就越大。因而，技能 - 技术逻辑的解释力随之弱化，社会规范的解释力随之增强。不过只有极少数的员工受到影响，最多百分之几甚至可能少于1%，这因国家、时期不同而有所不同。

但关键的事实是（这显然不是先验的规律），同20世纪80年代以来

富裕国家表现出的迥然相异的演变一样，前1%人群占总工资的比重会因国家和时期的不同而呈现出明显的差异。当然，我们应该将超级经理人薪酬的激增与公司的规模以及公司内部不断增长的职能部门结合起来看。但大型组织客观复杂的治理问题并不是唯一的问题。高收入的激增或许也可以用某种形式的“精英极端主义”进行解释，这是指，现代社会（尤其是美国）需要将某些基本靠个人才能、而非家庭出身和背景脱颖而出的人指定为“赢家”，并对他们进行极为慷慨的奖励（后面我还会讨论这个问题）。

不管怎样，对高管进行的慷慨重赏是导致财富分配不平等的强大力量：如果收入最高的人群可以为自己设定工资水平（至少一定程度上能），就会引发越来越严重的不平等。我们很难预知这样的过程何时结束。还是前面提到的例子，对于那位在年营业收入为100亿欧元的大公司任职的首席财务官来说，公司薪酬委员会很难突然决定他的边际生产率就是10亿或1亿欧元（即使仅仅因为这将导致无钱支付其他管理层成员的工资）。相比之下，很多人认为100万、1 000万甚至5 000万欧元的薪酬方案都可能是正当合理的（个体边际生产率的不确定性如此之大，以至于无法明确界定）。因此，完全可以想象前1%人群占工资总额的比重在美国可达到15%~20%或25%~30%，甚至更高。

有关公司治理失败的问题，以及合理的生产率无法解释奇高无比的高管薪酬等，都可以找到最有力的证据：通过搜集整理个体企业的数据（各国的国有企业数据），我们会发现，很难用企业业绩来解释所观察到的变动。我们可以考察多种业绩指标，比如销售增长率、利润等，然后将观察到的变动分解成多个其他变动的总和：公司外部原因导致的变动（如一般经济状况、原材料价格冲击、汇率水平变化、同行业其他公司的业绩变化等）和其他非外部变动——只有非外部变动才可以受到公司管理层决策的显著影响。如果高管的薪酬由边际生产率决定，那么可预期的是薪酬的变动将唯一或主要地取决于非外部变动，而与外部变动无关。但我们观察到的实际情况正好相反：恰恰是当销售额和利润增长因外部原因增长时，高管们的薪酬才增长最快。这一点在美国企业表现得尤为明显：伯特兰和穆兰阿坦将这一现象称为“运气薪酬”。[\[35\]](#)

我将在第四部分（见第十四章）再次讨论这个问题，并将这一分析一般化。对“运气薪酬”的偏好程度因国家和时期的不同而千差万别，显然受到税法改革（尤其是最高边际所得税税率变动）的影响，税收制度

要么起到保护性屏障作用（当其很高时），要么是作为导致伤害的诱因（当其很低时）——至少在一定程度上是这样。当然，税法改革本身与关于不平等的社会规范紧密相连，然而一旦运转起来，税法改革就会按其自身的逻辑推进。具体而言，英语国家20世纪90年代以来最高边际所得税税率的大幅降低（尽管在过去不久的几十年里，英国和美国也尝试过近乎没收性质的税收制度，但这注定是不合理的）似乎完全改变了高管薪酬的设定方式，因为高管们现在比过去有更强的动机追求薪酬的大幅上涨。我也分析了这一放大机制催生另一种性质上更政治化的分化力量的路径：最高边际所得税税率的降低导致顶层人群收入的急剧增长，从而反过来增强受益者们在税法改革中的影响力；他们既有动机将最高所得税税率保持在低水平甚至将其进一步降低，也有能力利用手握的大量财富对相关政党、施压群体和智库给予财务支持。

[1] Claudia Dale Goldin and Lawrence F. Katz, *The Race between Education and Technology: The Evolution of U.S. Educational Wage Differentials, 1890–2005* (Cambridge, MA: Belknap Press, 2010).

[2] 见表7.2。

[3] 在国民经济核算的话语体系中，医疗和教育支出被视作消费（内在安康的来源）而非投资，这也是为何说“人力资本”这一用词存在问题的另一原因。

[4] 当然，每个阶段都由若干子时期构成。比如，1998~2002年，每周法定工作时间从39小时减少至35小时，为弥补法定工作时间的减少，最低工资提高了10%，从而保持月工资不变。

[5] 关于联邦所得税，最低工资的立法带来了行政部门与最高法院之间的激烈争论，导致1935年第一部最低工资法被撤销，但罗斯福总统于1938年再次提议最低工资立法并最终取得成功。

[6] 在图9.1中，我将名义最低工资转换成了以2013年价格计算的欧元和美元。名义最低工资请见在线补充图S9.1~S9.2。

[7] 部分州2013年的最低工资标准比联邦最低工资水平要低，如加利福尼亚州和马萨诸塞州的最低工资为每小时8美元，华盛顿州为每小时9.19美元。

[8] 此处汇率为1英镑兑1.3欧元。实际上，英国与法国的最低工资差距更大，因为两国社会保障中雇主支付的部分存在差异（雇主支付部分是总工资的构成部分）。我将在第四部分再次回到这个问题上来。

[9] 不同国家情况差异重大，比如，在英国，很多价格和收入（包含租金、津贴以及某些工资）是按周计算而非按月计算。关于这些问题，见Robert Castel, *Les Métamorphoses de la question sociale: Une chronique du salariat* (Paris: Fayard, 1995)。

[10] 见David Card and Alan Krueger, *Myth and Measurement: The New Economics of the Minimum Wage* (Princeton: Princeton University Press, 1995)。卡德（Card）和克鲁格（Krueger）深入研究了众多相邻国家拥有不同最低工资的案例。在完全垄断情形下，雇主只能在给定的地理区域内雇佣工人（在完全垄断情形下，卖方是唯一的，而非买方是唯一的），雇主会尽可能压低工资。最低工资的提高不会降低就业水平，因为雇主的边际利润率非常高，以至于完全可以雇用全部的求职人员。就业水平甚至可能会提高，因为求职的人会增加。这可能

是因为，在更高的工资水平上，与那些非法活动相比人们更喜欢正式的工作（这是好事）；或者是因为与上学相比人们更喜欢工作（这或许不是好事）。这些正是卡德和克鲁格所观察到的。

[11]特别见图8.6~ 图8.8。

[12]这一事实至关重要，但经常被美国学术界所忽略。除了戈尔丁和卡兹的研究“教育与技术的竞赛”（Race between Education and Technology）外，也可见丽贝卡·布兰科（Rebecca Blank）的近期研究：Changing Inequality（Berkeley: University of California press,2011），该研究几乎完全集中在与大学文凭相关的收入差异的演变（以及家庭结构的演变）这一问题上。拉古拉姆·拉扬（Raghuram Rajan）的Fault Lines（princeton: princeton University press,2010）一书也似乎确信，与大学相关的不平等演变比“最高1%”人群的收入激增（这是不正确的）意义更重大。原因很可能是，劳动和教育经济学家们常用的数据无法对最高1%收入的超常表现做出充分的衡量（我们需要税收数据来弄清楚实际情况）。与税收数据相比，调查数据具有包含更多社会人口学数据（包括教育数据），但调查数据所基于的数据样本相对较小，并存在受调查对象个人特征影响的众多问题。最理想的办法是将两类数据结合在一起使用。有关这些方法论问题，见在线技术附录。

[13]需要指出的是，图9.2以及后续各图中的曲线未考虑资本收益（我们无法持续衡量各国资本利得水平）。由于美国的资本收益是很重大的部分（考虑资本收益后，21世纪头10年前1%人群的收入占国民收入比重超过了20%），因而实际的差异比图9.2显示的还要大。见在线补充图S9.3。

[14]新西兰几乎沿着与澳大利亚类似的轨迹。见在线补充图S9.4。为了保持图的简洁，我仅列出了部分国家及部分可获取的数据序列。有兴趣的读者请见在线技术附录或WTID数据库以获取更完整的数据序列。

[15]诚然，若考虑资本收益，则前1%人群的收入占国民收入的比重将达到9%，因为瑞典的资本收益在1990~2010年是很高的。见在线技术附录。

[16]WTID数据库中的所有其他欧洲国家，即荷兰、瑞士、挪威、芬兰和葡萄牙，都与可观察到的欧洲大陆国家的演变特征相类似。请注意，我们拥有南欧国家的完整数据。西班牙的数据序列可追溯至1933年，这一年西班牙形成了所得税，但中间有几处数据中断。意大利的所得税于1923年形成，但完整的数据直到1974年才有。见在线技术附录。

[17]2000~2010年美国收入最高0.1%人群所占比重超过8%（不考虑资本利得）或12%（考虑资本利得），见在线技术附录。

[18]因此法国和日本的“前0.1%”人群的收入从全国平均收入水平的15倍上涨到25倍，而美国的“前0.1%”人群的收入从全国平均收入水平的20倍上涨到100倍。这几个数量级只是估计值，但让我们更直观地感受这一现象，并且将国民收入比重与经常被媒体引用的薪酬情况联系起来。

[19]“前1%”人群的收入明显要低：根据定义，1%人群的收入占国民收入比重为10%，意味着这1%人群的平均收入比全国平均水平高出10倍（前1%人群的收入占国民收入比重为20%，意味着这1%人群的平均收入比全国平均水平高出20倍，以此类推）。帕累托系数（我将在第十章介绍该系数）使我们能将前10%、前1%和前0.1%关联起来：在相对平等的国家（如20世纪70年代的瑞典），前0.1%人群的收入仅为前1%人群收入的两倍，所以，前0.1%的收入占国民收入的比重仅为前1%的收入所占比重的1/5。在高度不平等的国家（如2010年的美国），前0.1%人群收入是前1%的人群收入的4~5倍，前0.1%人群的收入占国民收入的比重为前1%人群的收入所占比重的40%或50%。

[20]取决于是否包括资本收益，见在线技术附录。

[21]详见表5.1。

[22]对于瑞典和丹麦的情况，我们发现在1900~1910年的有些年份，前1%人群的收入占国民收入比重达到25%，高于同期的英国、法国和德国（这些国家的最高水平接近22%或23%）。然而，受数据所限，我们很难断定这些差异是否重大。见在线技术附录。

[23]在拥有不同水平的收入构成数据（与上一章图8.3~ 图8.4，和图8.9~ 图8.10）展示的美国和法国数据相似的国家中，我们发现了类似的情况。

[24]采用年度数据序列绘制的曲线图，见在线补充图S9.6。其他国家的数据序列相似，并同样可见在线附录。

[25]图9.8仅展示了图9.7中4个欧洲国家的算术平均值。这4个欧洲国家很能代表欧洲的多样性，如果我们将其他有数据的北欧和南欧国家包含进来，或用每个国家的国民收入对均值进行加权，所得曲线也不会发生太大变化。

[26]有兴趣的读者可参考我和安东尼·阿特金森于2007年和2010年共同发表的23国案例研究：Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast Between Continental European and English-Speaking Countries (Oxford: Oxford University press, 2007), and Top Incomes: A Global Perspective (Oxford: Oxford University press, 2010)。

[27]严格地说，中国在1980年以前没有所得税，因而无法对中国在整个20世纪进程中的收入不平等演变情况加以研究（这里的数据序列从1986年开始）。在哥伦比亚，迄今为止我收集的税收记录仅能追溯到1993年，但所得税在此之前早就存在，我们最终完全有可能找到更早期的数据（历史税收记录档案在很多南美国家组织得十分混乱无序）。

[28]正在进行的项目清单可在WTID中获得。

[29]当数字税务档案可访问时，计算机化自然会带来信息源的改善。但若这些税务档案被拒绝访问或者索引效果不佳（这是经常发生的），那么纸质统计数据的缺乏将会损害我们对所得税数据的“历史记忆”。

[30]所得税越是接近纯粹的比例税，越是不需要各个收入层级的详细数据。在第四部分，我将讨论税制本身的变化。这里的观点是，这样的变化对我们的观察工具有影响。

[31]图9.9中2010年的数据是基于十分不完备的企业经理人报酬数据，因而只是初步的近似估计。见在线技术附录。

[32]见abhihit Banerjee and thomas piketty, “top indian incomes, 1922~2000,” World Bank Economic Review 19, no. 1 (May 2005): 1-20。同时请见a. Banerjee and t. piketty, “Are the Rich Growing Richer? Evidence from indian tax Data,” in angus Deaton and Valerie Kozel, eds., Data and Dogma: The Great Indian Poverty Debate (New Delhi: Macmillan india ltd., 2005): 598-611。在1990~2000年“黑洞”本身几乎占到了印度总体增长的一半：根据国民经济核算数据，人均收入每年增长4%，但家庭调查数据却显示仅增长2%，因而这一问题是很重要的。

[33]见在线技术附录。

[34]事实上，信息不对称情形下最优实验经济模型的主要结果（基本上是显而易见的结果），只要实验的成本是高昂的，则代理人（这里指公司）将没有兴趣去寻求完全信息（而且在做出最终选择前试验几个首席财务官的成本是高昂的），尤其是当该完全信息对公众的价值大于其对代理人的个人价值时。参考书目见在线技术附录。

[35]见Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, “are CEOs Rewarded for luck? the Ones without principals are,” Quarterly Journal of Economics 116, no. 3 (2001), 901-932。也请见lucian Bebchuk and Jesse Fried, Pay without Performance (Cambridge, Ma: Harvard University press, 2004)。

第十章

资本所有权的平等

我们将视角转向财富不平等及其历史演变进程。这一问题很重要，因为财富不平等的缩小及其中相应收入的减少，是20世纪上半叶总收入不平等缩小的唯一原因。如前所述，在1900~1910年和1950~1960年，无论是法国还是美国，劳动收入的不平等始终没有呈现出结构性递减的趋势（这与库兹涅茨理论的乐观估计相左，即劳动力将从较低报酬的工种逐步转移至较高报酬的工种），而且收入不平等大幅缩小的根本原因在于资本收入的锐减。同时，根据我们所掌握的材料，所有其他发达国家也存在同样的现象。^[1]因此很有必要理解财富不平等缩小趋势的具体表现及其原因。

这个问题尤为重要，是因为当前随着资本/收入比的提高以及经济增长速度的放缓，资本所有权日益成为人们关注的中心话题。财富差距可能不断拉大，这在长期来看会产生很多问题。在某些方面，它甚至比超级经理人和其他人之间不断扩大的收入差距更令人担忧，因为后者迄今为止还只是一个特定区域内的现象。

高度集中的财富：欧洲和美洲

在第七章就已论述过，财富分配以及相应资本收入的分配，总是要比劳动收入的分配更加集中。在所有已知社会的所有时期，最穷的那一半人口几乎可以说一无所有（仅拥有总财富的5%），而财富等级中前10%的人群拥有绝大多数的社会财富（一般占到总财富的60%，有的甚至达到90%），而中间那40%的中产阶层则拥有总财富的5%~35%。

^[2]我也注意到了“世袭中产阶层”的出现。这个中间阶层要比最穷的一半人富裕些，大致拥有社会总财富的1/4~1/3。毫无疑问，这个中间阶层的出现是影响长期财富分配的最为重要的结构性转变因素。

为什么会发生这种结构性转变呢？为了回答这一问题，我们首先需

要更细致地考察一下历史。财富不平等何时开始缩小，怎么缩小的？坦白地说，因为许多必要的资料（主要是遗嘱类记录）并不总是可获得的，我无法像研究收入不平等那样，对那么多国家财富不平等的历史演变进行研究。我们只对4个国家做了相对完整的历史估计：法国、英国、美国和瑞典。这4个国家的历史演变是相当清晰而一致的，所以我们可以据此探讨一下欧洲和美国历史轨迹的异同。^[3]此外，相对于收入数据，财富数据有一个巨大的优势：在某些情况下，我们可以回溯到更远的年代。现在让我们逐个考察已做了详尽分析的这4个国家。

法国：私人财富的瞭望台

法国的情形非常有意思，它是唯一一个保存了真正同质的历史资料的国家，据此我们就可以探究18世纪至今连续不断的财富分配状况。1791年，在贵族的财政特权被废除之后不久，不动产税和赠予税开征。这是那个年代里令人称奇的改革措施，其引人注目之处在于该税种的适用范围。不动产税的适用范围之广表现在三个方面：第一，它适用于所有类型的财产：农地、城市和农村其他不动产、现金、公共和私人债券、其他类型的金融资产（如股份、合伙关系）、设备、贵重物品等；第二，它适用于所有财富拥有者，无论是贵族还是平民；第三，它适用于所有财富规模，无论大小。另外，这种根本性变革的目的不仅仅在于充实新政权的金库，也帮助政府登记所有财富的转移情况，无论是以遗产（所有权人死亡时）还是赠予（生前）的方式转移，从而保证他们充分行使自身的财产权利。按照官方的说法，不动产税和赠予税始终（从1791年至今）归属在“登记费”的大类中，具体是在“转让费”类别中。这包括了对自由转让的评估收费，或是对通过遗产或赠予方式进行的“无对价”的财产所有权转让的收费，还包括了对“有对价”的财产所有权转让（即换取现金或其他有价标的物的转让）的收费。这一法律的目的是让每一位财产所有者，无论财产规模大小，都可以登记其所有权，并据此有保障地享有其财产权利，包括在遇到困难时向政府机构求助的权利。这样一来，一个相当完整的财产权登记体系于18世纪90年代末、19世纪初建立了起来，其中包括至今仍保存完好的房地产地籍册。

在本书的第四部分，我将对其他国家不动产税的历史做更多的阐述。这里，我们主要关注的是税收的历史渊源。其他大多数国家直到19世纪末或20世纪初才建立起与法国类似的房地产和赠予税体系。比如英

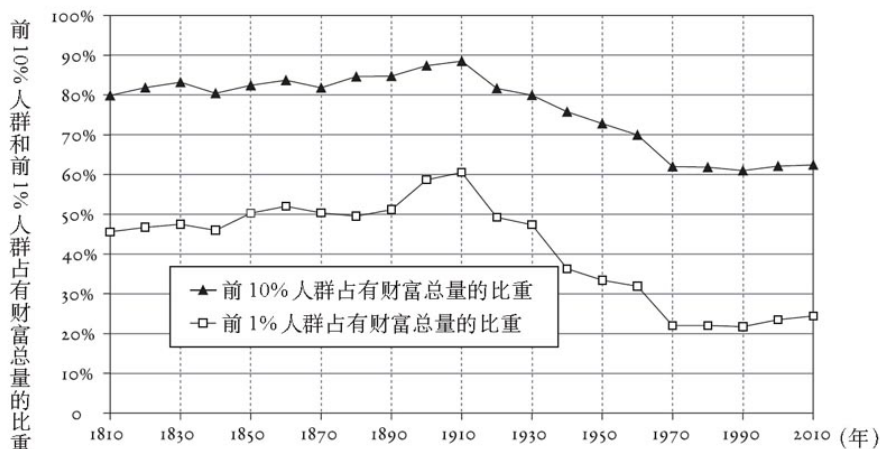
国，1894年的改革统一了之前有关不动产、金融资产以及个人财产转让交易的税收，但覆盖所有类型财产的遗嘱统计资料只能追溯到1919~1920年。而在美国，联邦不动产税和赠予税直到1916年才设立，而且只覆盖了极少数人口（尽管在一部分州确实存在覆盖更广泛人口的税种，但税种的成分混杂）。因此，很难去研究这两个国家在“一战”前财富不平等的演变。诚然，可以找到许多遗嘱文件和不动产详细目录的资料，但这些资料大部分是私人记录，针对的是特定群体和特定财产类型，很难从中提炼出一般性结论。

这非常遗憾，因为“一战”对财富及其分配是一个巨大冲击。研究法国案例的一个主要原因在于，我们可以将这一关键的转折点放到更长的历史时段中去分析。1791~1901年，不动产税和赠予税是严格按比例征收的：会依据血缘关系远近而不同，但无论转移数量多少，税率一律相同，而且通常很低（大致为1%~2%）。经过1901年一场冗长的议会辩论后，累进税制得到初步应用。法国政府早在19世纪20年代就开始发布详细统计数据，记录每年遗产和捐赠的数量。到1901年开始依照房产大小编制各类统计资料，从那时起直到20世纪50年代，这些资料变得越来越复杂（包括按年龄、房产大小、财产类型等分类的各种交叉表）。1970年以后，电子文件变得方便易得，我们从不动产税和赠予税档案资料中提取了特定年份的代表性样本，因而数据范围扩展到了2000~2010年。除了由税务部门直接记录的、有关过去两个世纪的丰富资料外，我与波斯特·维奈和罗森达尔还一起整理了几万份个人申报数据（自19世纪早期以来始终完好无损地保存在国家和相关部门的档案室里），以构建一个涵盖1800~1810年和2000~2010年两个10年的大样本数据集。总之，法国的遗嘱记录为我们考察财富积累与分配问题，提供了异常丰富和翔实的资料。[\[4\]](#)

世袭社会的蜕变

图10.1展示了1810~2010年财富分配的演变。[\[5\]](#)第一个结论是，在1914~1945年的一系列冲击之前，资本所有权不平等并未呈现明显缩小的趋势。实际上，资本的集中度在19世纪有轻微上涨的趋势（在已经很高水平的基础上），在1880~1913年甚至出现了螺旋式加速上升的特征。19世纪初，财富层级中前10%人群拥有的财富占总财富的比重已经达到了80%~85%，到20世纪初升到了90%。1800~1810年间，前1%

人群独自占有国民财富的45%~50%，这一比重在1850~1860年超过了50%，到1900~1910年达到了60%。[6]

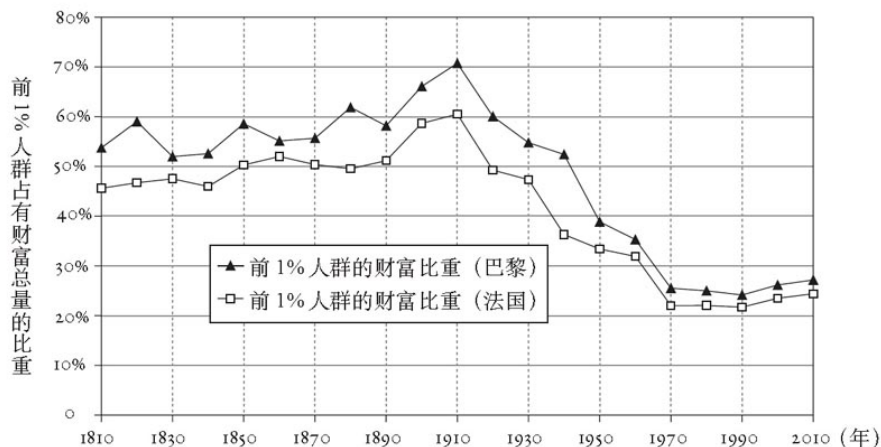


前10%人群在1810~1910年拥有财富总量的80%~90%，在今天只有60%~65%。

图10.1 1810~2010年法国的财富不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

今天回顾这些历史数据，我们不得不为“美好年代”时期法国的财富集中度感到震惊，无论法兰西第三帝国的经济和政治精英们如何花言巧语、粉饰太平。1900~1910年巴黎仅居住着全国1/20的人口，却占有着1/4的总财富，财富集中度很高，而且在“一战”前的10年里似乎毫无节制地持续上涨。19世纪，巴黎约2/3的人口没有给后代留下任何财富（法国其他地区的这一比例是1/2），这里也是巨额财富集中之处。前1%人群的财富比重在19世纪初大约为55%，到前1880~1890年升至60%，到“一战”前夕达到70%（见图10.2）。看着这些趋势线，人们很自然地会想：如果没有战争，财富的集中度究竟会上升到多高？



“一战”前夕，巴黎前1%人群拥有财富总量的70%。

图10.2 1810~2010年巴黎以及法国收入不平等的比较

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

遗嘱记录数据也显示，整个19世纪，每一年龄组内部的财富分配不平等状况与整个国家的状况几乎一样。注意，图10.1和图10.2（以及之后的图示）中的估算，反映的是每一时期在世的成人人口的财富不平等状况；对于在该时期故去的人群，我们以他们死亡时的财富为测算基准，同时根据他们死亡时所属年龄段的人群数量作为换算依据，来调整不同年龄段财富分布的最终估计结果。实际上，这并没有多大差别：生者的财富集中度只比死时的财富不平等程度略高几个点，而二者随时间演变的特征几乎相同。[7]

18世纪直到法国大革命前夕，法国的财富集中度到底有多高呢？由于缺少可与经革命运动创造出的遗嘱记录相媲美的数据资料（对于法国的旧制度时代，我们只有一些不可比的、不完整的私人数据集，而英国和美国直到19世纪晚期才有数据），我们难以做出精确的比较。然而，所有迹象都表明，私人财富的不平等程度在1780~1810年出现了轻微下降，原因主要包括农地的重新分配以及大革命时期对公共债务的废除，还有对贵族财富的其他冲击。前10%人群的财富比重在1789年前夕甚至超过了90%，而前1%人群的比重达到或超过了60%，这些都是可能的。另一方面，对贵族的10亿法郎补偿（即为补偿大革命时期充公的土地而支付给贵族的10亿法郎）以及贵族在政治上重新掌权，使君主立宪时期（1815~1848年）旧的财富秩序得以重新构建。事实上，遗嘱数据揭示了巴黎前1%人群中贵族所占的比重，在1800~1810年仅占15%，到

1840~1850年逐步上升到30%，而1850~1860年开始出现了不可阻挡的下降，到1890~1900年降到了不足10%。[\[8\]](#)

然而，我们不应过分强调由法国大革命带来的变化。除1780~1810年财富不平等程度下降、1810~1910年（尤其是1870年之后）逐步上升以外，最为显著的变化是整个18、19世纪里，资本所有权的不平等始终相对稳定地保持在极高的水平上。在这一时期，前10%人群始终占有总财富的80%~90%，前1%人群的比重为50%~60%。正如我在本书第二部分指出的那样，从18世纪到20世纪初，资本的结构已经完全转型（土地资本几乎完全被产业和金融资本以及不动产所替代），但财富总量（以年度国民收入衡量）却保持相对稳定。特别是，法国大革命对资本/收入比的影响甚小。如前所述，大革命对财富分配的影响也较弱。1810~1820年，也就是高老头、拉斯蒂涅和维多莉小姐所处的时代，财富分配状况要比旧制度下略好，但二者的差异非常小：无论是大革命之前还是之后，法国都是一个资本高度集中的世袭制社会。在这样一个社会里，继承和婚姻是两个很关键的因素。通过继承或者婚姻得到的高额财富给人带来的舒适度，靠工作或学习是难以获得的。在“美好年代”，财富集中度要比伏脱冷教导拉斯蒂涅的时期还要高。然而，底层社会的法国是始终如一的，无论是在旧制度下还是法兰西第三共和国时期，不平等的基本结构都大致相同，即使这期间发生了巨大的经济和政治变迁。

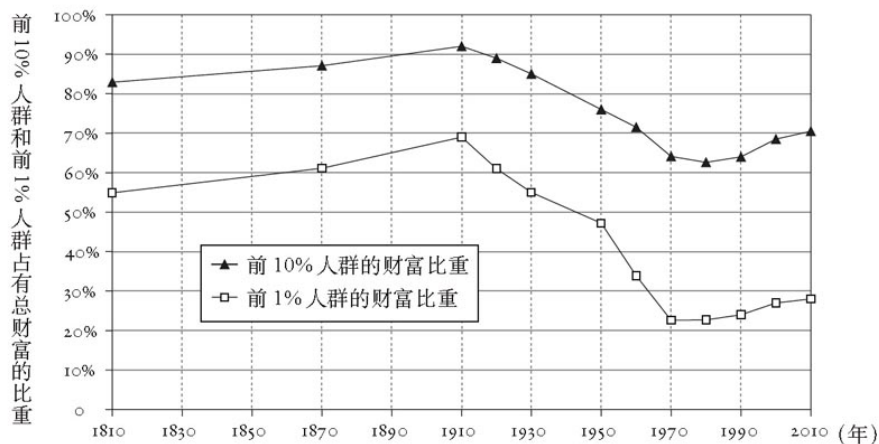
我们通过遗嘱记录数据观察到，20世纪里前10%人群占有财富比重的下降，几乎全部由中间阶层40%的人群受益，而最穷的50%人群的比重基本没有增长（保持在不足5%的水平上）。纵观19、20世纪，底层那一半人群的净财富实际为零。具体而言，我们发现，对于财富分布中最穷50%人群中的个体来讲，他们在去世时没有任何不动产或金融资产可以传给后人，仅有的一点儿财富也都完全用于丧葬支出或者偿还债务（此时，继承人通常选择放弃继承遗产）。整个19世纪直至“一战”前夕，巴黎超过2/3的人在去世时都处于上述境地，而且没有出现变化的苗头。高老头就属于其中的一员，他在被女儿抛弃、一贫如洗的状况下死去：他的房东伏盖夫人向拉斯蒂涅催讨高老头欠的债，而拉斯蒂涅也必须支付丧葬费用，这已经超过他的个人财产价值了。19世纪，大概一半的法国人去世时都是这样的状况，没有财产传给下一代，甚至净财富为负，而且这一比例在20世纪几乎没有改变。[\[9\]](#)

“美好年代”欧洲的资本不平等

欧洲其他国家可获得的数据不尽完善，但也很明确地显示出，18、19世纪直至“一战”前夕，财富极端集中的状况一直是整个欧洲而不单单是法国的现象。

我们搜集到了英国1910~1920年详尽的遗嘱数据，这些记录已被很多研究者（最著名的是阿特金森和哈里森）深入研究过了。我们使用最近所做的一些估算，结合彼得·林德对1810~1870年进行的更可靠的但口径有所差异的估计（依照不动产目录样本），将上述遗嘱资料进行了补充。我们发现，英国的整个演变轨迹与法国的情形非常相似，尽管英国不平等的程度总是要稍高些。前10%人群占有财富总量的比重在1810~1870年为85%，到1900~1910年超过了90%。前1%人群占有的比重则从1810~1870年的55%~60%上升到1910~1920年的70%（见图10.3）。英国的资料并不完整，尤其是19世纪，但大致的数量级很明确：19世纪英国的财富是高度集中的，而且在1914年之前没有显现出财富集中度下降的态势。站在法国的角度来看，最令人吃惊的事实是，“美好年代”英国资本所有权的不平等程度仅比法国略高一点，尽管当时的第三共和国的精英们喜欢将法国描绘为一个平等的国家（与海峡对岸的君主立宪制邻居英国相比）。由此看来，政治体制显然对两国的财富分配状况影响不大。

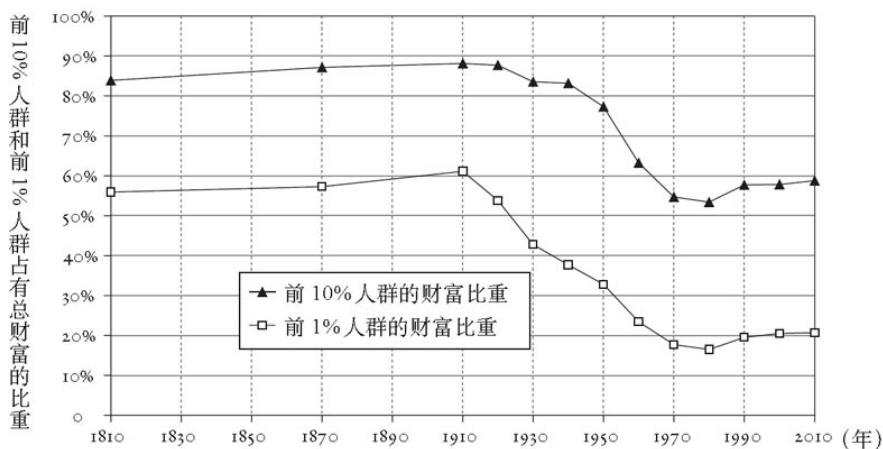
在瑞典，从1910年起可获得的数据非常丰富，奥尔松、罗伊内和沃登斯通等人最近使用了这些数据，我们也对1810~1870年的情况进行了估算（具体由李·索托负责执行），发现其演变轨迹与我们在法国和英国观察到的情况非常相似（见图10.4）。事实上，瑞典的财富数据证实了我们从收入报表中已经发现的特征：瑞典在结构上并不像我们想象的那样是一个平等主义国家。可以肯定的是，瑞典1970~1980年的财富集中度是其整个历史数据中的最低水平（约50%的财富为前10%人群所拥有，略高于15%的财富为前1%人群拥有）。然而，这种不平等程度仍然相当高。更重要的是，20世纪80年代以来，其不平等程度已经显著扩大（2010年，仅略低于法国）。此外，值得强调的是，1900~1910年瑞典的财富集中度与法国和英国相当。在“美好年代”，所有欧洲国家的财富是高度集中的。为何会这样？为何经过20世纪就发生了如此大的变化？理解这些问题非常重要。



前10%人群在1810~1910年占有财富总量的80%~90%，今天则是70%。

图10.3 1810~2010年英国的财富不平等前

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



前10%人群在1810~1910年拥有财富总量的80%~90%，今天则是55%~60%。

图10.4 1810~2010年瑞典的财富不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

另外需要注意的是，我们在19世纪之前的大多数社会阶段也发现了财富高度集中的情况（前10%人群占有80%~90%的财富，而前1%人群则占有50%~60%），除了中世纪和之前的古代，这一情形尤其发生在现代的传统农业社会里。我们手头的数据资料并不完备，无法进行精确的比较或研究时间演变特征，但我们得到了总财富中（尤其是农地数量）前10%人群和前1%人群占有比重的大致数量级水平，基本上接近

世袭中产阶层的出现

本章余下部分主要关注三个问题。为什么财富的不平等程度会如此极端，并在第一次世界大战前不断上涨？为什么虽然21世纪初的财富水平像20世纪初一样繁荣起来（如资本/收入比的变化所示），但今天的财富集中度却明显低于其历史最高纪录？这种态势是不可逆的吗？

事实上，第二个问题的答案在图10.1展示的法国数据中已有体现。那就是，财富的集中度（包括资本收入的集中度）再也没有从1914~1945年的一系列冲击中完全恢复过来。前10%人群占财富总量的比重，1910~1920年达到90%，而1950~1970年下降到60%~70%；前1%人群的比重下降得更快，从1910~1920年的60%骤降到1950~1970年的20%~30%。和“一战”前的趋势相比可知，下降幅度是清晰而巨大的。可以肯定的是，财富的不平等程度在1980~1990年再次开始加深，金融全球化使我们越来越难以在一国的框架内衡量财富及其分布状况：21世纪的财富不平等状况越来越需要从全球的视角进行测度。尽管有这么多种不确定性，但可以确定，今天的财富不平等程度明显低于一个世纪之前：当前前10%人群所占财富比重约为60%~65%，仍旧相当高，但明显低于“美好年代”时的水平。二者间的根本差别在于出现了世袭中产阶层，他们大约占有1/3的国民财富——一个相当重要的数额。

目前可得的其他欧洲国家的数据印证了这是一个普遍现象。在英国，前10%人群占有的比重从“一战”前夕的90%以上，下降到20世纪70年代的60%~65%；现在大约为70%。前1%人群的财富比重在20世纪的一系列冲击下急剧下降，1910~1920年接近70%，1970~1980年降到略高于20%，现在又升至25%~30%（见图10.3）。在瑞典，资本所有权始终没有英国那么集中，但整体的变化轨迹是相当类似的（见图10.4）。在上述每一国的案例中，我们都发现最富裕的10%人群失去的比重，基本是由“世袭中产阶层”（即收入层级中的中间40%）承接了，而没有流向最穷的那一半人口（他们的财富比重始终很小，大致在5%的水平，即使在瑞典也从未超过10%）。而在英国，我们发现最富有的1%人群失去的比重，通常也是流向前10%人群中其余那9%的人。将国家层

面的特性先放在一边不谈，我们发现各个欧洲国家间整体上的相似性是非常惊人的。主要的结构性变化就是中间阶层的出现，这一阶层由那些管理自有资本的个人组成，几乎占了人口的一半。他们的资本相当充足，合起来可以占到国家总财富量的1/4~1/3。

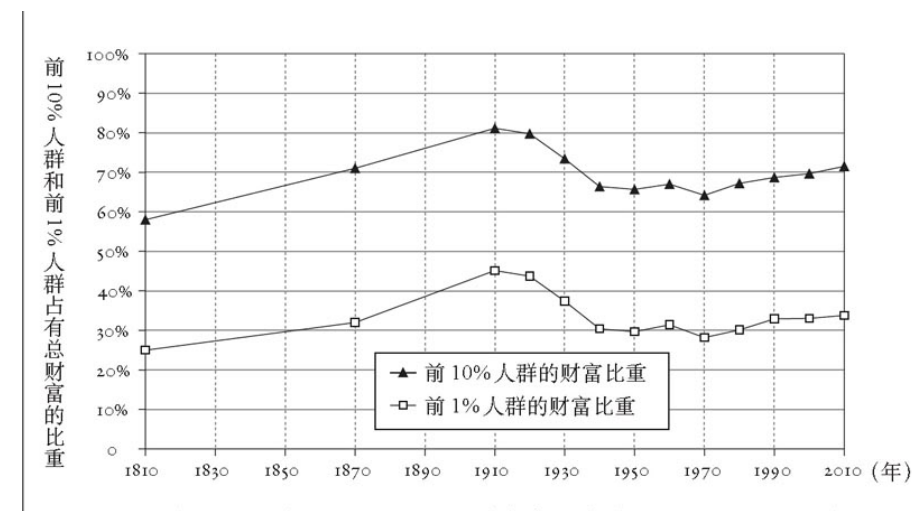
美国的财富不平等

现在我们把目光投向美国。我们依据的同样是20世纪头10年至今的遗嘱记录，这些已被研究者们充分研究过了（特别是兰普曼、科普克朱克和赛斯）。肯定的是，对于这些数据的使用需要特别注意，因为联邦不动产税只覆盖了人口中的一小部分。然而，除遗嘱数据外，还有一些补充资料：一是美联储自20世纪60年代以来开始的详细财富调查数据（尤其是被阿瑟·凯尼克尔和爱德华·沃尔夫所使用）；二是基于不动产目录对1810~1870年的粗略估计，以及被艾丽斯·汉森·琼斯和李·索托分别采用的财富普查数据。[\[11\]](#)

欧洲和美国的财富演变轨迹存在几个重要的差异。一是美国1800年左右的财富不平等程度似乎并不比瑞典1970~1980年的程度高多少。因为美国是一个新建国家，其人口主要是由移民构成，他们携带少量财产甚至一无所有地来到了新大陆，上述结果也就不足为奇了：移民们尚未有足够的时间让财富积累或集中起来。不过，这里的数据还存在很多待完善之处，北部各州（数据结果显示其不平等程度要低于瑞典1970~1980年的水平）和南部各州（不平等程度与同期的欧洲水平相近）之间存在着一些差异。[\[12\]](#)

可以确定的是，经过了19世纪，美国的财富日渐集中。1910年，美国的资本不平等程度非常高（尽管还是明显低于欧洲）：前10%人群占有总财富的80%，而前1%人群占到大约45%（见图10.5）。有意思的是，新大陆的不平等程度似乎在追赶着旧欧洲，这一情况让当时的美国经济学家们担心不已。维尔福德·金的一本关于1915年美国财富分配的著作——对这一问题的第一个系统性研究——特别指出了这一点。[\[13\]](#)从今天的视角来看，这似乎很奇怪：几十年来我们都已接受了美国比欧洲更为不平等的观点，甚至美国人也以此为荣（人们通常认为不平等是创业活力的先决条件，并责难欧洲是苏联式平均主义的避难所）。然而，100多前，观念和现实都恰恰相反：众所周知，新大陆生来就比旧欧洲

更加平等，而且这种差异也是美国人引以为豪的资本。19世纪末著名的“镀金时代”，美国一些实业家和金融家（比如约翰·洛克菲勒、安德鲁·卡内基和约翰·摩根）积累起前所未有的财富，许多美国观察家警觉到这个国家正在失去它具有的开创性的平等精神。当然，这种精神在一定程度上只是一个神话，但它在过去与欧洲财富集中度的比较中也确实得到了证实。在第四部分我们将看到，一定程度上正是基于这种恐惧心理（变得越来越像欧洲），1910~1920年美国才倡导对高额财富征收非常高的累进税（这被认为不符合美国的价值观），并对过高收入征收累进所得税。说得婉转些就是，经过20世纪的洗礼后，人们对不平等、再分配的观念以及国家的认同感已经发生了很大的变化。



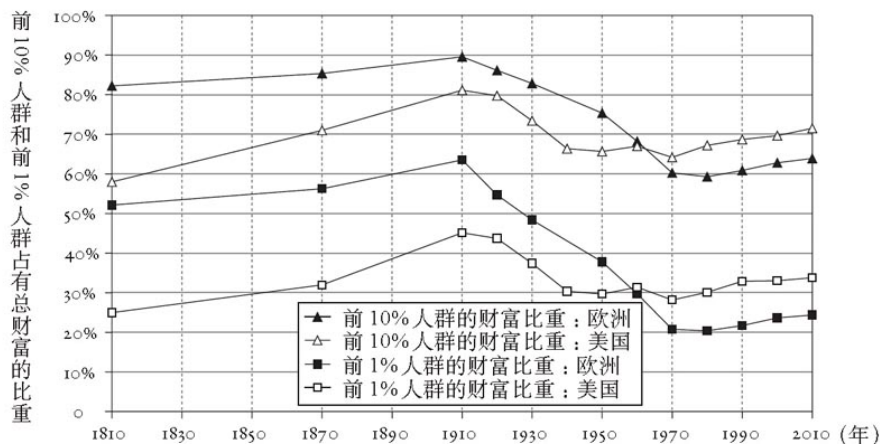
前10%人群在1810~1910年约占有财富总量的80%，今天则是75%。

图10.5 1810~2010年美国的财富不平等

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

和收入不平等一致，美国的财富不平等在1910~1950年逐步下降，但下降幅度要比欧洲小：当然它本来起点就低，受到的战争冲击也相对较小。截至2010年，前10%人群的财富比重超过了70%，前1%人群的财富比重接近35%。[14]

最终，20世纪美国财富集中度的下降非常有限：前10%人群的财富比重从80%降到了70%，而欧洲则是从90%降到60%（见图10.6）。[15]



20世纪中叶以前，欧洲的财富不平等程度比美国要高。

图10.6 1810~2010年欧洲与美国财富不平等的比较

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

欧洲和美国不平等的演化过程有很明显的差异。在欧洲，20世纪发生了社会的彻底转型：财富的不平等，在“一战”前夕还与法国大革命前的旧制度时期水平相当，但在整个20世纪降到了前所未有的低水平，低到近一半人口可以得到一定数量的财富并首次拥有了一定比重的资本。这部分解释了1945~1975年席卷欧洲的那股浪潮。当时人们感觉资本主义已经被打败，不平等和阶级社会的时代已经过去了。这也解释了为什么欧洲人难以接受这看似不可避免的社会进步竟在1980年之后慢慢停止，以及他们仍在期盼资本主义的妖魔鬼怪何时能够被收回到瓶子中。

在美国，人们的观念则截然不同。在某种意义上，（白人）世袭中产阶级在19世纪已经存在。这一阶层在“镀金时代”遭受挫折，20世纪中叶重获新生，1980年后遭受二次挫折。这种上下摇摆的模式在美国的征税历史中有所体现。在美国，20世纪并不是一个朝着社会正义大踏步前进的世纪。事实上，今天财富的不平等程度要比19世纪初还要高。因此，“逝去的美国天堂”与这个国家的起源紧密相关：人们存有对波士頓倾茶事件时代的怀旧情结，而不是怀念“辉煌30年”，以及以国家干预来遏制资本主义过度发展的鼎盛时期。

财富分化的机制：历史上的 r 和 g

现在我来解释一些已观察到的事实：19世纪到“一战”前欧洲财富的高度集中，1914~1945年系列冲击后财富不平等的大幅缩小，以及财富集中度迄今为止没有回到过去欧洲的历史纪录水平。

多重机制在这里发挥了作用，而且据我所知，并无证据能帮助我们精准得到整个过程中各个机制的作用大小。然而，我们可以使用可获得的数据及分析，对不同机制的作用予以排序。以下就是我们从已知情况中提取出的主要结论。

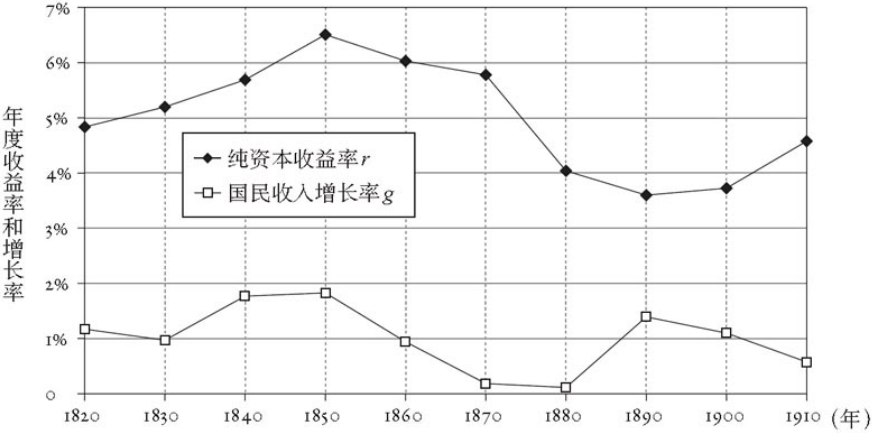
在传统农业社会以及很大程度上“一战”前的所有社会里（新大陆的开创性社会形态是个例外，基于很明显的原因，它们是很特殊的，并不能代表其他国家，也不能代表长期的情况），财富过于集中的主要原因是：这些社会的发展特征是低速增长，其资本收益率明显持续地高于经济增长率。

对于这两个数值的差距如何导致财富集中，我在导言部分已简要做了介绍，其作用机制如下：假设一个低速增长的世界（比如每年增长0.5%~1%，18、19世纪之前世界各地都是这种情况），资本收益率维持在每年4%~5%的水平，因而比经济增长率高得多。具体地说，这意味着，即使没有劳动收入，只将过去积累的财富再资本化就可以比经济增长快得多。

比如，如果 $g = 1\%$ ， $r = 5\%$ ，节约下 $1/5$ 的资本收入（消费掉剩下的 $4/5$ ）就已足够保证从上一代继承下来的资本可以与经济增速保持一致。如果财富足够多，不必消耗完每年的租金就可以过得很好，从而有更多的储蓄，那么财富的增长将快于经济的增长，即使没有从劳动中得到收入，财富的不平等也会有扩大的倾向。基于严格数学意义上的考虑，这些条件对于“继承社会”走向繁荣是很理想的——这里的“继承社会”是指财富的集中度非常高，巨大的财富持续不断、代代相传的社会。

注意：巧的是，这些条件存在于整个历史时期的很多社会阶段中，尤其是19世纪的欧洲。如图10.7所示，1820~1913年的法国资本收益率（平均为5%）显著高于经济增长率（约1%）。资本收入占国民收入的比重接近40%，省下其中的 $1/4$ 就足以达到大约10%的储蓄率（见图10.8）。这就足够让财富增长得比收入更快，导致财富的集中度上升。下一章我将展示，这一时期的多数财富确实来自继承，抛开那一时期的经济活力和惊人的金融复杂度，这种继承资本的支配地位可以由一个基

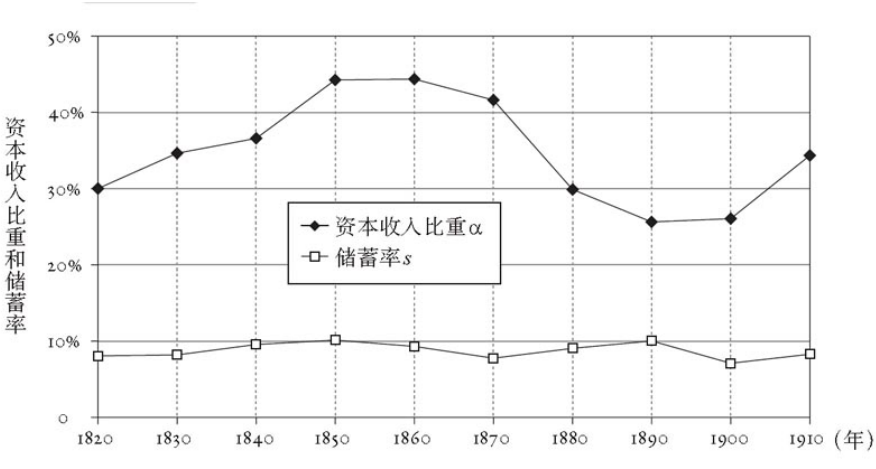
本不等式 ($r > g$) 的动态效应来解释：非常丰富的法国遗嘱数据能帮助我们在这一点上做得相当精确。



1820~1913年，法国的资本收益率比增长率高出很多。

图10.7 1820~1913年法国资本收益率和经济增长率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



1820~1913年，法国的资本收入占国民收入的比重比储蓄率要高得多。

图10.8 1820~1913年法国的资本比重和储蓄率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

为何资本收益率会高于增长率？

我们继续探索上述论点的逻辑。资本收益率系统性地高于经济增长

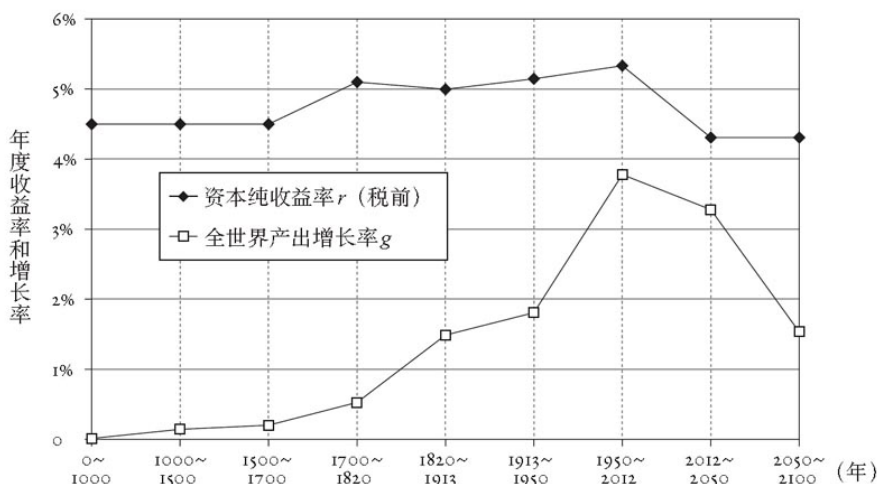
率是否存在更深层次的原因？首先声明一下，这里的阐述是将其作为一个历史性的事实，而并非作为逻辑上的必然。

r 在长时期内都高于 g ，这是一个无可争辩的历史事实。许多人第一次听到这一观点时会很惊讶，并疑惑为什么会这样。要说服自己相信 $r > g$ 确实是历史事实，我们认真看接下来的论述。

本书的第一部分已经指出，经济增长在人类历史的大部分阶段近乎为零：结合人口增长和经济增长，可以说年度经济增长率从古代到17世纪从未长时间超过0.1%~0.2%。虽然存在很多历史不确定性，但显然确定的是，资本收益率始终远远高于这一数字：长期观察得到的中间值是每年4%~5%。特别是，这是大多数传统农业社会里农地的收益率。即使我们退一步，将资本的纯收益率降到一个相当低的水平——比如说，我们接受很多农地所有者多年来强调的那种观点，即管理大量财产并非容易之事，所以上述资本收益实际上还包含对财产所有者自身投入的高技能劳动的报酬——我们仍可得到每年至少2%~3%的最低资本收益率（我认为这不是实际情况，过于低了），但这仍比0.1%~0.2%的经济增长率要高得多。因此，纵观人类发展历史，一个无可撼动的事实就是，资本收益率至少是产出（及收入）增长率的10~20倍。实际上，这一事实很大程度上恰恰是社会发展的根本动力所在：正是基于这一点，有产阶层才可致力于发展除谋生以外的各种事务。

为了更直观地描述这一点，我在图10.9中绘制了全球资本收益率和经济增长率的演变情况，时间跨度从古代直至21世纪。

这当然只是一种近似和不太确定的估算，但大致数量级规模以及整体的演变规律是较为合理的。对于全球增长率，我使用了本书第一部分提出的历史估计和推测。对于全球的资本收益率，我使用了对英国和法国1700~2010年的估计，这在本书第二部分也有分析。对于更早的时期，我采用了4.5%的纯收益率常量，这应该是最小的估算值（可得的历史数据显示平均收益率为5%~6%）。[16]对于21世纪，我假定1990~2010年观察到的收益率延续下去，当然这是不够确定的：实际上既存在拉低收益率的因素，也有推高收益率的其他因素。还要注意的是，图10.8中的资本收益率是税前的数据（也没有计入战争中的资本损失和资本收益或亏损，而这些损益在20世纪里是格外大的）。



资本收益率（税前）总是高于全世界产出增长率，但在20世纪，二者之间的差距缩小了，而在21世纪可能会再次扩大。

图10.9从古代到2100年全球资本收益率和产出增长率的比较

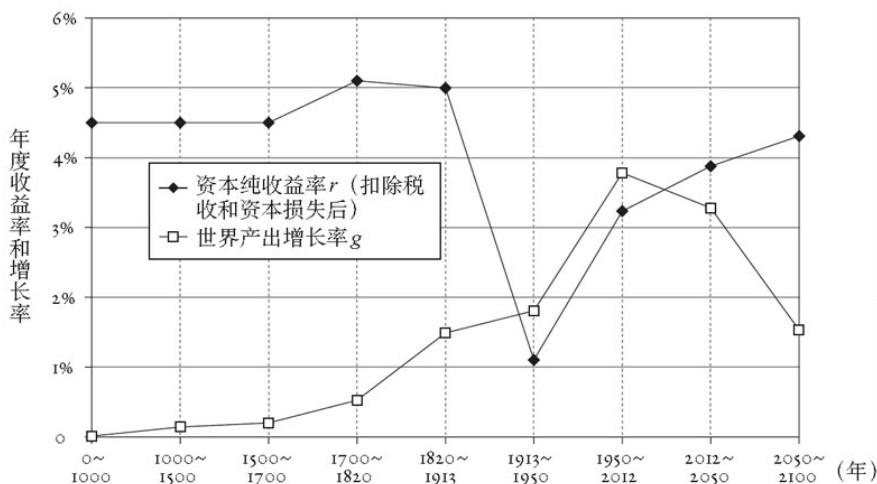
资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

如图10.9所示，在历史长河中资本纯收益率（一般是4%~5%）明显高于全球增长率，但是二者间的差距在20世纪显著下降，尤其是在1950~2012年，世界经济以每年3.5%~4%的速度增长。很可能发生的情况是，随着经济增长（特别是人口增长）的放缓，二者的差距在21世纪会再次扩大。依照本书第一部分所讨论的主要情景，2050~2100年全球经济年均增速很可能在1.5%上下，与19世纪的水平大致相当。 r 和 g 的差距会回到工业革命时期的水平。

基于这样一个背景，我们很容易得出结论，资本税收以及各种各样的冲击在其中发挥的作用至关重要。在“一战”以前，对资本所收的税很低（多数国家并不对个人收入或公司利润征税，而不动产税通常不过几个百分点）。为使问题简化，我们假定资本收益率在税前税后是相同的。“一战”以后，对高收入、利润和财富征税的税率很快攀升到较高水平。然而，20世纪80年代以后，在金融全球化和国家间资本竞争加剧的情况下，社会观念氛围发生了巨大转变，上述高税率在不断降低，在某些情况下甚至完全消失。

图10.10展示了对平均资本收益率的另一种估算，即估算税后值，并将1913~1950年因财产破坏带来的资本损失量计算在内。为使论证更为简便，我也假定财政竞争会渐渐导致资本税在21世纪完全消失：

1913~2012年资本税设定在30%，2012~2050年为10%，2050~2100年是0。当然，现实情况更为复杂：因国家和财产类型不同，税收间差异也很大。有时，这些税收还设计成累进式的（这意味着，至少在理论上，税率会随着收入或财富的增加而提高），显然很难预先假定财政竞争一定会导致资本税的最终消失。



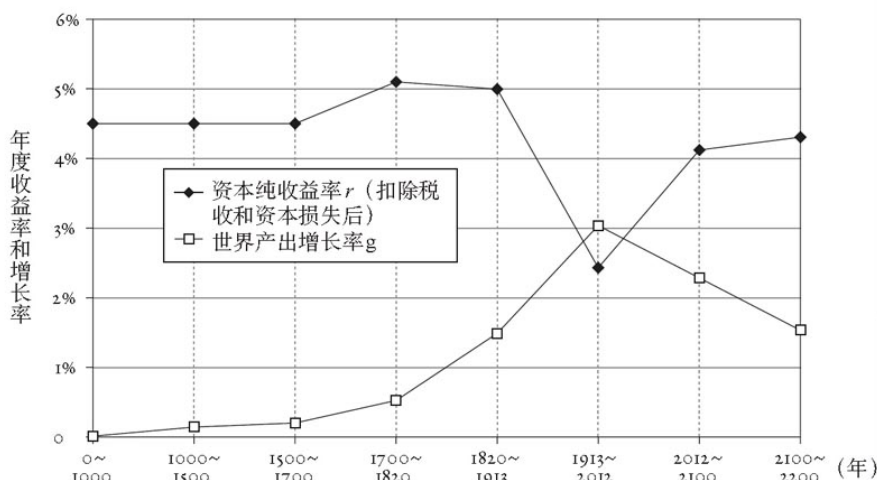
资本收益率（扣除税收和资本损失后）在20世纪逐步降到了世界产出增长率之下，而在21世纪有可能再次上升。

图10.10从古代到2100年全球税后收益率和产出增长率的比较

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

基于这些假定，我们发现税后（以及扣掉损失后）的资本收益率，在1913~1950年降低到1%~1.5%，低于经济增长率。这一新特征在1950~2012年得以延续，因为这一时期增长率非常之高。最终我们发现，由于财政和非财政的冲击，20世纪出现了资本纯收益率低于增长率的情况，这在历史上还是第一次。一系列互相关联的事件（战争破坏、1914~1945年冲击下采取的累进税制，以及“二战”后“辉煌30年”的卓越增长）创造出这个史无前例的局面，并持续了将近一个世纪。然而，所有迹象都表明这种状态就要结束了。如果财政竞争沿着逻辑链条继续下去（这是很可能发生的），那么 r 和 g 间的差距将在21世纪的某一时点回落到19世纪的水平（见图10.10）。如果资本税的平均税率保持在30%左右（这个估计并不确定），资本纯收益率就很有可能上升到明显高于增长率的水平——至少在前述“最可能出现的情形”推测无重大错误的情况下会是这样。

为了更清晰地展示可能的演变结果，我在图10.11中把1913~1950年和1950~2012年两个子时期合并为1913~2012年，即资本纯收益率史无前例地低于经济增长率的时期。我还把2012~2050年和2050~2100年合并为2012~2100年，并假定2050~2100年的资本收益率会持续到22世纪（这当然也是无法确定的）。不管怎样，图10.11至少在 r 和 g 的关系上展现出了20世纪史无前例的（有可能是唯一的）特点。注意：全球经济在长时期内持续保持年均1.5%增长的假设，在观察家们看来是过于乐观的。那么请回顾一下这些事实：1700~2012年全球人均产量的年均增速仅为0.8%，而人口的增长（在过去300年中平均增速也是0.8%）到21世纪末也可能出现锐减（大多数预测结果）。然而，图10.11的主要局限在于，它严重依赖于这一假设：接下来200年里，不出现政治上的大变革，不改变现行资本主义和金融全球化的进程。基于过去100年的混乱历史，这是一个很不可靠的假设，在我看来也并不合理。正是因为不平等带来的后果相当严重，人类社会也就不可能无底线地容忍它发展下去。



资本收益率（扣除税收和资本损失后）在20世纪逐步降到了世界产出增长率之下，而21世纪有可能再次超过它。

图10.11 从古代到2200年全球税后收益率和产出增长率的比较

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

小结：不等式 $r > g$ 在直到“一战”前夕的人类历史的大多数时候都显然成立，在21世纪很可能也是如此。不过，这一事实是否成立，取决于资本遭受的冲击大小，也取决于控制资本和劳动关系所采取的公共政策和制度措施。

时间偏好问题

简要重述一下前面的内容：不等式 $r > g$ 是一个不确定的历史性命题，在一定时期和一定政治背景下成立，而在其他情况下可能不成立。从严格的逻辑来看，完全可以设想一个社会，那里经济增长率大于资本收益率，即使没有政府干预也可达到。这一方面取决于技术（即资本用来做什么），另一方面取决于人们对储蓄和财产的态度（即人们为什么选择持有资本）。如前所述，完全可以假设一个资本毫无用处的社会（资本除了充当纯粹的价值贮藏手段外，其收益完全等于0）。但是在这个社会里，人们却选择大量持有资本，为未来可能的灾难或者节日赠礼做好准备，也可能仅仅是因为他们特别有耐心或是对后代特别慷慨。此外，如果这个社会的生产率提高得很快（或是因为持续创新，或是因为这个国家正在快速赶超技术更先进的国家），那么经济增长率也很可能显著高于资本收益率。

然而，现实中从来不存在一个社会，其资本收益率能轻易且持续地降到2%~3%以下。我们通常看到的平均收益率（各种类型的投资平均来看）接近4%~5%（税前）。特别是，传统社会中农地的收益，就如当今社会中房地产的收益（二者都是最常见、风险最小的投资形式）一样，一般在4%~5%左右，在长期存在略微下降的趋势（下降到3%~4%而不再是4%~5%）。

一般用来解释资本收益率相对稳定在4%~5%（它从来不低于2%~3%）的经济学模型，都建立在“时间偏好”（偏好于现在）的理念之上。换句话说，经济活动参与者通过时间偏好率（通常用 θ 表示）来度量他们有多不耐烦，以及他们如何将未来计算进来。例如，如果 θ 为5%，经济活动参与者就愿意牺牲掉105欧元明天的消费，而在今天多消费100欧元。这一“理论”，和其他经济理论模型一样，多少给人一种多此一举的感觉（我们总是可以通过设定经济活动参与者具有特定偏好，或者用专业术语叫“效用函数”，进而限定人们按照这种模式行动）。举个比较适当的例子，假定这种社会的经济增长率为0，我们将会发现资本收益率等于时间偏好率 θ 。[\[17\]](#)根据这一理论，资本收益率从历史上看稳定在4%~5%最终是由于心理因素：由于该收益率水平反映的是正常人的不耐烦程度和对未来的态度，它也就始终无法远离这一水平。

除了显得多此一举，这个理论也引发了其他一些困难。当然，这个模型背后的直觉（正如边际生产率理论背后的直觉）并非毫无可取之处。假设其他条件不变，在一个更有耐心的社会，或是一个可预见到未来冲击的社会里，人们当然会选择储蓄更多物资和积累更多资本。同样，如果一个社会积累了太多的资本，以至于资本收益率持续走低，比如年收益率只有1%（或者对各种形式的财富，包括中下阶层的财产征税，导致资本的纯收益率非常低），相当一部分拥有财产的个体会考虑出售自己的房屋和金融资产，减少资产总额，直到其收益率增加。

这个理论的弊端之一是太过简单和武断：我们不可能将所有的储蓄行为和对未来的态度都压缩到一个无法改变的心理参数上。假如我们拿出该模型的最极端版本（称为“无限期”模型，因为经济主体依照他们自身的时间偏好，计算了考虑到全部后代的储蓄策略的后果，直至时间尽头，就像他们为自身考虑一样），那么资本纯收益率连0.1%的小幅变动都不会存在：任何改变净收益的尝试（例如通过改变税收政策），都会激发某些层面上（储蓄或者不储蓄）极其有力的反应，目的就是强制推动纯收益率回到它唯一的均衡。这样做出的预测很可能不符合实际：历史经验表明储蓄弹性是正值，却并不是无穷大，特别是当资本收益率在温和理性的范围内变动时。[18]

上述理论模型（以最严密的解释方式）的另一个困境是，它意味着，为了维持经济均衡，资本收益率 r 必须伴随着经济增长率 g 快速上升，这样就可推出，快速增长经济体中的 r 和 g 之间的差距会大于完全没有增长的经济体。同样，这一预测也很不符合现实，而且和历史经验也不相符合（根据观测到的历史经验来判断，资本收益率在快速增长的经济体中是上升的，但却可能不足以显著地使 r 、 g 的差值扩大）。这也是“无限期”模型导出的结果。不过，要注意：这个直觉在一定意义上是有用的，而且从严格逻辑视角来看也是非常有趣的。在标准的经济学模型中，基于“完美”资本市场的存在（在这里，任何资本所有者都能获得这个经济可达到的最高边际生产率的回报，在这一利率上，个体可进行任何规模的融资），资本年收益率 r 必然系统性地高于经济年增长率 g ，原因如下：如果 r 小于 g ，经济活动参与者意识到他们未来收入（和他们后代的收入）的增速会比在当前利率水平下更高，他们就会感到无限富有，从而希望无限制地借钱进行现时消费（直到 r 超过 g ）。在这一极端情景下，这种机制不完全讲得通，但是它表明 $r > g$ 在最标准的经济模型中是行得通的，尤其是在资本市场变得更有效率时，就更可能是正确

的。[19]

小结：储蓄行为和对未来的态度不能以单一的参数来表达。这些选择需要放在一个更复杂的模型中进行分析，不仅包括时间偏好，也包括预防式储蓄、生命周期效应、财富自身的重要性以及其他因素。除了个人心理和文化因素外，这些选择取决于社会和制度环境（例如公共养老金体系的存在）、家庭策略和压力、社会团体对个人的限制（例如，在一些贵族社会，继承人不能自由出售家庭财产）。

我的看法是， $r > g$ 这一不等式应该被视作依赖多重机制的历史事实，而不是绝对的逻辑必然。它是多种力量共同作用的结果，而各种因素在很大程度上相互独立：一方面，经济增长率 g 结构性地偏低（一旦人口结构转换完成，国家达到了世界技术前沿水平，而创新步伐相当缓慢时， g 的数值通常不高于1%）；另一方面，资本收益率 r 取决于很多技术、心理、社会和文化因素，它们共同决定了4%~5%的收益率（不管怎样都大大高于1%）。

是否存在一种均衡分布？

现在我们来看一下， $r > g$ 会给财富分配的动态演化带来什么影响。资本收益率明显而持久地高于经济增长率这一事实，是推动财富分配更加不平等的强大动力。例如，假设 $g = 1\%$ ， $r = 5\%$ ，而且富裕的人们必须用他们每年资本收入的1/5进行再投资，以确保他们的资本比平均收入增长得更快。在这些条件设定下，防止出现财富不平等程度无节制的螺旋上升、而将其稳定在一个特定水平的动力主要包括：第一，如果富裕个体的财富比平均收入增长得更快，那么资本/收入比将不断上涨，这在长期将导致资本收益率的下降。然而，这种机制需要几十年的时间才能起到效果，尤其是在开放经济条件下，富裕个体还可以积累外国资产（就如19世纪直到“一战”前夕英国和法国的情况）。从理论上讲，这种进程总会结束（当拥有外国资产的个体占有了整个地球的财富时），但这显然需要时间。这一机制进程就是“美好年代”时期英国和法国前1%人群的财富比重不断上升的主要原因。

其次，个体财富轨迹的分化过程可以用各种冲击来解释。无论是人的冲击（比如没有继承人或者继承人很多，都会导致家族资本的分散；

再如个体的早逝或者长寿带来的冲击)还是经济的冲击(比如投资出现错误、农民起义、金融危机,或年景不佳等),都会影响到家族财富,所以即使在大多数相对平稳的社会里,财富分布状况也会发生一定变化。另外,还要注意人的选择行为(富人选择生育更少的后代,财富也就变得更加集中)和继承方面的法律规定等因素的重要性。

很多传统的贵族社会都遵循长子继承制:年龄最大的儿子继承所有家族财产(或者占一个绝对大的比重)来避免分散化,以保存和增加家族的财富数量。长子对家族的大部分财产具有优先权,同时,这一优先权又通常包含着重大约束:继承人不允许造成财产价值减少,必须依赖由资本产生的收入为生,而将这些资产顺次传给下一位具有继承权的继承人,通常是长孙。在英国的法律里,这是“限定继承权”体系(在法国的法律中,这等同于大革命前的旧制度下的世袭罔替体系)。这也正是《理智与情感》一书中埃莉诺和玛丽安命运不幸的原因所在:诺兰庄园的财产直接传给了她们的父亲和同父异母的兄弟约翰·达什伍德,而约翰考虑到和妻子范妮之间的矛盾,决定不给她们留下任何财产。这两姐妹的命运正是这一不利关系的直接后果。在《劝导》一书中,沃尔特爵士的财产直接传给了他的侄子,而绕过了他的三个女儿。简·奥斯汀非常清楚自己在讲述什么,她自己就在财产继承中受到了伤害,终身未婚,与她的姐姐相依为命。

从法国大革命及之后的民法典衍生出来的继承法主要建立在两个支点上:废除世袭罔替和长子继承制,而采用了兄弟姐妹间平分财产的原则(均分原则)。这一原则自1804年起被严格执行并一直沿用至今:在法国,对于有两三个孩子的父母来讲,其可用比重(家长可按照意愿自由处置的财产比重)仅占总财富的大约1/4, [20]只在极端情形下才予以豁免(比如,孩子谋杀了继母)。特别需要注意的是,新的法律制度不仅仅基于平等原则(年幼的子女和长子具有相同权重,年幼的子女也受到了保护,不再受到父母的随意支配),也基于自由和经济效率原则。具体来说,限定继承权(亚当·斯密、伏尔泰、卢梭和孟德斯鸠等人对此十分憎恶)的废除依赖这样一个简单的理念:这种废除将推动商品的自由流通,使财产可以依照后代的判断进行重新配置,从而得到最佳的使用,而不管去世的先辈们是如何设想安排的。有趣的是,经过充分讨论,美国人在法国大革命之后也认同这一做法:限定继承权被废除,即便在南方也是如此。正如托马斯·杰斐逊所说:“世界属于活着的人们。”兄弟姐妹均分财产成为法律默认的情况,也就是说,如果没有明确

的遗嘱声明，这种均分原则在财产继承中就将适用（尽管按照自由意愿订立遗嘱在美国和英国仍是主流，但在实际操作中，多数财产都是在兄弟姐妹间平均分配）。这是法、美两国与英国的重要区别：在法国和美国，均分原则从19世纪起就已启用；而在英国，直到1925年，父辈的部分财产（如土地和农业资本）仍适用长子继承制。[\[21\]](#)而在德国，直到1919年魏玛共和国建立，类似限定继承权的制度才被废除。[\[22\]](#)

法国大革命期间，人们对于这种平均主义、反独裁主义、自由主义的法律（这挑战了父母的权威，而确认了新的家庭领导者的权威，不过在某些情形下对其配偶不利）抱有极乐观的期望，至少在男人中间是这样——尽管这样的规定在当时显得相当激进。[\[23\]](#)支持这一革命性法律的人们相信，他们找到了通向未来平等社会的钥匙。而且，因为民法典赋予了每个人在市场和财产方面的平等权利，行业协会也被裁撤，最终的结果显而易见：这种制度体系必将终结过去的的不平等状态。孔多塞侯爵在1794年所著的《人类精神进步史表纲要》一书对这一乐观看法给予了强有力的表述：“我们很容易证明，财富天然地就倾向于平等，而且它们过度的不成比例是不可能存在的或是会迅速停止的，如果民法并没有确立认为的办法来延续它们和聚集它们的话；如果贸易自由与工业自由使得一切限制性的法律和一切税务的权利所给予既得的财富的优势都消失了的话……”[\[24\]](#)

民法典和法国大革命的幻觉

整个19世纪，法国的财富集中度都在不断提高，最终在“美好年代”达到顶峰，比民法典制定的时期还要极端，仅仅比君主制和贵族制的英国低一些，对此我们该如何解释呢？很显然，权利和机会的平等并不能确保财富的平均分配。

的确，一旦资本收益率显著且持久地超过经济增长率，财富积累和扩张的动态机制将自动导向高度集中的分布，兄弟姐妹间的均分原则也不会起多大作用。就如我上面提到的，经常会发生一些经济或人口的冲击，影响到家庭财富轨迹。借助一个简单的数学模型，我们就可以看到，在这种冲击的结构下，财富分配往往趋向于长期均衡，不平等的均衡水平是 $r-g$ （资本收益率与经济增长率之差）的一个递增函数。直观来说，如果人们完全不消费而全部用来再投资， $r-g$ 这一数值实际估量的就

是资本收益背离平均收入的程度。 $r-g$ 缺口越大，背离的力量越强。如果人口和经济的冲击为乘数形式（即初始资本越大，投资的影响就越大，不管投资是好还是坏），长期均衡的分布就是一个帕累托分布（一种基于幂法则的数学形式，很好地对应了现实中的分布状态）。我们也可以简单地说，帕累托分布的系数（用于衡量不平等的程度）是关于 $r-g$ 差值的一个急剧递增的函数。[25]

具体来讲，这意味着如果资本收益率与增长率之间的差距和法国19世纪（那时年均资本收益率为5%，而增长率约为1%）一样大，那么按照该模型的预测，累积的推动财富聚集的动力将自动导致财富的极端高度集中——通常前10%人群占有资本的90%，前1%人群占有50%。[26]

换句话说， $r-g$ 这样一个基本不等式可以解释法国19世纪的资本高度不平等，这从某种程度来说也是法国大革命的失败之处。虽然革命委员会建立了统一税制（这就给我们提供了一个非常好的财富分布测量工具），但是税率非常低（整个19世纪，无论房产有多大，交易税率都只有1%~2%），以至于资本收益率与增长率之间的差距所产生的影响微乎其微。正因为如此，也难怪19世纪的法国甚至在共和政体下的“美好年代”时财富不平等都和君主立宪制的英国一样大了。和 $r > g$ 相比，政体的影响相对不那么重要了。

兄弟姐妹之间均分遗产会产生一些影响，但影响程度小于 $r > g$ 。具体来说，长子继承制（或者更准确地说，农地的长子继承制，使英国国家资本的比重在19世纪减少了）放大了人口和经济冲击的影响（兄弟姐妹间的排行次序又催生出额外的不平等），从而提高了帕累托系数并且导致财富分布更加集中。这也许可以解释为什么1900~1910年英国前10%人群的财富比重要比法国的大（英国略高于90%，法国略低于90%），更能解释为什么英国前1%人群的财富比重要比法国大得多（英国70%，法国60%）。长子继承制似乎是为了保护少数的非常大的地产。但这种影响在一定程度上被法国的低人口增长率抵消了（因为 r 与 g 之差，当人口增长停滞时，累积的财富不平等在结构上更大），最终它对整体分布只产生了一个中等的影 响，这两个国家是近似的。[27]

拿破仑颁布的民法典于1804年生效，法国的不平等也不会出现在英国贵族和女王的面前。在巴黎前1%人群在1913年拥有总财富的70%，这甚至比英国还多。现实是那么令人吃惊，甚至还体现在动画片中——《猫儿历险记》，该片以1910年的巴黎为背景。片中没有正面提到老妇

人的财富多少，但是从她华丽的住所以及男管家是多么不屑于公爵夫人和她的三只小猫等可以判断，其财富数量应该是非常可观的。

按照 $r > g$ 的逻辑，增长率从17世纪的仅仅0.2%上升到18世纪的0.5%，再到19世纪的1%，这一事实起不到多大作用：与5%的资本收益率相比是很小的，特别是因为工业革命略微提高了资本收益率。^[28]根据理论模型，如果资本收益率为每年5%，资本集中的均衡水平将不会显著降低，除非增长率超过1.5%~2%或者征收资本税使资本纯收益率降低至3%~3.5%，或者两者兼有。

最后，请注意，如果 $r - g$ 的差值超过某个临界值，就不再有均衡分布：财富的不平等将无限制地拉大，分布平均值与峰值之间的鸿沟将无限地增大。这个临界值的大小无疑取决于储蓄行为：如果很富有的人没地方花钱，只能把钱存起来增加他们的资本存量，这样贫富差距就更容易出现。《猫儿历险记》引起人们对这个问题的注意：阿德莱德·博内法米尔有着可观的收入，她把这些收入用于给杜翠丝、玛丽、图卢兹、柏辽兹这几只猫上钢琴课和绘画课上，虽然它们有些讨厌上这两门课。^[29]这种行为很好地解释了“美好年代”的法国（尤其是巴黎）财富集中度的上升：老年人逐渐聚集了最多的财富，因为他们将资本收入的很大一部分储存起来了。所以，他们的资本增长率比经济增长率高得多。如上所述，这种不平等程度的急剧上升不可能一直持续下去：最终将无处去投资和储蓄，全球资本收益率将会下降，直到形成一个均衡的财富分布状态。但是这一过程需要很长时间，由于前1%人群占巴黎总财富的比重在1913年已经超过70%，我们可以想象，如果“一战”所带来的冲击没有发生，均衡水平将会达到多高。

帕累托和稳定不平等的假象

我们有必要在此讨论一些关于不平等统计测量的方法论和历史问题。本书第七章讨论过意大利统计学家基尼还有他发明的基尼系数。虽然基尼系数旨在用一个数字来概括不平等程度，但这实际上是针对现实情况绘制了一幅简化的、过于乐观的又难以解释的画面。基尼的同胞——维尔弗雷多·帕累托的故事就更有意思了。他的主要作品发表于1890~1910年，其中包括“帕累托法则”的相关论述。两次世界大战期间，意大利的法西斯分子招募帕累托加入他们，并推崇他的精英理论。

他们无疑是想利用帕累托的名望，但帕累托确实对墨索里尼的掌权表示了支持，之后不久就于1923年去世了。当然，法西斯会被帕累托的“稳定的不平等”理论以及这种不平等是无法改变的理论学说所吸引也是很自然的事情。

当我们事后去阅读帕累托的作品时，会惊奇地发现他显然没有给出证据来支撑他的不平等理论。帕累托的著作写于1900年左右，他使用了1880~1890年的税收报表，主要基于普鲁士、萨克森以及瑞士和意大利的几个城市的数据，其数据不仅稀少而且至多覆盖了10年时间。更重要的是，这些数据实际上显示出趋向更高不平等的轻微趋势，而帕累托有意掩盖了这些信息。[\[30\]](#)总之，这些数据根本无法支持任何有关全世界长期不平等的运行规律的结论。

帕累托的判断明显受到他政治偏见的影响：他对社会主义和他称之为“再分配幻想”的理论十分警惕。在这方面他与同时代很多同行几乎没什么不同，比如他钦佩的法国经济学家勒鲁瓦 - 博利厄。帕累托的故事之所以有趣，是因为他的经历展示出永恒不变的强大假象，在社会科学领域不加批判地使用数学有时会导致这种假象。随着收入层级的上升，纳税人数量到底会下降多快？通过探寻这一问题，帕累托发现，纳税人减少的速度可以用一个数学定理来估计，后人称之为“帕累托法则”，或者称其为“幂法则”这一通用函数的特例。[\[31\]](#)时至今日，这一族函数仍然用来研究财富与收入的分配关系，但是要注意，幂法则只适用于这些分布的上尾，并且这一关系只是粗略估计，只在局部有效。不过，如前所述，幂法则可以用来建模描述乘法性质的冲击过程。

另外还要注意，我们说的不是一个单一的函数或曲线，而是一个函数族：一切都取决于用来定义各条曲线的系数和参数。WTID数据库中搜集到的数据以及这里展示的财富数据表明，帕累托系数随着时间的变化也发生了巨大的变化。当我们说一个财富分配是帕累托分布时，其实等于什么也没说。它可能是一个前10%人群只占总收入20%（如1970~1980年的斯堪的纳维亚国家）的分布，也可能是占到50%（如2000~2010年的美国）的分布，还可能是占90%以上（如1900~1910年的法国和英国）的分布。每一种情况我们都称之为帕累托分布，但系数有很大的差别。相应地，每种情况对应的社会、经济和政治现实显然有很大不同。[\[32\]](#)

即使在今天，仍有很多人像帕累托一样，认为财富的分配状况稳如

磐石，好像这是自然规律一般。然而，这与事实相去甚远。如果我们从历史的视角来研究不平等，那需要做出解释的不是分配状况的稳定性而恰恰是时不时发生的巨大变化。对于财富的分配，我已给出了一种方法来解释那些重大的历史性变化（不管是用帕累托系数，还是以前10%人群和前1%人群的财富比重来描述），这些变化主要是由 $r-g$ ，即资本收益率与经济增长率的差异带来的。

为何财富不平等没有回到过去的水平？

现在来回答下面这个重要问题：为何财富不平等没有回到“二战”前欧洲“美好年代”时期的水平，我们能确定这种情况是永久的、不可逆转的吗？

首先要声明，对于这个问题，我无法给出一个令人满意的明确答案。多种因素在过去都发挥了重要作用，将来仍将继续发挥作用，而在这一点上实现数学意义上的精准测量，无疑根本不可能。

1914~1945年的一系列冲击后，财富不平等大幅减少的原因最容易解释。由于战争和一些政治原因，资本遭受了一系列极端暴力冲击，同时，资本冲击又加深了战争和政治问题的影响，资本/收入比也因此出现“坍塌式”下降。有人可能会认为，财富的减少将同等程度地影响到所有人的财富，无论他们身处哪一个收入层级，因而整个财富分配状况不会发生变化。但要是相信了这一点，人们肯定是忘记了这样一个事实：财富有不同的来源，功能也各不相同。在收入层级的顶端，大多数财富都是在很久以前积累的，重组一个如此规模的财富要比积累不太多的财富耗时更久。

而且，高额财富要用于维持特定的生活方式。档案资料中详细的遗嘱记录很明确地显示：两次世界大战期间，许多食利者没有迅速减少开支以弥补他们的财富在战争期间以及此后10年所受的冲击。他们最终不得不花上老本为其生活花费埋单，所以留给下一代的财富要比他们所继承的数量少得多，之前的社会平衡状况也就将难以维持了。巴黎的数据在这一点上特别有说服力。例如，在“美好年代”，最富有1%的巴黎人的资本收入约为当时平均工资的80~100倍，他们可以生活得很好，还能够将收入的一小部分进行投资，使他们继承到的财产保值增值。

[33]1872~1912年，这个系统似乎达到了完美的平衡：最富有的人留给下一代足够多的财富，足够支撑下一代过上比平均工资高出80~100倍（或者更多）的生活，因而财富变得日益集中。这种平衡在两次世界大战期间显然被打破了：最富有的前1%的巴黎人继续着他们过去的生活方式，但是留给他们下一代的资本只能产生30~40倍平均工资的资本收入；而到20世纪30年代末，资本收入更是降到了平均工资的20倍。对于食利者来说，这是衰落的开始。这可能是在1914~1945年大冲击中所有欧洲国家（以及美国，只不过程度小些）呈现出财富分散特征的最重要原因。

此外，因为两次世界大战，最高财富占有者的财富结构让他们（平均来讲）更容易遭受损失。特别是，遗嘱记录显示，“一战”前夕，外国资产构成了最富人群财富的1/4，这其中有近一半是外国政府（尤其是处于违约边缘的俄国）的主权债务。不幸的是，我们没有英国的数据以做比较，但毫无疑问，外国资产在英国最富人群财富中也扮演了重要角色。两次世界大战之后，法国和英国的外国资产都消失殆尽。

然而，外国资产这个因素的重要性不应被夸大，因为最富人群在最赚钱的时候总是可以更好地重新调整投资组合。我们也惊奇地发现，不只是最富有的人，其他很多人在“一战”前夕也都拥有巨量的外国资产。考察19世纪晚期以及“美好年代”巴黎的投资组合结构，会发现它们的构成高度多样化和现代化。“一战”前夕，大约1/3的资产是不动产（其中2/3在巴黎，1/3在外省，包括少量农地），而金融资产几乎占到2/3，包括法国和国外的股票和公私债券，各层次的财富都有着很好的平衡（见表10.1）。[34]“美好年代”繁荣起来的食利者社会，与过去那个基于不动产资本的社会已经完全不同了：它体现出对于财富和投资的现代化理念。但是具有累积性质的 $r > g$ 这一不平等逻辑机制，催生出了惊人而持续的不平等。在这样一个社会，更自由和更有竞争性的市场以及更有保障性的产权，并没有多少机会来降低不平等程度，因为市场已经处于高度竞争状态、产权已经得到稳固保护了。事实上，唯一打破这种平衡的就是始于“一战”对资本及其收入的一系列冲击。

最终，1914~1945年这一时期在一些欧洲国家尤其是法国，最终是以财富的再分配终结。这种再分配对最富人群的影响大小不均，特别影响到那些主要由大型工业企业股票组成的财富。特别是前文提到的，作为战争胜利后的一种制裁形式，对某些公司实施国有化（雷诺汽车公司

是一个具有象征意味的例子)、征收民族团结税(也是在1945年开始实施的)等。这种累进税对资本和在占有资本期间的所得进行一次性征收,但税率极高,对相关个体而言是一个额外的负担。[35]

一些可能的解释:时间、税收和增长

接下来,1910~1950年世界各地财富集中度都急剧下降的现象就不足为奇了。换句话说,图10.1~图10.5中所显示的比例下降并不是最难解释的部分。乍看更让人感到惊讶,在某种意义上也更有兴趣的是,财富集中度再也没从动荡中恢复过来。

表10.1 1872~1912年巴黎的投资组合

年份	不动产 (大房子, 土地)	不动产 (巴黎)	不动产 (巴黎郊 区)	金融资产	股权	私人债券	公共债券	其他金融 资产(现 金、储蓄 等)	家具、珠 宝等
总财富的 组成 (%)									
1872	42	29	13	56	15	19	13	9	2
1912	36	25	11	62	20	19	14	9	3
最高1% 财富持有 者的投资 组成 (%)									
1872	43	30	13	55	16	16	13	10	2
1912	32	22	10	65	24	19	14	8	2
接下来的 9%财富 持有者的 投资组成 (%)									
1872	42	27	15	56	14	22	13	7	2
1912	41	30	12	55	14	18	15	9	3
再接下来 40%财富 持有者的 投资组成 (%)									
1872	27	1	26	62	13	25	16	9	11
1912	31	7	24	58	12	14	14	18	10

注:1912年,不动产占巴黎总财富的36%,金融资产占62%,家具、珠宝等占3%。

资料来源:piketty.pse.ens.fr/capital21c

可以确定的是,资本的积累是一个要延续好几代的长期过程,认识到这一点非常重要。欧洲在“美好年代”的财富集中状态是几十甚至上百
年累积起来的结果,但是直到2000~2010年,私人财富总量(以年度国

民收入来衡量，包括房地产和金融资产）才大致恢复到“一战”前夕的水平。富裕国家的资本/收入比的回升，很可能是一个至今仍在继续的进程。

有人认为，1914~1945年的剧烈动荡的影响可以在10年或者20年内就消除掉，因此1950~1960年的财富集中度可恢复到1900~1910年的水平，这种看法不是很现实。值得注意的是，不平等程度从1970~1980年开始再次上升，因此时至今日可能仍处于恢复的进程中，这一进程比资本/收入比的恢复更为缓慢，财富的集中将在不久之后回到过去的水平。

换句话说，今天的财富并不像过去那样分布不均匀，只是因为1945年动荡以来的时间还不够长。毫无疑问，这可以部分解释今天的财富分布情况，但是这个解释并不充分。我们观察一下前10%人群占有的财富比重，或者前1%人群所占比重（1910年整个欧洲的比例是60%~70%，但到2010年只有20%~30%），就会清晰地发现1914~1945年的剧变带来了结构性的变化，这种变化阻碍了财富像以前一样集中。这一点上远不是简单的量化，实际上要复杂得多。下一章我们将看到，当我们重新审视伏脱冷关于以继承和劳动获得不同水准的生活的宏论中所提出的问题时，就会明白前1%人群60%~70%的比重与20%~30%的比重之间的差异是相对简单的。在第一种情况下，前1%人群很明显主要由很高的资本收入人群构成，这是19世纪小说家所熟悉的食利者社会。第二种情况，最高工薪收入（给定一个分布）与资本收入大致平衡（我们现在处于一个管理有序的社会，或者至少处于一个更加平衡的社会）。类似地，“世袭中产阶级”的出现——他们拥有国家财富的1/4~1/3，而不是1/10或1/20（几乎不高于最穷的一半人口的比重）——代表着重大的社会转型。

到底1914~1945年发生了什么结构性变化，或者更一般地，20世纪发生了什么样的结构性变化，能够阻碍财富集中度回到原来的高度（即便是在私人财富总量基本和过去一样繁荣的今天）？最自然和最重要的解释是，政府在20世纪开始以较高税率对资本及其收入征税。值得注意的是，1900~1910年，财富的高度集中是因为长时间没有重大战争或灾难（至少与20世纪的极端暴力冲突相比，可以算是没有重大的战争或灾难），而且在这期间也没有或者几乎没有税收。“一战”之前，政府对资本收入和企业利润始终没有征税。在税收确实存在的极少数案例

中，其税率也是极低的。因此巨额财富的积累和流通，以及依靠这些财富的收益而生活的条件都是十分理想的。到了20世纪，政府开始对股息、利息、利润和租金征收各种各样的税，这就彻底改变了社会形态。

为了简化问题，先假设1900年之前平均资本收入征税税率接近0（而且在任何时候都不超过5%），1950~1980年，富裕国家的平均资本收入征税税率大约为30%（在一定程度上直到2000~2010年都是30%，尽管最近由于各国政府间的财政竞争，税率明显趋于下降）。30%的平均税率将5%的税前收益率降低到3.5%（税后净收益率）。考虑到资本积累与集中的乘数性和累积性，这就足以产生重大的长期影响。使用上面描述的理论模型，可以看到，如果将30%的有效税率应用到所有形式的资本上，可以使财富极大分散化（相当于历史数据中前1%人群所占的财富比重的减少幅度）。[36]

在这种背景下，需要注意，税收对资本收入的影响并不是要减少财富的总积累，而是从长远上考虑对财富分配的结构进行修正优化。按照理论模型和历史数据，资本收益税从0增长到30%（纯收益率从5%降到3.5%），从长期来看，资本的总存量很可能不会变，原因很简单：前1%人群的财富比重的减少被中产阶层比重的上升所弥补。这正是20世纪所发生的事情——虽然这一经验有时会被忘记。

20世纪累进税的出现同样值得重视，即对高收入人群（特别是高资本收入）征收较高的税（至少截至1970~1980年），同时对高额价值的不动产开征不动产税。在19世纪，不动产税的税率极低，对父母遗赠给儿女的不动产征收不超过1%~2%的税收，这类税收显然资本积累的影响有限，可以说这只不过是一个旨在保护产权的税务登记费。法国的不动产税在1901年开征，但是直系亲属遗赠的最高税率不超过5%（每年最多只针对几十例遗赠进行征收）。这一量级的税率，每一代人评估一次，对财富集中度并没有产生多大的影响，无论当时的富人们如何看待。在1914~1945年军事、经济和政治危机的冲击下，大多数富裕国家开始征收20%~30%甚至更高的税费，此时的效应就截然不同了。假设一个家庭财富的增长和社会平均收入一样迅速，那么开征这种税收的结果就是，每一代人都不得不减少支出而增加储蓄（或者进行其他特别有利可图的投资），也就越来越难以维护自己在社会层级中的位置。相反，从底层起步的人们却更容易获得上升，比如通过购买经遗嘱认证进行销售的财产性实业或者股票。简单的模拟显示，从长远来看，累进的

不动产税可以大大降低前1%人群的财富比重。[37]不同国家不动产税制设计上的差异有助于解释国际差异。例如，为什么“二战”以来德国的高资本/收入比法国更集中（这也就意味着更高的财富集中度）？也许是因为法国不动产税率达到30%~40%，而德国的这一税率最高不过15%~20%。[38]

理论上的讨论和数值模拟均表明，即使没有引起结构性变革，税收也足以解释大多数历史演变。值得再次强调的是，当今的财富集中虽然明显低于1900~1910年，但仍然是非常高的。今天的情况不需要一个完美的、理想的税收系统来实现或者解释，因为相对于过去变化并不大。

21世纪：比19世纪更加不平等？

鉴于多重机制在其中发挥作用，加上税收解释中存在多种不确定因素，对于是否有其他因素发挥重要作用，我们仍然难以下定论。到目前为止的分析显示，有两个独立于税收体系变化的因素，也可能对财富分布现象起到了重要作用，并在未来继续发挥作用。第一个是长期资本/收入比和资本收益率可能略微下降；第二个是，经济增长率虽然在21世纪可能会有所放缓，但仍将高于18世纪以前人类历史上大多数时期的极低增速（这里我说的是纯粹的经济增长，即生产力的增长，这反映了知识和技术的创新发展）。具体来讲，如图10.11所示，很可能将来 g 与 r 的差距将小于18世纪之前，因为资本收益率会降低（是4%~4.5%而不是4.5%~5%），而增长率会提高（为1%~1.5%而不是0.1%~0.2%），即使国家间的竞争使所有的资本税都消失了，情况依然如此。如果理论上的模拟是可信的，那么就算资本税被废除，财富集中程度也不会回到1900~1910年那样的极端水平。

然而，这并没有什么值得高兴的，一是因为财富的不平等仍将大幅增加（假使中产阶层拥有国民财富的比重减半，选民们很可能难以接受），二是因为上述模拟存在相当大的不确定性，其他力量可能将结果朝着相反的方向推进，即比1900~1910年资本集中度还要高的方向。特别地，人口增长可能是负的（尤其是在富裕国家，这可能使增长率低于19世纪，这反过来又使人们空前重视财富的继承）。此外，资本市场可能会变得越来越复杂，也越来越符合经济学家所谓的“完美”标准（这是指资本收益率将越来越脱离所有者的个人特征，精英价值观因此而减

弱，强化了 $r > g$ 的逻辑）。此外，稍后我将展示，金融全球化似乎增强了资本收益率与投资组合初始规模的相关性，这一回报上的不平等也推动着全球财富分配状况进一步恶化，这种动力是额外的、令人担忧的。

小结：当今欧洲的财富集中度明显低于“美好年代”，这主要是由一些偶发事件（1914~1945年的冲击）和一些特定制度设计（如对资本及其收入征税）所致。如果这些制度设计最终消亡，那么财富不平等就有很大风险与过去的水平相近，或者在特定条件下，程度更高。没有什么是一定必然的，不平等可以向任一方向发展变化。因此，我现在必须更密切地关注财富继承的动态，然后是全球财富的动态。不过，有一个论断是十分明确的：认为现代经济增长的本质特征或者市场经济法则能够确保降低财富不平等并实现社会和谐稳定是一种幻想。

[1]特别是，按收入层级划分的收入结构的数据也印证了这一发现。始于19世纪末期的数据也显现出同样的特征（德国、日本和几个北欧国家）。较穷国家和新兴国家的数据更为不完整，但也显现出类似的特征。见在线技术附录。

[2]见表7.2。

[3]其他国家可获得的类似数据显示了一致的结果。比如，我们观察到，丹麦和挪威19世纪以来的变化与瑞典的演变轨迹非常接近。日本和德国的数据显示出的动态过程与法国也较为类似。最近对澳大利亚的一项研究显示出它与美国的结果是一致的。见在线技术附录。

[4]有关所使用数据资料的精准描述见thomas piketty,“On the long-Run Evolution of inheritance: France 1820–2050,”paris School of Economics,2010 (a summary version appeared in the Quarterly Journal of Economics,126,no. 3 (august 2011): 1071–131)。个人申报数据是与吉勒斯·波斯特尔维奈和让·芬伦·罗森塔尔一起从巴黎档案馆搜集整理的。我们也使用了之前在the Enquête tRa项目资助下就法国而搜集的报告资料，感谢其他研究者们的努力，特别是热罗姆·布尔迪厄、利昂内尔·科斯腾鲍姆和akiko Suwa-Eisenmann，见在线技术附录。

[5]对这些结果的详细分析，见thomas piketty,Gilles postel-Vinay,and Jean-laurent Rosenthal,“Wealth Concentration in a Developing Economy: paris and France,1807–1994,”American Economic Review 96,no. 1 (February 2006): 236–56。这里展示的是这些数据的最新版本。图10.1以及之后的图示主要关注10年期的平均值大小，这是为了集中关注长期演变特征。所有的年度数据都可在网上获得。

[6]图10.1以及之后图示中的前10%人群和前1%人群比重，都是以占全部私人财富比重进行的计算。但私人财富几乎构成了全部的国民财富，因而差别很小。

[7]这一方法被称为“死亡乘法”（mortality multiplier）。要以各年龄组死亡率的倒数对每一个观测值进行调整：在40岁死去的人代表生者的数量要高于在80岁死去的人（必须要考虑按财富等级划分的死亡率差异）。这种方法于1900~1910年由法国和英国的经济学家和统计学家们开发出来 [特别是B·马莱、M·J·塞莱斯、H·C·施特鲁特和J·C·斯塔普（Séailles,H. C. Strutt,and J. C. Stamp）] 并广泛应用于各类历史性研究之中。当我们拥有生者的财富调查数据或是年度财富税收数据（比如北欧国家，这种税收20世纪初就已存在，或是在法国我们可获得1990~2010年的财富税数据），我们就可以验证这种方法的有效性，并进一步改善有关死亡率差异的假定。有关这些方法论问题，见在线技术附录。

[8]详见在线技术附录，这一比例在1789年之前可能超过50%。

[9]有关这一问题，可见Jérôme Bourdieu, Gilles postel-Vinay, and akiko Suwa-Eisenmann, “pourquoi la richesse ne s’est-elle pas diffusée avec la croissance? le degré zéro de l’inégalité et son évolution en France: 1800–1940,” *Histoire et mesure* 18, 1/2 (2003): 147–98.

[10]有关土地分配状况的有趣数据，见Roger S. Bagnall, “landholding in late Roman Egypt: the Distribution of Wealth,” *Journal of Roman Studies* 82 (November 1992): 128–49。通过其他相关文献也可得到类似的结果，见在线技术附录。

[11]相关数目及技术细节详见在线技术附录。

[12]一些估算发现1800年左右美国前1%人群拥有国民财富总量的不到15%，但这些发现完全是由于选择的样本是自由个体，这明显是一个很有争议的选择。这里报告的结果是基于整体人口的（包括自由和不自由的个体）。见在线技术附录。

[13]见Willford i. King, *The Wealth and Income of the People of the United States* (New York: MacMillan, 1915)。他是威斯康星大学统计与经济学教授，他主要基于美国几个州的虽不完备但具有提示性的数据进行分析，并与欧洲的情况（基于普鲁士的税收统计资料）进行了比较，发现差距要比他最初预想的小得多。

[14]这些数字是基于美联储的官方调查得到的，可能有些低估（考虑到估计高额财富的困难性）。前1%人群的财富比重可能已经达到了40%。见在线技术附录。

[15]图10.6中的欧洲均值是由法国、英国和瑞典等国的数字计算得来（这些国家看起来具有代表性）。见在线技术附录。

[16]对于地租，从古代到中世纪可获得的最早数据来看，每年收益率大约为5%。对于借款利息，我们在较早时期里会发现通常高于5%，大致在6%~8%的水平上，甚至有房产抵押也是这样。见S. Homer and R. Sylla, *A History of Interest Rates* (New Brunswick, NJ: Rutgers University press, 1996)。

[17]如果资本收益率高于时间偏好率，每个个体将倾向于减少现时消费、进行更多储蓄（由此资本存量将无节制增长，直到资本收益率降到与时间偏好率相当的水平上）。在相反的情形下，每个个体将出售自身的一部分资本存量，来增加现时消费（资本存量将逐步减少，直至资本收益率等于 θ ）。这两种情形下，我们都可以得到 $r = \theta$ 。

[18]“无限期”模型意味着长远来看，储蓄的弹性是无穷大的，资本的供给弹性也是无穷大的，从而可以认为税收政策对资本供给没有影响。

[19]在标准的“无限期”模型中，均衡回报率由 $r = \theta + \gamma \times g$ 来表达。 θ 代表时间偏好率， γ 为效用函数凹性的测度。通常的估计认为 γ 为1.5~2.5。举例来说，假设 $\theta = 5\%$ ， $\gamma = 2$ ，那么在 $g = 0$ 时， $r = 5\%$ ；在 $g = 2\%$ 时， $r = 9\%$ 。因而，当增长率从0上升到2%时， $r - g$ 的值就从5%上升到7%。见在线技术附录。

[20]法国有1/3的父母有两个孩子，1/2的父母只有一个孩子。

[21]注意：1807年拿破仑将长子继承制引入法国贵族阶层中，此后贵族名下的特定不动产权流向长子的比重不断增长。仅有几千个人是与此相关的。另外，查理十世在1826年试图对其名下的财产恢复世袭继承制。这些朝着旧制度的倒退只影响到人口的一小部分，而且在1848年均被明确废除。

[22]见Jens Beckert, *Inherited Wealth* (princeton: princeton University press, 2008)。

[23]在理论上，依照民法典，女性财产分配享有和男性同等的权利。但是，一个妻子很难按照自己认为合适的方式自由处置自己的财产：在开办和管理银行账户、出售财产等方面的不

对称模式，直到20世纪70年代才完全消失。因此在实际运行中，新法律支持（男性）一家之长：年轻的儿子和年长儿子同权，而女儿要排在后面。见在线技术附录。

[24]见pierre Rosanvallon, *La société des égaux* (paris: le Seuil, 2011), 50.

[25]将帕累托系数和 $r > g$ 关联起来的等式已在在线技术附录中给出。

[26]显然，这意味着 $r > g$ 的逻辑机制并非唯一的作用因素。这一模型及相关测算只是对现实的一种简化，而不是要识别出每一种机制在其中扮演的具体角色（不同方向的力量可能会相互制衡）。然而，它确实展现出， $r > g$ 的逻辑机制自身已经能够充分解释可观察到的财富集中水平。见在线技术附录。

[27]瑞典的情形比较有意思，因为它融合了似乎相互制衡的多种对立的作用力：第一，在19世纪和20世纪早期，瑞典的资本/收入比要比法国和英国低（土地的价值更低，部分国内资本为外国人所有——从这一层面上讲，瑞典与加拿大类似）；第二，直到19世纪末，长子继承制还在发挥作用，而一些关于巨额王室财富的限定继承权持续至今。最后，1900~1910年，瑞典的财富集中度要低于英国，与法国的水平相近。见图10.1~图10.4，见亨利·奥尔松，杰斯珀·罗伊内和丹尼尔·沃登斯通的作品。

[28]需要注意的是，图10.10中给出的资本纯收益率应该被视作最小值，而在19世纪的英国和法国，可观察到的平均收益率高达6%~7%（详见第六章）。

[29]幸运的是，猫妈妈杜翠丝和它的小猫们最终见到了托马斯·欧马利，这是一只野猫，它们发现它的朴实纯真比艺术课程有趣多了（这有点像杰克·道森在两年后，即1912年在“泰坦尼克”号上遇到了年轻的罗丝的情形）。

[30]有关帕累托所用数据的分析，见 *Les hauts revenus en France au 20^e siècle: Inégalités et redistribution 1901–1998* (paris: Grasset, 2001), 527–30.

[31]详见在线技术附录。

[32]理解帕累托系数的最简单方式是使用“倒系数”，其实际值为1.5~3.5。1.5的倒系数意味着高于特定阈值的平均收入或财富是阈值水平的1.5倍（对于任一给定的阈值来说，拥有高于100万欧元财产的个体，平均拥有150万欧元的价值），这是一个相对较低的不平等水平（只有很少量的巨富个体）。相反，3.5的倒系数则代表了很高的不平等水平。理解幂函数的另一种方式如下：一个1.5左右的倒系数意味着，平均来讲，前0.1%人群的富裕程度仅仅是前1%人群的两倍（最富有的前0.01%和前0.1%群体的关系也类似），相反，3.5左右的倒系数意味着大概是5倍的富裕程度。所有这些在线技术附录均有解释。对于WTID数据库中不同国家在20世纪里帕累托系数的历史演变图示，见anthony B. atkinson, thomas piketty, and Emmanuel Saez, “top incomes in the long Run of History,” *Journal of Economic Literature* 49, no. 1 (2011): 3–71.

[33]即，如果社会年平均工资为2.4万欧元（每个月2000欧元），他们大约会有200万~250万欧元的年收入。见在线技术附录。

[34]巴黎的不动产（当时主要以完全自有的建筑物为主，而不是公寓住宅）并不是中等富裕人群可以拥有的，这一人群也是仍旧关联乡村不动产（主要包括农地）的唯一群体。比如赛查·皮罗托，他自视英勇而富有远见，拒绝了他的妻子关于在卢瓦尔河谷投资良田的建议，他认为这种投资过于保守——这真是他的不幸啊。见在线补充表S10.4。有关表10.1的更详细版本，显示出1872~1912年外国资产的飞速增长，尤其是在最富人群的大额投资组合中。

[35]民族团结税，由1945年8月15日的法令创立，是针对截至1945年6月4日的所有财富的一种特别征税，对最高财富的税率达到20%；同时对1940~1945年财富所有名义增长的部分进行特别征税，对最高财富的税率达到100%。实践中，考虑到战争期间的超高通胀率（在1940~1945年价格增加了两倍多），这相当于对在战争中没有完全毁灭的任何人，全部进行征税。如安德烈·菲利普（他是戴高乐将军临时政府的社会党成员）承认的那样，这一税收必须

对“那些没有变得更为富裕的人们，甚至是在名义上变得更穷的人们”予以公平的权重，虽然在这一意义上，他们的财富增长没有实现与整体价格同等涨幅，但法国有这么多人失去了一切的情况下，他们仍保存了自己的所有财富。详见andré Siegfried,L'Année Politique 1944–1945 (paris: Editions du Grand Siècle,1946),159。

[36]详见在线技术附录。

[37]具体见Les hauts revenus en France,396–403，或者参阅piketty,“income inequality in France,1901–1998,”Journal of Political Economy 111,no. 5 (2003): 1004–42。

[38]见Fabien Dell“l’allemagne inégale: inégalités de revenus et de patrimoine en allemagne,dynamique d’accumulation du capital et taxation de Bismarck à Schröder 1870–2005”ph.D. thesis,paris School of Economics,2008中的模拟结果。也可见F. Dell,“top incomes in Germany and Switzerland Over over the twentieth Century,”Journal of the European Economic Association 3,no. 2/3 (2005): 412–21。

第十一章

劳动收入和继承财富的长期变化

如前所言，在当今世界，资本的重要性与18世纪相比并未有重大变化，只不过资本形式发生了变化：资本的主要表现形式从以前的土地变成了如今的工业资产、金融资产和房地产。财富集中度依然很高，只是不再像100年之前那样极端。人口中最贫穷的一半依然一无所有，只不过现在有了所谓“世袭中产阶层”，其财富占了社会财富总额的 $1/4 \sim 1/3$ 。如今最富有的10%人群占有了全部财富的 $2/3$ ，而不是此前的90%。前文曾阐述了资本收益率和经济增长率之间的相对变动，两者之间的差距（ $r-g$ ）可解释许多所观察到的变化，包括纵贯人类历史的财富高度集中背后的财富积累逻辑。

为更好地理解财富积累的逻辑，我们必须要进一步分析继承和储蓄在资本积累中的相对作用及其长期变化。这是极为关键的议题，因为同样水平的资本集中可能源自完全不同的方式。或许全球的资本水平保持不变，但其深层次结构已发生了重大变化，因为以前资本积累主要是靠继承，但现在却主要靠一辈子辛劳所得的积蓄。对此变化的一种解释是，由于人类寿命的延长，人们必须为退休后的生活做好准备，因此导致现代人增加资本积累这种结构性变化。这种资本性质本应发生重大转变，但其实有时并不如所想象的那样剧烈。事实上，在某些国家，完全看不到这样的转变。最有可能发生的情况是，继承财富会在21世纪重新变得像以前一样。

更精确而言，我的结论应如此表述：当资本收益率长期明显高于经济增长率时，继承财富（过去累积的财富）必然会变得比储蓄财富（当下积累的财富）更重要。从严格逻辑上讲，储蓄财富也可能比继承财富更重要，但推动继承财富重要性超越储蓄财富的力量要远远大于另一方向的力量。以 $r > g$ 表述的不平等从某种意义上说意味着过去对未来的吞噬：过去积累的财富无须劳动即可自我增长，其增速还高于工作挣来的用于储蓄的财富。由此，几乎不可避免的是，过去形成的不平等具有持续性和特殊重要性，即继承财富更为重要。

如果21世纪的情况是低增长（人口和经济增长）以及高资本收益率（在各国对资本竞争加剧的背景下形成），或在出现这种情况的国家，继承财富将会变得与19世纪的时候一样。这种演变趋势在法国和其他一些欧洲国家其实已经很明显，这些国家的经济增长在几十年前就开始放缓。当前美国的这种情况还不是很突出，主要因为美国的人口增长率高于欧洲。但假如联合国对人口增长的预测中位数（与其他经济预测紧密相关）准确，在21世纪内全球各地或多或少都会出现增长放缓的情况，那么继承财富的重要性在全球范围都会得以提升。

这并不意味着21世纪的不平等结构会重复19世纪的状态，原因在于当前财富的集中度并不像当时那样极端（或许会有更多的中小食利者，但超级富豪食利者数量会减少，至少在短期看是如此），这是因为随着高级管理层的兴起，挣钱的阶层在扩大；此外，如今财富和收入之间的关系也要比过去更加紧密。在21世纪，一位高管可能就是“中等食利者”：新的精英治理秩序鼓励这类现象，当然这可能会损害中低工资收入劳动者的利益，尤其是那些拥有很少财富的劳动者。

继承额的长期变化

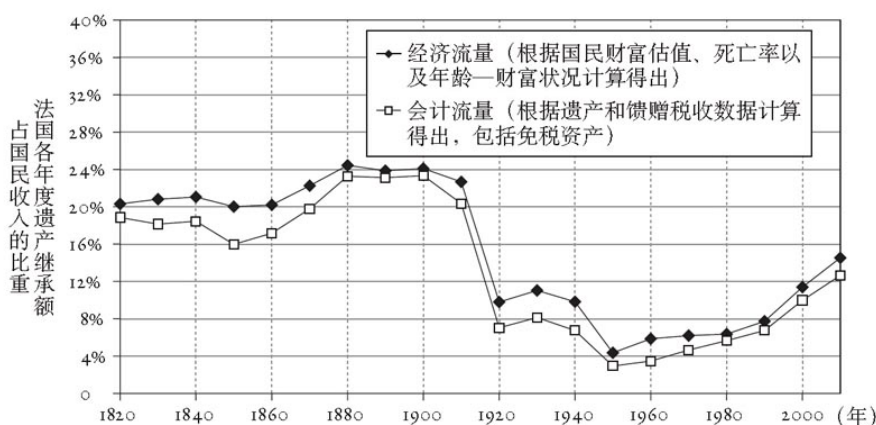
我将从头开始论述。在所有社会中，财富积累途径有二：通过工作或继承遗产^[1]。那么在收入前1%或10%人群中，这两种途径获得的财富各占多少呢？这是必须解答的关键问题。

正如伏脱冷对拉斯蒂涅所说的那样（在本书第七章中曾讨论），答案是清晰的：通过勤奋工作和努力学习不能过上舒适高贵的生活，唯一现实的途径是迎娶富家小姐以获得其继承的遗产。通过本书我希望能看清，19世纪的法国社会与伏脱冷所描述的状态究竟是否相符，由此探究这样的社会形态是如何随着时间的推移而演变的，以及为何这样演变。

在此有必要从长期角度对每年继承财富额的变化进行分析，即一年时间内遗赠（以及在世的人之间的相互赠予）的总额，看看其占国民收入的比重。该值描述的是每年历史财富转移与当年全部国民收入的比例关系（劳动收入占每年国民收入的2/3，而部分资本收入则会留给后人）。

本书将以法国为例，因为法国的长期数据更加完整清晰，从法国情况中总结得出的模式在某种程度上也适用于其他的欧洲国家。最后将谈全球层面可能发生的情况。

图11.1显示了1820~2010年法国每年的遗产继承情况。[2]其中有两个情况很突出，首先，在19世纪，年度继承额大约是国民收入的20%~25%，在19世纪末时该比例有小幅提升。后面将提到，这样的比例是相当高的，此外，这反映出几乎所有的存量资本都来源于遗产继承。因此在19世纪的小说中遗产继承总是热门话题，这显然不仅仅是因为债台高筑的巴尔扎克们对遗产继承问题有特殊癖好，更主要是因为遗产继承在19世纪法国社会中是属于核心议题，其重要程度与经济活动和社会运行不相上下。此外遗产继承的重要性并未随着时间的推移而削弱；恰恰相反，在1900~1910年，遗产继承的规模反而较伏脱冷、拉斯蒂涅和伏盖公寓所处的19世纪20年代变得更高（从国民收入的20%上升到了25%）。



从19世纪至1914年，年度遗产继承额约占国民收入的20%~25%；随后在20世纪50年代下降到了不足5%的水平，但又在2010年恢复到约15%。

图11.1 1820~2010年法国各年度遗产继承额占国民收入的比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

随后在1910~1950年，继承额相对国民收入的比重出现了大幅下降，但从1950年开始该数据又持续回升并在20世纪80年代有明显的加速上涨。该比重在20世纪有较大的上下波动。在第一次世界大战之前，每年遗产和馈赠额占国民收入的比重相对稳定（大致稳定，尤其是与随后的波动相比），但在1910~1950年却跌到了最高水平的1/5~1/6（最

低时继承额仅占国民收入的4%~5%），而1950~2010年又上涨了三四倍（恢复到占国民收入15%的水平）。

图11.1中的变化显示了人们对继承财富的看法以及继承财富本身的深层变化，此外这也在很大程度上反映了不平等结构的变化。下文将会提到，1914~1945年继承额的萎缩程度几乎是私人财富缩水的两倍，因此遗产减少并不完全是由整体财富缩水所引起的（尽管两者之间存在明显的关系）。从公众舆论看，民众普遍认为遗产盛行的年代已经结束，这种看法显然要超过认为资本主义宣告终结的观点。1950~1960年，遗产和馈赠额在国民收入中仅占几个百分点，因此人们自然认为遗产效应几乎消失，并且尽管资本整体重要程度较过去有所下降，但现在财富几乎都是个人通过一辈子的勤俭节约而积攒下来的。在这种条件下成长起来了几代人（尽管人们普遍理解的并不完全是真实情况），尤其是那些出生在20世纪40年代末和50年代初的所谓婴儿潮一代，他们当中许多人今天依然健在，这批人自然会认为通过勤劳而不是靠祖先庇荫致富已经是“新常态”。

与此相对，当今世界由“70后”、“80后”组成的年轻群体却有着不同的感受，他们感受到（或多或少）遗产继承的重要性将会重新在他们的生活或者亲朋好友的生活中显现。以房产为例，对于这部分群体而言，来自父母的赠予将在很大程度上影响他们是否能拥有属于自己的住房、在什么年纪拥有自己的房子以及房子的位置面积如何。至少与上一代人相比，来自父母的赠予对当前年青一代来说更加重要。遗产继承对年青一代的生活、职业以及个人和家庭选择的影响要远远超过对婴儿潮一代人的影响。遗产继承的重新崛起目前尚未完成，这场变迁才刚至中途（2000~2010年遗产继承额在国民收入中的比例处在20世纪50年代低位和1900~1910年高位的中间）。迄今为止，与此前那次变化相比，遗产继承重要性的提升并未对民众看法造成深刻影响，民众思维还停留在“努力奋斗就能富有”的状态。但经过接下来几十年的发展，情况将会发生很大变化。

会计流量法和经济流量法

图11.1中有若干要点需要阐明。首先，必须把活人之间的馈赠也包括在继承额之内（无论是在临死之前还是日常生活中的馈赠），因为这

部分财富转移在法国和其他地方都有重要作用。馈赠和遗产的相对规模在历史上有很大变化，因此如果将馈赠排除在外，那么这将严重影响分析的公正性并扭曲空间和时间上的比较。幸运的是，法国对人际馈赠也有着详细的记录（尽管明显存在一定程度的低估）。并不是每个国家都有这样的数据和记录。

其次，可能更为重要的是，法国历史数据的丰富程度可让我们通过两种方法来测算遗产继承额，这两种方法在数据来源和计算方法上是完全独立的。图11.1中的两种变化（在此称为“会计流量”和“经济流量”）是高度吻合的，这验证了数据的可靠性并表明历史数据是靠得住的。这种数据的一致性也可帮助我们对研究中存在的各种不同因素进行剖析。

[3]

从广义上说，要估测某国的遗产继承额有两种方法：可直接采用观察到的遗产和馈赠额（例如通过税收数据：此为“会计流量”），或者也可考察私人资本并推算某给定年份的理论值（此为“经济流量”）。两种方法各有利弊。第一种方法更为直接，但许多国家的税收数据并不完整，因此结果也不能总是尽如人意。正如前文所述，法国从很早时（在法国大革命时代）就建立了遗产和馈赠记录系统，而且相当完备（从理论上说，除少数例外情况，这些数据覆盖了所有的继承和馈赠，包括那些纳税额极为轻微甚至不用纳税的继承和馈赠），因此使用“会计流量法”是可取的。但必须要对征税数据进行调整，例如要考虑那些不必报税的小额遗产和馈赠（数额太小）以及那些免征遗产税的资产转移，例如从20世纪70年代开始逐渐风行的人寿保险合约（如今占法国全部私人财富的近1/6）。

第二种方法（“经济流量”）的优势在于不依赖征税数据，因此可更全面地测算财富转移，而不用顾及各国千差万别的税务体系。当然最理想的状态是，每个国家都能应用两种方法。此外也可对图11.1中两条曲线之差进行解读（“经济流量法”得出的数字总是要高于“会计流量法”得出的数字），由此估计税务欺诈或遗嘱记录系统的缺失。当然也可能存在其他原因，包括现有数据系列以及所使用方法的纰漏。在某些特定时期，两者之间的差距还很大，但从长期分析角度看，无论采用什么方法，长期演变的趋势都是连贯的。

三大要素：遗产终结的幻象

事实上，经济流量法的最大优势在于可对影响遗产继承额和历史变迁的三大要素进行全面评估。

一般而言，年度遗产和馈赠额（在此以占国民收入的比重 b_y ）是三大因素作用下的结果：

$$b_y = \mu \times m \times \beta$$

其中 β 是指资本/收入比（或更精确而言，是可继承的私人财富总额占国民收入的比重，公共财富是不可继承的）， m 代表死亡率，而 μ 则是逝者死亡时的平均财富与在世者平均财富的比率。

这样的分解完全是数理意义上的，从公式定义看，该公式放之四海而皆准。具体来说，这是用来估计图11.1中“经济流量”时所采用的公式。尽管将经济流量分解成这三要素有些同义反复，但这依然是相当有用的方式，可以让我们看清在过去充满争论的问题，而该问题背后的逻辑其实并不复杂。

现在来逐一分析这三个要素。首先是资本/收入比，即 β 。该要素代表着明显的公理：假如某社会中用于继承的财富较多，那么首先可用于被继承的私人财富数量必须达到相当规模。

第二个要素是用 m 表示的死亡率，该作用原理也很清晰。假定其他所有条件均等，那么死亡率越高，财富的继承流量也就越大。假如人人长生不老，即死亡率为零，那么继承也就无从说起，遗产继承额也必然是零，而无论资本/收入比 β 值有多高。

第三个要素是逝者去世时平均财富与在世者的平均财富之比，用 μ 来表示，也同理可见。[\[4\]](#)假定逝者去世时的平均财富与在世人口平均财富相等，即 $\mu = 1$ ，那么遗产继承额将简单取决于死亡率 m 和资本/收入比 β 。举例来说，如果资本/收入比为600%（私人财富总额相当于6年的国民收入），而成年人死亡率为2%[\[5\]](#)，那么年度遗产继承额即为国民收入的12%。

如果逝者死亡时的平均财富是在世人口平均财富的两倍，即 $\mu = 2$ ，那么遗产继承额将会是国民收入的24%（依然假定 $\beta = 6$ ， $m = 2\%$ ），这也在19世纪和20世纪初观察到的水平。

显然 μ 值的大小取决于财富的年龄段分布。如果人均财富随着年龄段的上升而提高，那么 μ 值也就越高，遗产继承额也就越大。

反过来说，假如在某社会财富的主要目的是为了支付退休之后的生活费用，而且老年人会在退休之后消耗他们在工作阶段积累下来的财富（例如支取养老金），即按意大利裔美籍经济学家弗兰科·莫迪利亚尼在20世纪50年代提出的“储蓄的生命周期理论”，那么 μ 值将会接近零，因为人人都希望在临死之前将财富花掉甚至花完。在 $\mu=0$ 的极端情况下，所谓的遗产继承也就消失了，而不论 β 和 m 值的大小。从严格的逻辑角度出发，可以想象存在这样的世界，其中存在相当规模的私人资本（即 β 值很高），但大部分的财富都是以养老基金或类似形式存在的，这些针对个人的财富会在其死亡时自动消失（即“年金化财富”），此时遗产继承额就会变成零或接近于零。莫迪利亚尼的理论对社会不平等提出了静态的单一维度解释：财富不平等不过是工作不平等的投射（管理人员比工人积累更多的退休基金，但双方在辞世之际资本拥有量都接近零）。该理论在“二战”之后的几十年内十分流行，以塔尔科特·帕森斯为代表的美国功能结构主义社会科学家也描绘了由管理人员组成中产阶层的社會，遗产继承在社会中几乎不具有任何作用。^[6]即便今天，许多婴儿潮一代都对此理论深信不疑。

本书将遗产继承分解成由三大要素影响的结果（ $b_y = \mu \times m \times \beta$ ），这对于思考遗产继承及其演变历史有重要意义，因为每个要素都对应着一系列重要结论和观念（乍看上去完全成立的先验结论），这些结论和观念使得许多人都能够想象，尤其是在“二战”结束之后乐观主义弥漫的几十年里，继承财富的终结（或以缓慢逐步方式式微）应是历史发展的逻辑结论和最终归宿。然而全球范围内继承财富的缓慢终结并非必然发生的结果，法国的经验可以表明这点。实际上，我们所看到的法国继承财富U形曲线是 μ 、 m 和 β 三大因素共同作用的结果。此外，由于偶然原因等，三大因素有时会同步发挥作用，这也是为什么整体发生的巨幅度的变化，尤其是20世纪50~60年代遗产继承额下降到了极低的水平，这导致当时许多人都认为继承财富效应已经消失了。

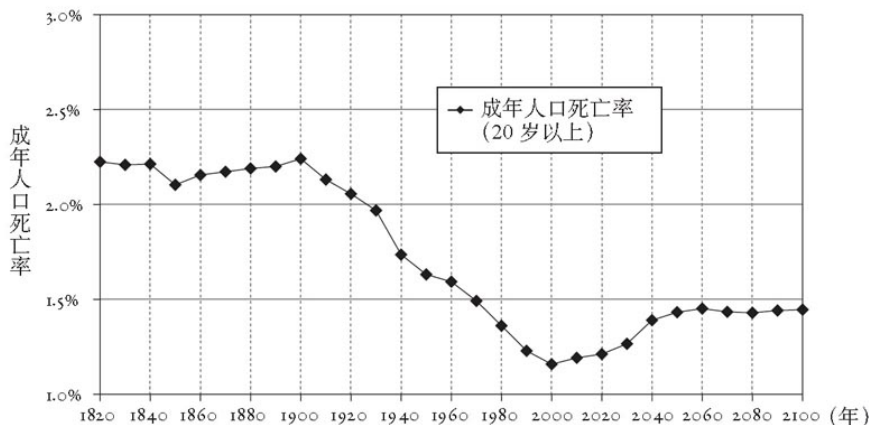
在第二部分中曾阐述过，资本/收入比 β 值呈现明显的U形曲线。由此产生的乐观看法很明确，似乎也很有道理：随着时间的推移，继承财富的重要性会下降，因为财富的重要性在下降（或更精确而言，非人力资本的财富——那些可拥有、可在市场上交换并可根据现行物权法完全

转移给后代的财富——重要程度在下降)。当前没有理由能够证伪这种乐观看法。这也是贯穿全部现代人力资本理论的看法(包括加里·贝克的著述),即便这种乐观看法并不能外化成公式[7]。然而现实情况的发展却并非如此,或至少没有像有些人所想象的那样:土地资本变成和金融资本、工业资本和房地产,但资本的重要性依然无损,当前资本/收入比似乎正恢复到一战前欧洲“美好时代”以及此前的历史最高水平。

基于某些技术原因,如今资本依然对生产起着核心作用,在社会生活中资本也居于支配地位。在生产开始之前,就必须有资本投入来购买设备、支付原料以及各类服务开销,当然还有房租。毋庸置疑,人类的技能和能力在过去有了长足的发展,但非人力资本的重要性也在同比例增长。因此没有任何先验理由去认定,继承财富会逐渐消失。

死亡率的长期变化

第二个可以解释遗产继承自然终结的因素是寿命延长,因为随着寿命延长,死亡率 m 得以降低,而等待继承所需的时间延长(减少了遗产规模)。诚然,所有人都承认,从长期来说死亡率是在下降:当人均寿命是80岁时,每年死亡人口占总人口比例肯定要小于人均寿命60岁时的比例。假设其他条件均等,在给定 β 和 μ 值情况下,在死亡率较低的社会中,遗产继承额在国民收入中的比重也会相对较低。法国的死亡率与历史比较下降了不少,其他国家的情况也类似。19世纪时法国人口的死亡率是2.2%(死亡人数占成年人口比率),在随后的20世纪持续下降[8],在2000~2010年跌到了1.1%~1.2%的水平,在百年之间几乎下降了一半(见图11.2)。



法国人口死亡率在20世纪下降（即平均寿命提高），但在21世纪将会略有上升（婴儿潮效应）。

图11.2 1820~2100年法国死亡率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

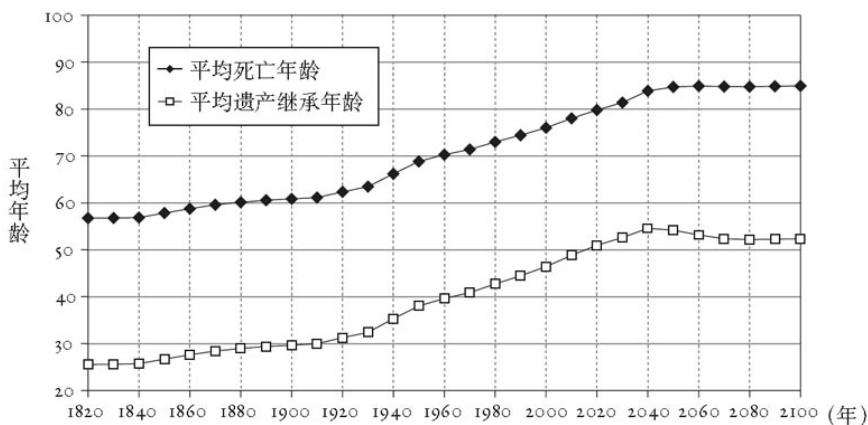
然而，如果认为死亡率的变化必然会导致继承财富在经济发展中的重要性降低甚至消失，那就大错特错了。首先，法国的死亡率在2000~2010年有所回升，根据官方公布的人口预测，死亡率会在2040~2050年之前继续上升，然后稳定在1.4%~1.5%的水平。这主要是由于婴儿潮一代人的老去，婴儿潮一代人的数量要超过此前几代（但后来几代人的规模却与婴儿潮一代人口数量相当），大部分人会在这一时期离世[9]。换言之，战后的婴儿潮导致了出生人口规模的结构性变化，实际上是临时降低了死亡率，因为婴儿潮扩大了人口规模，拉低了人口平均年龄。法国人口状况相对来说比较简单，因此我们可以清晰地看到人口变化的基本效应。在19世纪，法国人口增长几乎是停滞的，人均寿命大概在60岁左右，所以每个人的成人期有40年多一点儿的时间，因此死亡率约为 $1/40$ ，精确一点儿就是2.2%。在21世纪，按照官方预测，人口规模将再度趋于稳定，但平均寿命提高到了85岁，即成人期有65年，那么静态人口规模中的死亡率就是 $1/65$ ，在人口略有增长的情况下也就是1.4%~1.5%的死亡率。从长期来看，类似于法国这样人口总量基本稳定的发达国家（人口增加主要是因为寿命延长），成年人死亡率大约会下降 $1/3$ 。

在21世纪头10年至中叶这段时间内，由于婴儿潮一代的老去，死亡率预计会有上升，尽管这纯粹是数学上的效应，但其重要性依然不容忽视。这部分解释了为何20世纪下半叶的遗产继承水平会在低位，以及为

何今后几十年遗产继承额将会出现大幅攀升。这些效应在其他地方可能会表现得更加明显。在那些人口开始出现明显下降或人口即将出现大幅下降的国家（出生人口变少），尤其以德国、意大利、西班牙和日本为代表，这种现象将会引发21世纪上半叶死亡率明显攀升，由此也将自动导致遗产继承额出现大幅上升。人均寿命虽然在增加，但人终有一死；只有稳定且适当的出生人口增长才能从根本上降低死亡率和遗产继承额。在像法国这样人口老化而出生人口不增加的国家，甚至像某些出生人口出现下降的发达国家，依然有可能出现较高的遗产继承额。在极端情况下，假设出生人口的规模下降一半（因为每对夫妇都打算只要一个孩子），死亡率和遗产继承额就会上升到前所未有的高位。相反，假如年青一代的人口数量始终是上一代的2倍，正如许多国家在20世纪的情况或如今非洲某些国家的情况那样，那么死亡率将会下降到很低的水平，而继承的财富也将微不足道（在其他条件均等情况下）。

财富集中于老年人： $\mu \times m$ 效应

现在让我们暂时不考虑各年龄阶段的人口规模：尽管在各年龄层的人口数量变化十分重要，但只要我们认为地球人口从长期看不会无限膨胀或萎缩，那么这归根到底是短期现象。在此我要从长期角度去分析问题，并假设人口各年龄层的规模是稳定的。那么人均寿命延长将会对继承财富的重要性产生多大影响？诚然，寿命延长，死亡率就会出现结构性下降。在法国，21世纪的人均寿命将达到80~85岁，成人死亡率将会稳定在1.5%以下的水平，这与19世纪人均寿命只有60多岁而死亡率高达2.2%时的情况相比有了很大改善。平均寿命的延长也必然导致遗产继承者在继承遗产时平均年龄上升。在19世纪，遗产继承者在接受遗产时的平均年龄只有30岁；但在21世纪，这一平均年龄将会是50岁左右。正如图11.3所示，平均死亡年龄和平均继承年龄之间的差距总是保持在30年左右，因为人们生育孩子的平均年龄（通常称为“代际年龄差”）长期看都稳定在30岁左右（尽管21世纪初略有增长）。



在20世纪，法国成年人平均死亡年龄从不到60岁上升到了将近80岁，而遗产继承年龄也从30岁上升到了50岁。

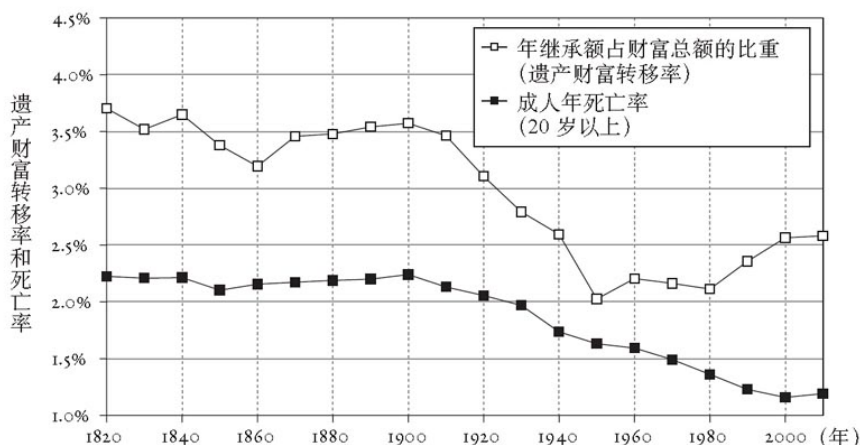
图11.3 1820~2100年法国平均死亡年龄和遗产继承年龄

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

那么如果说人类平均死亡和遗产继承时间都向后延伸，这是否意味着继承财富的重要性在减弱？答案是：未必。这是因为在世的人之间的相互馈赠日益重要，部分抵消了老龄化效应。此外尽管继承期向后推，但所继承的财产额也在增加，因为在老龄化社会，财富会随着年龄增长。换言之，死亡率的下降趋势，尽管从长远看不可避免，但该效应也会因年长者相对财富的增加而有所抵消，因此 $\mu \times m$ 的值依然不会有多大变化，或至少不会像某些人想象的那样急剧下滑。法国所发生的情况就完全如此：逝者离世时平均财富与在世者平均财富的比值 μ 在1950~1960年后明显上升，这种缓慢发生的财富集中于年长者的情况充分解释了为何近几十年来继承财富的重要性会再度凸显。

具体来看，用以描述年度遗产转移率（又以遗产额占全部私人财富的百分比来表示）的 $\mu \times m$ 值显然在过去几十年有了明显的上涨，尽管死亡率还在持续降低（如图11.4所示）。年度遗产转交率曾在19世纪被经济学研究者称为“不动产转移率”，按我的测算，该转移率在从18世纪20年代开始至20世纪头10年的区间内基本稳定在3.3%~3.5%水平上，大约是1/30。当初也有种说法，认为财富的继承转移是每30年发生一次，因为差不多30年就是一代人，这种有些过于静态看待事实的观点其实也获得了当时现实的部分证明[10]。在1910~1950年，遗产转移率出现了大幅下降，20世纪50年代时仅有2%的样子，此后又开始慢慢回升，在2000~2010年到了2.5%的水平。

总之，遗产继承在老龄化社会中会延后，但财富也会随着年纪增长而增加，后者会抵消前者的效应。从这个意义上说，假如所有人都不死，那么全部的遗产继承就会消失，但假如只是某社会的平均死亡年龄较高，那么情况就会截然不同。人均寿命延长意味着生命重要时点的全部后移：人们的上学时间变长、参加工作时点后移、继承遗产时间后移、退休年龄后推，直至死亡年龄的后移。然而，遗产对于工作所得的重要性却未必会发生变化，至少不会像人们有时想当然地认为那样。诚然，遗产继承的时间点后移，这意味着人们相比过去更必须要有自身的职业发展，但这又被遗产数额增大或馈赠数额增大的效应所抵消。不论如何，遗产重要性的变化是微乎其微的，而不像人们有时所想象的如文明变迁般剧烈。

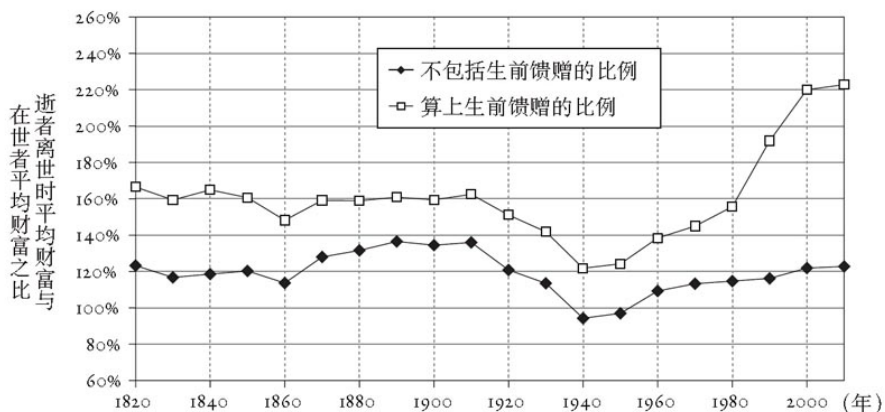


2000~2010年，每年的继承额（包括遗产和馈赠）大约是财富总额的2.5%，同期死亡率是1.2%。

图11.4 1820~2010年法国继承额和死亡率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

死者之富，生者之财



在2000~2010年，如果不算逝者生前的馈赠，逝者在离世时的平均财富较在世者的平均财富高出20%；如果算上生前馈赠，那么死者的财富将是在世者的两倍。

图11.5 1820~2010年法国逝者离世时平均财富与在世者平均财富之比

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

仔细分析 μ 值的变化，即逝者离世时的平均财富和在世者平均财富之比，也会发现饶有趣味的现象，如图11.5所示。首先值得注意的是，从1820年到现在的近200年时间里，法国逝者离世时的财富总是要超过在世者的平均财富，即 μ 始终大于100%，唯一的例外是在“二战”期间（1940~1950年），当时该值（并未考虑生前的馈赠）曾短暂低于100%。前文曾论述过，按莫迪利亚尼的生命周期理论，财富累积的主要原因是为了支付退休后的生活，在老龄化社会尤其如此，因此长寿者应该会在老年阶段花光大部分的储蓄，在离世之时应该资产不多甚至完全做到“赤条条”地去。这就是著名的“莫迪利亚尼三角”，所有学习经济学的学生都被这样教，即财富最初是随着年纪的增长而增加，因为人们需要积累储蓄来应对退休后的生活，随后在花掉大部分储蓄后死去。照此说来， μ 值就应该是零或接近零，不管如何肯定要低于100%才对。这种关于老龄化社会中资本及其演变的说法尽管在逻辑上完全说得通，但却无法解释现实中观察到的事实，至少事实并不如此。显然为退休储蓄只是人们积累财富的原因之一，但这肯定不是最重要的原因：希望家族财富代代相传的愿望始终是重要动机。从实际情况看，那些无法传给后人的“养老金”财富在私人财富中所占比重极小，在法国所占比重不到5%，英语国家的养老金体系更加发达，在英语国家的比重也不过是15%~20%。这个比重虽然不可以完全忽略，但显然并不足以改变遗产才是财富积累最重要动机的基本事实（因为生命周期储蓄应该不是可遗传财富的替代，而是其补充）。[11]当然，现在也很难说，假如20世纪

没有现收现付制的养老金制度，那么财富积累将会呈现怎样不同的局面。现收现付制的养老金体系保障了大部分退休人员的生活水平，其保障可靠性和平等性都要优于金融资产投资，因为金融资产投资可能会在战乱时化为乌有。因此，假如没有这样的公共养老金体系，那么整体财富积累的程度（以资本/收入比衡量）可能要甚于今天。^[12]不管如何，如今的资本/收入比与欧洲“一战”前的“美好年代”相似（当时人均寿命较短，极大减少了以退休为目的的储蓄积累），而如今“养老金”形式的财富在全部财富中的比重也仅比100年之前略升了一点儿。

过去200年间，生者之间的相互赠予也很重要，过去几十年间赠予的重要性更加凸显。1820~1870年，赠予总价值大约相当于年度遗产继承额的30%~40%（在此期间赠予的主要形式是嫁妆，即送给新婚夫妇的礼物，通常在婚姻合约中有关于嫁妆的条款）。1870~1970年，赠予的价值出现下降，差不多稳定在继承额20%~30%的水平，随后开始节节攀升，在20世纪80年代相当于遗产继承额的40%，90年代到了60%，并在21世纪头10年超过了80%。当前赠予的价值与遗产继承额已十分相近。赠予在馈赠遗产总额中的比重占到一半，因此现在必须把赠予考虑在内。具体来说，如果我们把生前赠予排除在外，那么在2000~2010年死者的平均财富仅仅比在世者的平均财富高出20%。但这仅仅反映了死者在生前把将近一半财产赠予他人后的状况。如果我们将生前赠予计算在内，那么 μ 值（经调整）实际要超过220%：经调整后的逝者财富是在世者平均财富的两倍。如今人们又进入了财富赠予的黄金期，程度远远超过19世纪。

另外有意思的是，无论是如今还是在19世纪，大部分的馈赠都是给孩子，内容则常常是房地产投资，馈赠的时点平均是在赠予方去世前10年（该时间差长期以来都保持稳定）。20世纪70年代以来随着赠予重要性的增长，赠予接收方的平均年龄也在逐渐减小：2000~2010年，遗产继承者的平均年龄在45~50岁，但赠予接受者的平均年龄却在35~40岁，因此今天与19世纪或20世纪初期相比的差距并不像图11.3所显示的那样大^[13]。在1990~2000年财税制度鼓励赠予之前的70年代开始，赠予就逐渐变得越来越重要，对比最令人信服的解释是富有的家长逐渐意识到，随着人均寿命的延长，他们也可以在孩子35~40岁时就赠予他们财产，而不用等到他们45~50岁甚至更晚时再移交财产。不论如何，不管到底哪种解释更精确些，现实情况就是：馈赠开始变得越来越重要，并成为现代社会继承和赠予财富重新崛起的重要组成部分，这在德国等

其他欧洲国家也表现得非常明显。

知天命与耄耋：欧洲“美好年代”的年龄和财富

为了更好地理解财富积累的机制以及计算 μ 值的详细数据，我们需要按年龄段来分析平均财富的演变。表11.1显示了1820~2010年按年龄段划分的财富状况。[\[14\]](#)最为惊人的发现莫过于19世纪财富向着年长者集中的态势，这反映出资本日益集中。1820年，年长者的财富与50多岁群体（作为参照群体）的财富相比没有太多优势，60多岁群体的财富比参照群体高出34%，而80多岁群体的财富则高出53%。但随后各年龄段之间的财富差距就迅速拉大。到1900~1910年，60岁和70岁年龄段的财富就比参照群体高出了60%~80%，而80岁群体的平均财富更是达到了参照群体的2.5倍。注意这是所有法国人的平均数。如果只看财富最集中的巴黎，那么情况就更加极端化。在第一次世界大战之前，巴黎居民的财富随着年纪增长而膨胀，70~80岁群体的财富平均是50岁群体的3~4倍[\[15\]](#)。当然大部分人死的时候没有多少财产，由于当时养老体系不健全，许多人还陷入“黄金年纪的贫困”。

但在那些少数财富拥有者中，财富随年龄升高而膨胀的趋势相当明显。自然，80岁群体的巨富不能用劳动或创业活动来解释，因为难以想象80多岁的人还会搏杀在创业一线。

表11.1 1820~2010年法国各年龄段平均财富状况
(以50~59岁年龄段为100%)

年份	20~29岁	30~39岁	40~49岁	50~59岁	60~69岁	70~79岁	80岁以上
1820	39	37	47	100	134	148	153
1850	38	37	52	100	128	144	142
1880	30	39	61	100	148	166	220
1902	36	37	65	100	172	176	238
1912	38	34	52	100	158	178	237
1931	32	39	57	100	123	137	143
1947	33	52	57	100	99	56	62
1960	38	52	54	100	110	101	87
1984	49	55	43	100	118	113	105
2000	49	46	66	100	122	121	118
2010	25	42	74	100	111	106	134

注：1820年，60岁群体的财富较50岁群体高出34%，而80岁群体的财富则高出53%。
资源来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c/table 2

这种“越老越富”的现象意义重大，一部分是因为这可以解释为何“一战”前欧洲“美好年代”的 μ 值（即逝者离世时的平均财富与在世者平均财

富比值（较高，由此也导致继承额较高，此外这种现象也说明了经济进程背后的一些具体问题。我们所有的个人数据清楚表明了这一点：19世纪末和20世纪初财富向老人集中的现象是 $r > g$ 不平等规律及其累计叠加发生作用的直接结果。具体来说，拥有大量财富的年长者所获得的资本收益要远超过其支付生活之需。比方说，老年人可以拿到5%的收益，然后只消费其中的2/5，另外的3/5用于再投资，那么其财富至少会以3%的年均速度增长，按此推算，在85岁时其财富就应该是60岁时的2倍。这种机制简单但效力强大，也可充分解释所观察到的事实。其实拥有巨额财富的人通常会远远不止3/5的资本收入用于再投资（这将进一步加速财富分化），当然平均收入和财富也不会一直不变（而是以每年1%左右的速度增长，当时可能相对还慢一些）。

通过对1870~1914年法国财富积累和集中的机制研究，尤其是巴黎的财富状况研究，我们可发现许多与当今甚至未来世界相通的规律。不仅那一时期的数据极为详尽可靠，而且那个历史阶段也正好是第一次贸易和金融全球化的高潮。如前所述，当时有了现代意义上的多元资本市场，个人所拥有的财富结构也很复杂，包括海内外资产、公共资产和私人财产以及定额或可变回报。尽管当时的年均经济增速只有1%~1.5%，但正如在前面所阐述的，这样的增长速度从长期的代际角度或历史角度看是完全可持续的。因此这样的增速所体现的绝不是一个静止的农耕社会，相反这是充满了技术和工业革新的年代：正是在那些年里，汽车、电力、照相机和许多新鲜技术和产品开始走入人们的生活，而其中许多发明都来源于法国或与法国相关。1870~1914年，50~60岁的群体所拥有的财富并不都是继承祖先的遗产；事实恰恰相反，许多人都是通过工业或金融领域的创业活动而发家致富的。

然而，发挥决定作用的还是不平等规律 $r > g$ ，大部分的财富集中都可用该规律解释。不论一个50~60岁年龄段的人的财富是挣来的还是继承来的，只要财富超过了相应的界限，那么资本就会不断自我复制并开始加速累积。 $r > g$ 这一规律意味着，每个创业者最终都会变成食利者。哪怕这样的转变是发生在人生的后半阶段，随着人均寿命的延长，这样的转变也是极其重要的。一个人在30~40岁的时候可能有着许多奇思妙想，但到70~80岁时就会思维迟钝，但他的财富还会继续自动增长，或者他的财富可以转交给下一代来继续增长。19世纪的法国经济新贵都是充满创新精神和活力的企业家，但在 $r > g$ 客观规律的作用下，尽管当时企业家都意识不到这点，他们的努力最终还是强化并巩固了一个食利者

战争后的财富复兴

1914~1945年，由于资本和资本所有者多次受到冲击，其自我维系机制崩塌。两次世界大战的结果之一就是引发了重新创造财富的热潮。图11.5清楚表现了这一点：1940~1950年出现了历史上第一次也是迄今为止唯一一次的财富现象，即逝者离世时的平均财富要低于在世者的平均财富。在表11.1的年龄段财富分布中可以更清楚地看到这点。1912年，第一次世界大战的前夕，80岁群体的财富是50岁群体财富的2.5倍；1931年，高出的幅度只有50%；而到了1947年，50岁年龄段的财富反而比80岁年龄段的平均财富高出40%。更令老年人寒心的是，当年40岁群体的财富都超过80岁群体了。这是所有旧有规律都开始失效的年代。在第二次世界大战结束的几年内，财富的年龄段分布忽然出现了钟形曲线，而处于顶点的正是50岁群体，这与“莫迪利亚尼三角”十分接近，只不过在现实状况中，大部分老人的财富并未趋于零。这与19世纪的状况形成鲜明对照，当时财富就是随着年龄的增长而线性增加。

这种明显的财富再造的原因其实很简单。如在本书第二部分中所言，所有财富都在1914~1945年遭受了多次冲击，包括房产毁灭、恶性通胀、企业破产以及强制征用等，因此资本/收入比出现了迅速下降。如果粗略看，那么有人可能会猜想，所有的财富都遭受了相同程度的破坏，因此各年龄段财富分布还是不变。但事实上，那些在战乱中无所失去的年轻群体反而在战后迅速崛起，而不像上了年纪的人那样难以东山再起。假如有商人在1940年时是60岁，他的财产在随后的轰炸、强征和破产中消失殆尽，那么他将很难再白手起家。他或许会活到70~80岁，在50年代或60年代死去，留给子孙的财产极其有限。但与此相反，假如某人在1940年时才30岁，同样也在战火中失去了一切财产（可能本来就没多少），那么当战争结束后，他还有充分的时间来重新积累财富，因此在50年代，当他到了四十几岁时，他的财富可能要超过前一个例子中说的那个70岁的老者。战争让一切归零或接近于零，这必然会产生财富再造的热潮。因此从这个意义上说，两次世界大战确实是在20世纪将所有旧世界的瓜葛一笔勾销，由此也造成了人类终于克服了资本主义的错觉。

这也用来解释为何第二次世界大战结束后的几十年里，遗产继承额会变得如此之低：那些本应在1950~1960年继承遗产的人并未见到多少遗产，因为其父母一辈没有时间来重整河山，其父母在去世时留下的财产相当稀少。

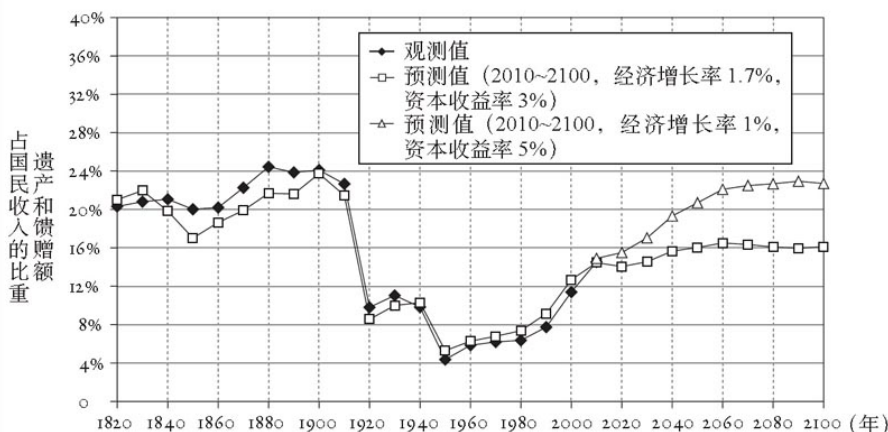
具体而言，这也可以解释为什么遗产继承额的下跌要超过财富本身的缩水，实际上遗产继承额的跌幅是整体财富跌幅的两倍。正如第二部分所述，1910~1920年以及1950~1960年，私人财富总额下降了超过2/3：私人资本存量从相当于7年的国民收入下降到2~2.5年（见图3.6），但年度财产继承额却下跌了5/6，即从第一次世界大战前夜的占国民收入25%下降到了50年代的约4%~5%（见图11.1）。

但最为关键的是，这样的局面并没有维持太久。“重建资本主义”本身就是过渡阶段，而不是代表人们所想象的结构性变化。在1950~1960年，随着资本的重新积累以及资本/收入比 β 值的重新抬升，财富又开始朝着高年龄阶段集中，由此衡量死者平均财富与生者平均财富比的 μ 值又开始上升。财富的增长与财富向高年龄阶段集中几乎同步，因此就为遗产继承重要性的强势回归奠定了基础。到1960年，1947年的景象就已经成为历史：60岁和70岁年龄段的财富超过了50岁群体（见表11.1）。80岁年龄段的转机则出现在80年代。在1990~2000年，各年龄段的财富分布曲线愈发陡峭。2010年时，80岁年龄段人的财富比50岁年龄段要超出30%。如果把生前的馈赠（见表11.1）也计算到各年龄段的财富分布，那么2000~2010年的分布曲线将更为陡峭，基本与1900~1910年的状态接近，即70~80岁年龄段的财富是50岁年龄段群体的2倍，只不过现在的死亡年龄要大大延后，这更使得 μ 值变高（见图11.5）。

遗产继承额将在21世纪如何演变？

鉴于遗产继承额在近几十年的快速增长，那么自然有人会问：这种快速增长是否会继续下去？图11.6显示了21世纪中最可能出现的两种情形。第一种“最可能出现的情形”假设2010~2100年的平均经济增速是1.7%，而资本收益率是3%，[16]第二种情形则假设2010~2100年的平均增速是1.0%，而资本收益率将会提高到5%。这种情况也是有可能发生的，比如所有包括企业所得税在内的资本税和资本所得税都取消，或这些税大大减少而同时资本在收入分配中比重提升。

在“最可能出现的情形”中，通过理论模型（该模型成功推算了1820~2010年的演变）推导出来的结果表明，年度继承额将在2030~2040年继续，随后会稳定在国民收入16%~17%的水平。而在另一种情形中，年度继承额会一直增加到2060~2070年，随后稳定在国民收入24%~25%的水平，这是与1870~1910年相似的水平。在“最可能出现的情形”中，继承财富的重要性仅仅是略有恢复；但在第二种情形下，继承财富的重要性将彻底恢复（从遗产继承和馈赠总额的角度看）。但无论是第一种还是第二种情形，21世纪的遗产和馈赠额都会相对较高，远远高于在20世纪中叶所观测到的历史低点。



用理论模型推导出来的预测结果表明，21世纪的遗产继承额将取决于经济增长率以及资本收益率。

图11.6 1820~2100年法国的历史和预测遗产继承额

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

这些预测当然存在诸多不确定性，此外其主要目的也是为了方便说明。21世纪的遗产继承状况取决于许多因素，包括经济、人口以及政治因素，而历史证明这些因素往往会有规模宏大但难以预测的变化。不难想象，在其他不同情形假设中，结局也会不同：比如人口或经济增长明显加速（这种情形发生可能性较小），或针对私人财富和遗产的公共政策有了显著调整（这种情形倒是很有可能发生）。[17]

此外也必须指出，财富的年龄段分布也主要取决于储蓄行为，即不同年龄段的人储蓄财富的原因。如此前所述，人们储蓄出于各种各样的原因，具体到个人之间的差距会相当大。有些人可能是为了退休生活或防范失业而储蓄（生命周期型储蓄或未雨绸缪型储蓄），有些人储蓄则

是为了积攒或传承家族财富。事实上，有些人就是以财为乐并特别享受财富所带来的尊崇感（家族储蓄或纯粹财富积攒）。从抽象角度说，我们完全可以想象出这样的世界，里面的人都希望将其财富转换成“年金化”收益，然后不再带分文而去。若此行为在21世纪成为主流，那么无论经济增长率或资本收益率是多少，遗产继承额都会大幅缩减至零的水平。

然而，图11.6中所列的是根据现有信息推断最有可能发生的两种情况。特别是假定2010~2100年的储蓄行为应该与过去相差不大，具体特征见下文所述。尽管个人行为千差万别，但我们发现储蓄率与收入和初始财富呈正相关关系，但不同年龄段之间的储蓄行为差别却不大：概括来说，无论年龄如何，人们的储蓄率都很相似。[\[18\]](#)按照储蓄生命周期理论，年长者会在最后的岁月大量消耗储蓄，但无论平均寿命会增加多少，这种现象在现实中似乎都并未发生。这种现象背后的重要原因之一就是家族财富传承的动机（没有人希望在去世的时候真的一无所有，即便是在老龄化的社会中），其他原因还包括纯粹的储蓄偏好以及安全感之需，财富不仅意味着特权和实力，也能让人安心。[\[19\]](#)财富的高度集中（即处于收入金字塔顶端的10%群体总是能占有全部财富的50%~60%以上，甚至各年龄段内的情况也是如此）是解释所有这些现象的关键，但莫迪利亚尼的理论完全忽略了财富的集中。自1950~1960年以来财富分布又重新出现王朝集中式的趋势，这可解释年长者储蓄不减少的现象（大部分的财富都属于那些不用售卖资产也可以维持现有生活水平的人），因此高遗产的状况得以继续，而新的均衡也得以传承，由此，具有社会积极意义的贫富流动就变得有限。

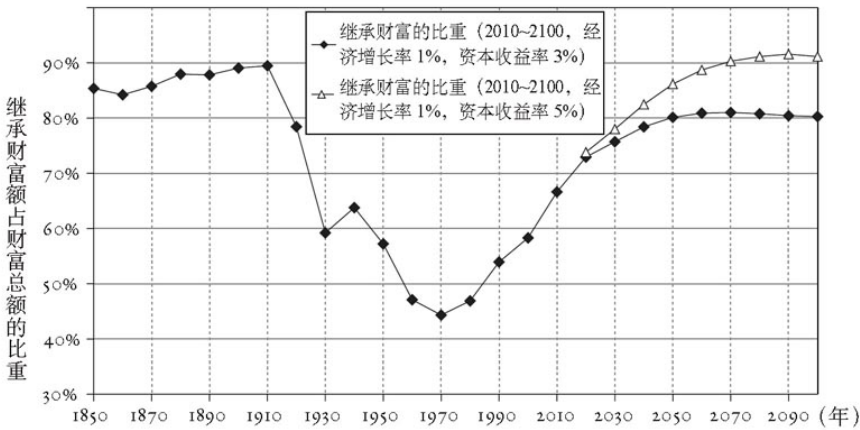
最核心的结论是，在给定的储蓄结构条件下，随着资本收益率提高和经济增长率下降，财富积累过程会逐渐加速并变得更加不公平。第二次世界大战后30年的高速增长解释了为何 μ 值（逝者离世时的平均财富与在世者财富之比）在1950~1970年增长相对缓慢。反过来说，缓慢的经济增长也解释了20世纪80年代以来财富逐渐向年长者集中以及继承遗产的重新崛起。从直觉上判断，当经济增长率较高时，例如工资以每年5%的速度增长，那么这将有损于年轻人积累财富并与年长者在财富拥有量上竞争；但如果工资增速下降到了1%~2%的低水平，那么年长者势必会将现有的大部分资产抓在手里，其财富也会按资本收益率的速度增长。[\[20\]](#)这个简单但重要的过程充分揭示了比值 μ 的变动以及年度遗产继承额。这也解释了为何1820~2010年的实际观测值和预测值是如

此契合。 [21]

暂不考虑不确定性因素，如此精准的模型自然会让人想到，这些模拟也可用来推断未来。从理论上讲，在存在大量储蓄行为的情况下，如果经济增长率低于资本收益率，那么 μ 值的增加可完全平衡死亡率 m 的下降，因此最终 $\mu \times m$ 的结果并不受平均寿命的影响，而完全是由代际年龄差决定的。那么最核心的结果就是，如果增长率是1%，那么跟零增长率也没有大的区别，因为无论如何，认为老龄化人口会将储蓄花完然后导致遗产财富消亡的这种想当然的结论是错误的。在老龄化社会中，遗产继承者在继承时的平均年龄会拉大，但其继承的财富量却在增加（至少对于那些有所继承的人而言），因此遗产继承对于财富依然重要。 [22]

从年度继承额到继承财富余额

那么我们的分析如何从年度继承额过渡到继承财富总额呢？根据目前所具备的关于遗产继承额、死亡年龄、继承者以及馈赠双方的详细数据，我们就可估测1820~2010年各年度继承财富总额占当年在世个人总财富中的比重（方法基本上就是把此前30年全部继承和接受的财富加总，如果继承年龄偏早或平均寿命很长，那么继承财富总额比重会偏高，反之则偏低），随后就可确定继承财富在总私人财富中的比重。图11.7显示了主要的结论，此外该图中也显示了根据前文所列的两种情形测算的2010~2100年的模拟结果。



在19世纪的法国，继承财富占了全部财富的80%~90%，该比重在20世纪下降到了40%~50%的水平，但可能在21世纪重回80%~90%的高位。

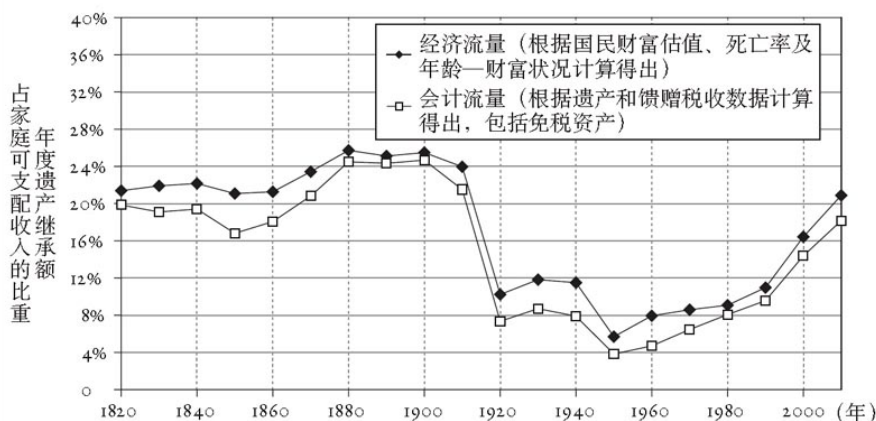
首先应该记住以下的基本数量概念。在19世纪和20世纪初，年度继承额大约是国民收入的20%~25%，那时基本上私人财富全部都是继承财富：继承财富大约占总财富的80%~90%，而且比例还趋于上升。但值得注意的是，在所有的社会形态中，在所有的财富层级中，总有相当数量的富豪是白手起家完成的财富积累，这部分人的财富约占总财富的10%~20%。但大部分富人的财富还是来自继承。这也不难理解：如果每年占国民收入20%的遗产继承额连续积累30年，那么就会形成体量极其庞大的遗产和馈赠额，即相当于6年的国民收入，也就是差不多全部的私人财富。[23]

在20世纪，随着年度遗产继承额的下降，这种均衡发生了很大的变化。继承财富在总财富中的比重在70年代下降到了历史低位：经过数十年遗产继承额的下降以及新财富的积累，继承资本只占全部私人资本的40%多一点儿。这是人类历史上首次（除某些新建的国家之外）出现这样的状况：人在世所积累的财富占了全部私人财富的大部分（近60%）。在此必须要强调两点：首先资本的性质在“二战”之后发生了转变；其次，我们刚刚经历了“二战”这样一个非常时期。无论如何，我们现在已经过了那个非常时期：自20世纪70年代以来，继承财富在总财富中的比重持续上升；80年代时，继承财富再度占据总财富中的大部分，根据最新的统计数据，2010年继承财富占了法国总财富的2/3，而通过储蓄累积的财富只占1/3。鉴于目前的遗产继承额高企，如果这样的局面持续，那么继承财富在总财富中的比重将会在今后几十年继续攀升，预计在2020年将会达到70%的水平，并在21世纪30年代接近80%的水平。如果像前面假设的那样，经济增长率为1%而资本收益率为5%，那么继承财富的比重之后还将继续上升，在21世纪中叶将达到90%的水平，这将与欧洲“美好年代”时的状况相当。

因此，我们看到，20世纪年度遗产继承额在国民收入中比重的U形曲线与继承财富余额在总财富中比重的U形曲线是高度吻合的。为了更好地理解两条曲线之间的关系，在此可将年度继承额与储蓄率进行比较。如本书第二部分所言，储蓄率基本上占国民收入的10%左右。当年度继承额是国民收入的20%~25%（例如19世纪的状况），意味着每年接受的遗产和馈赠额是新增储蓄的两倍还多。如果我们再考虑有部分的新增

储蓄是来源于遗产继承（实际上，这是19世纪新增储蓄的主要来源），那么显然继承财富要远远超过储蓄的财富。反过来说，如果遗产继承额下降到国民收入的5%以下，即继承率仅是新增储蓄率的一半（再次假定储蓄率是10%），如20世纪50年代的情况，那么，自然储蓄资本就会超过继承资本。最基本的事实就是，在20世纪80年代年度继承额又超越了储蓄率并在2000~2010年继续攀升。如今继承额大约接近国民收入的15%（遗产和馈赠计算在内）。

为了更好地理解这些数据，在此不妨回想家庭可支配收入的状况。当前，在今天的法国家庭可支配（资金）收入大约是国民收入的70%~75%（考虑到了医疗、教育、安全和公共服务等不包括在可支配收入中的转移支付）。如果年度遗产继承额不是用来与前面一直使用的国民收入比对，而是用来与可支配收入比对，那么我们发现年度遗产和馈赠在2010年之后已经占法国家庭可支配收入的20%，从这个意义上看，今天继承财富的重要性已经与1820~1910年的情况相当（见图11.8）。当然如在第五章中所述，为了保持历史和地域可比性，最好还是采用国民收入（而不是可支配收入）作为对比参照。然而将继承财富与可支配收入对比能更加具体地反映当今的现实，即继承财富早就占家庭资金来源（例如可供储蓄的资金）的1/5并将很快达到1/4甚至更高的水平。



如果将年度遗产继承额与家庭可支配收入比对（而非国民收入），那么遗产继承额在2010年约占家庭可支配收入的20%，换言之，这已经与19世纪的状况相当。

图11.8 1820~2010年法国年度遗产继承额占家庭可支配收入的比重

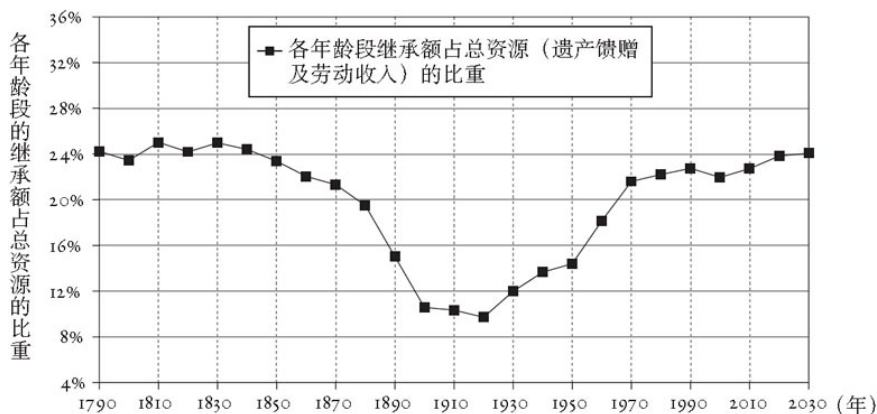
资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

回到伏脱冷的教导

为了更加形象地理解遗产对于各不同个体生活的影响，尤其是为了更好地解答伏脱冷教导拉斯蒂涅所提出的是非问题（如果单凭自己努力挣钱会过上什么样的生活，如果能继承丰厚的遗产又可以过上什么样的生活？），在此最好的方法就是考虑从19世纪初起的法国各代人的状况，然后比较各代人在各自年代所能获得的各种资源。由于遗产继承不是每年都会发生的事情，因此这是唯一可反映该事实的方法。[24]

首先考虑法国出生在1790~2030年各代人所继承财富占其总资源比重的变化（见图11.9）。分析方法如下，根据各年度继承额以及死亡年龄、继承者状况和馈赠双方等信息，来推导出出生年份与继承馈赠财富占总财富比重的函数关系。可用资源包括继承财富（遗产和馈赠）、劳动收入、减税所得[25]以及通过每年平均资本收益率计算的毕生资本化所得。尽管这是切入问题的最合理方式，但要注意到这也会导致对继承财富比重的轻微低估，因为遗产继承者（以及一般拥有大量财富的人）通常能获得更高的资本收益率，至少通常高于劳动所得的储蓄利息率。[26]

分析结果如下。如果我们看所有在18世纪最后10年出生的法国人，那么终其一生，继承财富大约占其总的可用资源的24%，因此劳动收入占了76%。但在19世纪头10年出生的人群中，继承财富占了可用资源的25%，即75%的收入是挣来的。对于所有在19世纪以及“一战”前出生的人群而言，都是差不多类似的比例。注意，在此表述的25%的比重要略高于继承财富占国民收入的比重（19世纪为20%~25%）：因为资本收入（实际上通常占国民收入的1/3）部分转化成了继承财富，部分转化成了劳动收入。[27]



对于19世纪出生的各代人来说，继承财富占了总资源的25%，但出生在20世纪头10年的群体的这一比例却低于10%，这些人大多本应该在20世纪50年代继承财富。

图11.9 1790~2030年出生的各代人继承额占总资源（继承和工作所得）的比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

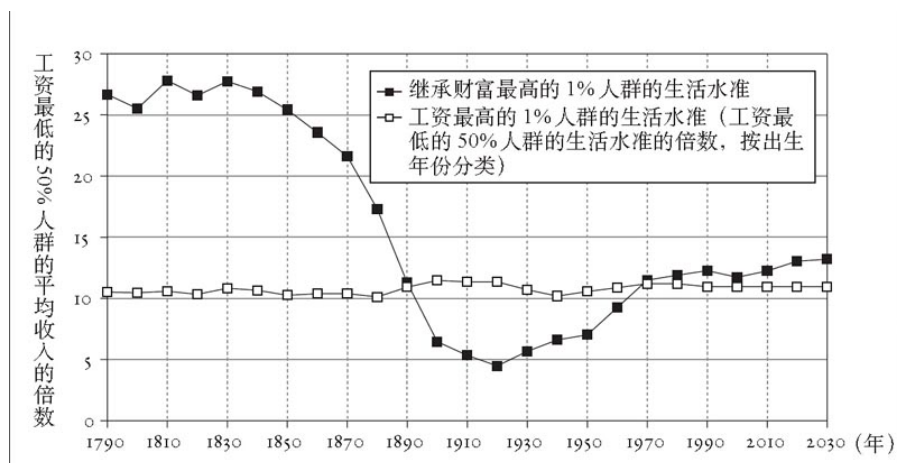
对于出生于1870年之后的人群，继承财富占总资源的比重逐渐降低，这是因为这部分人在第一次世界大战结束之后纷纷进入继承财富的年龄，然而当时其父辈资产却因为战火而遭受了不少损失。该比例对于出生在1910~1920年的群体是最低的，因为这些人继承财富的时候是在“二战”结束后至1960年间，当时遗产继承额下降到了历史最低点，因此继承财富只相当于总资源的8%~10%。但对于出生在1930~1950年的人来说，该比例又开始回升，因为他们的继承时间是在1970~1990年，他们的继承所得占总资源的12%~14%。随后在1970~1980年出生的人群身上，继承财富的重要性将会恢复到自19世纪起就没有达到过的水平，这些人将在2000~2010年获得遗产或馈赠，继承财富将占其总资源的22%~24%。这些数据清楚地表明，我们才刚刚告别“遗产终结期”，这些数据也显示了在20世纪不同年份出生人群所经受的储蓄和继承重要性的相对转换：婴儿潮一代人要靠自身努力，因为“二战”之后百废待兴；在两次世界大战之间出生以及在世纪之交出生的人也要更多地凭借自身努力。与此相对，出生在20世纪后30年的人却更能体味到继承财富的重要影响，他们与出生在19世纪和21世纪的人应对继承财富有同样的感受。

拉斯蒂涅的困境

前面所论述的都是平均情况，然而继承财富最为重要的特征就其分配极其不均衡。通过此前所估测的继承财富不平等程度和劳动收入不平等程度，最终我们能够分析出伏脱冷的教导在不同时期的适用程度。图 11.10 显示了出生在 18 世纪末和整个 19 世纪的群体情况，其中拉斯蒂涅也是出生在这样的年代（巴尔扎克说拉斯蒂涅出生于 1789 年），这群人确实面临着和伏脱冷一样的可怕困境：那些能有幸继承财富的人将会过上舒适的日子，其舒适程度要远远超过需要靠自己打拼的人。

为了尽可能形象和直观地解释不同的财富资源水平，在此用各时期工资最低 50% 的工人平均收入的倍数来表述财富资源。我们可将这平均收入看成是“低等阶层”生活标准基准线，在此期间大约是国民收入的一半。这也是判断社会中不平等程度的有益参考指标之一。[28]

基本的结论如下：在 19 世纪，最富裕的 1% 的遗产继承者（即在其年代继承了最丰厚 1% 遗产的人群）的毕生财富资源是低等阶层财富资源的 25~30 倍。换言之，假如某人可从父母或配偶处继承遗产，那么终其一生，他将可承担 25~30 个仆人服侍其生活。与此同时，工作收入最高的 1% 的人（伏脱冷所说的法官、检察官、律师等高薪职位）所掌握的财富资源大约是低等阶层的 10 倍。虽然也不少了，但与财富继承者相比，这样的生活水准显然要低得多。而且正如伏脱冷所言，要想获得高薪职位也是非常困难的，仅仅在法学院埋头苦读还不一定行，通常需要长年累月的苦熬和准备才能有希望，这种希望还不一定能最后实现。在这种情况下，如果能有机会去继承属于顶尖 1% 的财富，这样的机会显然不容错过。至少，这样的机会应值得考虑。



在 19 世纪，那些获得继承财富前 1% 的人群的生活水准要远高于当时工资最高 1% 的人群。

如果对出生在1910~1920年的人群做同样的计算，我们发现他们会面临完全不同的选择。最富有的1%的遗产继承者的财富资源仅仅是低等阶层标准的5倍，而工资最高的1%的人所掌握的财富资源则是低等阶层水准的10~12倍（因此工资最高1%人群的工资之和在很长时期内都是社会全部工资的6%~7%）[29]。无疑，人类历史上第一次出现了这样的情况：成为工资最高的1%所能享受的生活水准要高于继承财富最高的1%的人群，因此生活的要诀就在于努力学习和工作而不是坐享其成。

对于婴儿潮那代人而言，选择是不言而喻的：如果拉斯蒂涅生于1940~1950年，那么他最正确的选择就是要跻身工资最高的1%人群（其财富资源是低等阶层标准的10~12倍），而完全不要理会伏脱冷的教导（因为继承财富最多的1%的人所掌握的财富资源仅仅是低等阶层标准的6~7倍）。对于这些人而言，勤劳致富不仅是合乎道德的选择，更是最可获利的理性选择。

具体来说，这些结论也表明，对于所有在1910~1960年出生的人而言，那些处于收入分配金字塔塔尖的1%人群主要是通过工作获取财富。这是意义重大的变化，因为这是历史上第一次出现这样的情况（在法国和大部分欧洲国家），此外无论在任何社会，收入最高的1%人群总是发挥着极其重要的社会作用。[30]如在本书第七章中所述，处于塔尖的1%人群是相对宽泛的精英阶层，他们对社会经济、政治和结构的形成有着重大影响。[31]在所有的传统社会当中（还记得1789年时贵族人口占了人口总数的1%~2%），一直到欧洲的“美好年代”（尽管当时法国大革命曾带来了彻底改变社会结构的希望），这部分群体几乎都是依靠继承财富。因此，当出生于20世纪上半叶的顶尖富人不再依靠遗产而是依靠奋斗时，这确实是重大的历史性转变，这种情况让人类形成了对社会进步的空前强烈的信念，许多人深信旧的社会秩序已经终结。诚然，在“二战”结束后的30年里不平等依旧存在，但这种不平等被普遍认为是积极的，因为人们主要从薪资不平等角度看待问题。尽管蓝领阶层与白领阶层和管理层之间存在相当大的收入差距，这种差距在20世纪50年代的法国还逐步扩大，但社会中存在着基本的向心力，社会上人人都尊崇劳动并以跻身精英阶层为荣。人们认为，由继承财富决定的先天贫富差距正在离我们远去。

但对于出生在20世纪70年代甚至更晚时候的人而言，情况又变得不同。具体而言，生活选择变得更加复杂：继承财富最高的1%人群的财富变得与工资最高1%人群的财富相当（甚至要略为超出，因为最高继承财富可达低等阶层标准的12~13倍，而劳动收入仅是低等阶层的11~12倍）。但在此要注意，如今不平等的结构以及收入最高1%群体的状况与19世纪也有很大差距，因为如今的继承财富相比当时不再那么集中。

[32]如今的人群正面临着全新的不平等和社会结构，类似于夹在伏脱冷所嘲讽的世界（继承财富完全超越劳动）以及“二战”后的乐观年代（劳动超越继承）之间。根据我们的研究发现，今天法国财富榜顶端1%人群的收入大约一半来自继承，一半来自自身奋斗。

食利者和经理人的基本算法

综上所述，如果某社会的顶层富豪主要是通过继承来获得财富而不是劳动致富，例如巴尔扎克和奥斯汀笔下的社会，那么就必须满足两个条件。首先，整体资本存量以及资本存量中的继承资本余额必须规模庞大。通常来说，资本/收入比必须在600%或700%左右，而大部分资本存量必须是来自遗产继承。在这样的社会中，继承财富可占各年龄阶段平均财富资源的1/4（如果资本收益不平等状况突出，那么更有可能占到1/3）。18和19世纪的状况就是如此，直到1914年。当今情况也基本可满足这个条件。

第二个条件是，继承财富必须高度集中。如果继承财富的分配也像劳动收入那样（即继承财富前1%或0.1%人群占总财富的比重和劳动收入前1%或0.1%人群占总劳动收入比重差不多），那么伏脱冷所说的世界将不复存在：劳动收入总会超过继承的财富（劳动收入至少是继承财富的3倍）[33]，因此在劳动收入上排名前1%的人群会自动超越继承财富收入上排名前1%的人。[34]

为了让财富集中效应超越规模效应，在继承财富排行榜上位居前列的1%人群必须要占有继承财富总额中的绝大部分，18和19世纪的情况也确实是这样，当时继承财富排名前1%的人群占了社会继承财富总额的50%~60%（在英国和法国“美好年代”时甚至占到了70%），这比劳动收入排名前1%的人群的集中度要高出10倍（劳动收入前1%的人群占有劳动收入总额的比重大约是6%~7%，该比重长期以来都保持相对稳

定)。继承财富和工资收入10:1的集中度对比足以抵消劳动收入规模比继承财富规模大3倍的效应，这也可解释为何在讲求世袭的19世纪社会中，继承财富榜上排名前1%的人群的生活水准要比工资排行榜上的精英们高出3倍（见图11.10）。

这种食利者和经理人的基本算法也有助于我们理解为何当今法国社会中，继承财富最顶端的富豪和劳动收入顶端的精英基本上是平衡的，因为财富的集中度大约是劳动收入集中度的3倍（最富有的1%的人群拥有的财富大约占总财富的20%，而工资最高的1%的人群占全社会总工资收入的6%~7%），因此集中效应基本上平衡了规模效应。借此我们也可理解，为何在法国“辉煌30年”时代，管理者会完全凌驾于财富继承者之上（因为当时的规模效应达到了10:1，完全超越了3:1的集中效应）。但除了这些特殊情况之外——这些特殊情况也是由于极端战争冲击以及具体公共政策（尤其是税收政策）造成的——社会不公平的自然结构似乎依然偏向于食利者而非高级管理者。特别是当经济增速放缓而资本收益率高于经济增速时，那么几乎不可避免（或至少在最受认可的模型中）会发生这样的景象：财富将会集中于排名最前的资本所有者，其财富将会大大超过劳动收入榜上的尖端人群。[\[35\]](#)

典型世袭社会：巴尔扎克和奥斯汀的社会

19世纪的小说家显然不会使用我们今天的分类去描述当时的社会结构，但他们却也描绘了这种深层次的社会结构，即要想过得舒适就必须拥有大量财富的社会。尽管巴尔扎克和奥斯汀分处英吉利海峡两岸，在流通货币、文学风格以及故事情节方面完全不同，但他们笔下所记录的社会不公平、贫富阶层以及财富数额状况却有着惊人的相似之处。正如本书第二章中所言，在这两位小说家笔下的世界没有通胀，货币币值保持稳定，因此他们能具体说明要有如何规模的收入（或财富）才可超越平凡的生活而进入体面优雅的生活圈。他们都认为，无论从物质层面还是精神层面来说，这个门槛都应是当时平均收入的30倍。如果主人公的收入在这收入水平之下，那么在巴尔扎克和奥斯汀的小说中将难以过上足够体面的生活。如果在19世纪的法国或英国社会，某人能跻身最富有的1%之列，那么他应越过了这样的门槛（当然如果属于最富的0.5%甚至0.1%行列，情况将会更好）。这是一个界定清晰且数量庞大的社会群体，当然他们是社会中的少数派，但其绝对规模依然足以影响社会的结

构或至少支撑小说世界的情节开展。[36]在这样的阶层中，任何人都完全不需要去从事某种职业，无论这种职业的薪水有多高：即便是薪资最高的1%人群（甚至薪资最高的0.1%人群）也无法达到这样的生活水平。[37]

在大部分的19世纪小说中，有关主人公的经济、社会和心理背景会在开篇几页中就交代清楚，然后在后续情节中不时影射或提及，这样读者就不会轻易忘记将小说人物的背景与普罗大众分割开来：金钱和地位塑造了他们的生活、争斗、策略和希望。在小说《高老头》中，主人公最后不得不住进了伏盖公寓里最破旧的房间且每天都靠粗茶淡饭果腹，此时他已经丧尽了尊严，因为他要把每年生活开支削减到500法郎（这大约相当于当时的平均收入，但对于巴尔扎克来说那意味着赤贫状态）[38]。高老头为了两个女儿牺牲了一切，他为两个女儿每人准备了50万法郎的嫁妆，每年利息就可达2.5万法郎，相当于当时平均收入的50倍：在巴尔扎克的小说中，这是最为基本的财富单元以及真正财富和优雅生活的最低门槛。因此社会贫富两极对比在开篇就已确立。当然巴尔扎克也没有忘记，在赤贫和真正富裕之间还存在各种各样的中间状态，有的偏富一些，有的偏穷一些。例如拉斯蒂涅家族在安古兰的产业每年只有3 000法郎的租金（相当于平均收入的6倍）。对于巴尔扎克来说，这就是典型的外省破落贵族的收入水平。拉斯蒂涅的家族每年只能省下1 200法郎供他在首都巴黎攻读法律。在伏脱冷的教导中，年轻的拉斯蒂涅即便费九牛二虎之力当上了皇家检察官，他的年薪收入也只能是5 000法郎（平均收入的10倍），这只是典型的中等收入，由此就可证明，他通过努力学习是无法真正跻身上流社会的。巴尔扎克描绘了这样的社会，想要过上体面的生活就要赚相当于平均收入20~30倍的钱，甚至50倍（高老头的两个女儿但斐纳和阿娜斯塔齐就因为有了丰厚的嫁妆而达到了这一水准），当然能有100倍最好，例如维多莉小姐的百万家财每年就可获得5万法郎的租金。

在《赛查·皮罗托盛衰记》中，这位野心勃勃的花粉商也梦想着能拥有百万法郎，这样他可以将一半留给自己和妻子，而另一半就可用作女儿的嫁妆，他认为只有这样的嫁妆才能让女儿嫁个好人家并让他的未来女婿能当上罗根地区的公证人。他的妻子则更愿意回归田园，她试图说服丈夫，认为两人退休后只要每年有2 000法郎租金就可生活下去，而女儿也只需要每年8 000法郎的租金，但赛查完全听不进去，他不想自己像同伴皮勒诺那样退休之后只有5 000法郎的租金。为了过上体面的

生活，他必须要拿到相当于平均水平20~30倍的收入。如果只是平均收入的5~10倍，那么生活将会显得凄惨。

我们发现在英吉利海峡对岸也存在类似的贫富分层。在小说《理智与情感》中，所有主要线索（金钱和心理）都包含在前10页约翰·达什伍德与其妻子范妮的惊人对话中。约翰继承了庞大的诺兰庄园，这可带来每年4 000英镑的收入，超过当时平均收入的100倍（1800~1810年英国人平均年收入只有30英镑多一点儿）。[39]诺兰庄园是典型的占地面积很广的产业，庄园也是奥斯汀小说中的主要财富形式。例如书中布兰登上校和他的德拉福德庄园每年能有2 000英镑的收入（是平均收入的60倍），那么布兰登上校就显然是在上流庄园主之列。通过其他小说，我们也能发现，如果书中人物能有每年1 000英镑的收入，那就基本上可入围奥斯汀小说主要角色范围。相反，像约翰·威洛这样年收入只有600英镑的角色（平均收入的20倍），那么只能维持最低限度的舒适生活，而且周围人们还忍不住要猜想，这位英俊鲁莽的青年为何收入那么少却又这样大手大脚。这毫无疑问就是他为何会心神错乱般放弃玛丽安，然后又悲痛欲绝地去追求格雷小姐和她那5万英镑的嫁妆（每年租金2 500英镑，相当于平均收入的80倍），按照当时的汇率，这几乎和巴尔扎克笔下维多莉小姐的百万法郎嫁妆旗鼓相当。奥斯汀的财富观跟巴尔扎克相似，认为即便这样的嫁妆哪怕只有一半，那也是相当令人满意的，例如高老头就为两个女儿各自准备了50万法郎的嫁妆。例如诺顿爵士的独生女诺顿小姐拥有3万英镑的财富（每年租金1500英镑，即平均收入的50倍），这就让她变成了理想的结婚对象，一大堆的潜在婆婆打着她的主意，例如菲拉斯夫人就认定自己的儿子爱德华将会迎娶诺顿小姐。[40]

在《理智与情感》的开篇，约翰·达什伍德的富庶就与其同父异母的三姐妹埃莉诺、玛丽安和玛格丽特的拮据生活形成了鲜明对比，三姐妹和她们的母亲每年只有500英镑的生活费（即每个人平均只有125英镑，仅相当于平均收入的4倍），这样的微薄收入绝对不足以让姑娘们找到如意郎君。例如总是喜欢在德文郡的社交场合出风头的詹尼斯太太就曾在各种场合提及三姐妹的窘迫财富状况。在上流社会日常的众多舞会、拜访和音乐晚宴上，三姐妹本可以在这些场合遇到合适的心上人，但詹尼斯太太总是不忘在旁泼冷水说：“您的微薄家财可能会让他望而却步。”正如巴尔扎克在其小说中所述，奥斯汀也在其小说里秉承了这样的观念：如果收入只是平均水平的5~10倍，那么生活将相当拮据。那些

用相当于甚至低于每年30英镑的平均收入所支撑的生活甚至不在小说中出现：有人猜测或许这样的收入水平已经与仆人类似，所以根本就没有写出来的必要。因此当爱德华·菲拉斯曾考虑成为牧师并接受德拉福德教区每年200英镑薪资时（大约是平均收入的6~7倍），他几乎被大家视为自愿接受磨难的圣徒。由于他的婚姻忤逆了家族意愿，因此作为惩罚，家族只能给他很少的补贴，而即使再加上埃莉诺的微薄收入，两人的财务状况并不会有根本性的改善。“两人虽然相爱，但也都知道每年350英镑的收入根本不足以支撑舒适的生活。”^[41]两人最后因真挚爱情而走到一起的圆满结局并不能掩盖这桩婚事的本质：由于听信了令人讨厌的范妮的话，尽管约翰·达什伍德曾在自己父亲临死时信誓旦旦，但他最终还是不愿意资助其同父异母的姐妹，也不愿将家财分一些给她们，因此实际上是约翰·达什伍德迫使埃莉诺和玛丽安过上了只能以粗茶淡饭度日的拮据生活。这些女子的命运在小说开篇的对话中就已经注定。

到了19世纪末，这类不公正的财富分配现象开始出现在美国。例如1881年，亨利·詹姆斯发表了小说《华盛顿广场》，该小说后来被著名导演威廉·惠勒拍成了电影《女继承人》（1949年），小说和电影的情节完全围绕着嫁妆展开。数字往往最无情，因此无论何时都要算准数字，年轻的姑娘凯瑟琳·斯洛珀直到未婚夫不辞而别之后才发现这个道理，因为她的未婚夫发现原来凯瑟琳的嫁妆只能带来每年1万美元的收入，而非他所期待的3万美元（或者说仅相当于美国平均收入的20倍而不是此前料想的60倍）。“你长得太丑了。”她那专横而富有的鳏居父亲对她说道。父女对话让人联想起《战争与和平》之中安德烈·保尔康斯基公爵与玛利亚公主的对白。当然男人的财富地位也十分脆弱，例如奥逊·威尔斯在小说《安伯森情史》当中，就描述了家道中落的傲慢继承人乔治，虽然乔治曾享有过每年6万美元（相当于平均收入的120倍）的租金收入，但20世纪初兴起的汽车革命让他的生意逐渐消失，最后他不得不出来谋生，其薪水仅为350美元，还不到当时的平均水平。

极端贫富差距：贫困社会的文明条件？

饶有趣味的是，19世纪的小说家并不仅仅满足于详细描述当时存在的收入和财富分层。他们还经常以非常具体和细腻的笔触描绘当时人们的生活方式以及什么样的收入水平对应着什么样的日常生活。有时候这种写法也会有对悬殊贫富差距进行辩护的意味，通过字里行间透露出来

的意思就是，如果没有这样的贫富差距，那么社会上就无法形成这样的少数精英阶层来讨论超越柴米油盐之外的事情，意即——极端的不公平几乎是文明的条件。

简·奥斯汀特别细腻地描绘了19世纪初的日常生活，她记录了用餐的成本、家具、服装和四处游历的费用等。诚然，在缺乏现代技术的19世纪，所有这些活动都相当昂贵，需要时间和仆从安排。庄园需要仆人来采集和准备食物（当时食物储存不易）；服装也很费钱，即便是最普通的礼服也会耗费几个月甚至几年的收入；出游也非常昂贵，因为出游需要用到马匹、马车以及驾驶马车和喂饲牲畜的仆人。读者可以感受到，如果某人的收入只有平均收入的三五倍，那么他的收入在客观上无法支撑这种生活方式，此外该人可能要把大部分时间都用来处理日常生活所需。如果你想要读书、弹奏乐器、佩戴珠宝、盛装出席舞会，那么你别无选择，只能将收入提高到平均水平的20~30倍之上。

在第一部分中曾论述过，比较历史购买力是很困难的，且有简单化处理之虞，因为消费模式和价格变动会在很多层面发生重大变化，因此没有单一指标能很好地反映现实。但是，按照官方指标，英国和法国在1800年的人均购买力约为2010年人均购买力的1/10。换言之，即便在1800年时的收入能达到平均水平的20~30倍，其真正的生活水准也未必比现在收入是平均水平两三倍的人要好。因此在1800年时如果收入只是平均水平的5~10倍，那么其真正的生活水准可能仅相当于今天最低工资和平均工资之间的某档水平。

但无论如何，巴尔扎克和奥斯汀笔下的主人公都心安理得地让数十个仆从为其服务。在大部分时候，小说都不曾交代这些仆从的姓名。当然两位小说家还不时嘲讽书中人物的装腔作势和奢靡生活，例如当玛丽安幻想着自己能风风光光地嫁给威洛比时，她就曾娇嗔道，按照她的测算，如果每年少于2 000英镑（超过当时平均收入的60倍），那么生活就会变得困难：“我觉得我的要求完全合情合理，如果要有最起码的仆人数目、一两辆马车还有猎狗，这个标准是必需的，再少了就真的不行了。”^[42]此时埃莉诺都忍不住在旁边指出，玛丽安的要求有些过了。与此类似，伏脱冷通过自己观察，认为要想活得尊贵最少也要有2.5万法郎（平均收入的50倍）。他尤其强调了在服装、仆人以及出游方面的开销。当然书中没有人指出伏脱冷的要求有些过分，但鉴于伏脱冷是如此见利忘义，读者也不免揣测其想法有些奢靡。^[43]在阿瑟·扬的旅行日记

中，他也毫无隐晦地谈到了各类生活需求以及类似的需要多少钱才能过上舒适生活的论调。[44]

尽管这些19世纪的作家会谈到书中人物的奢侈态度，但在他们所描绘的世界，不平等几乎被认定为是必要的：如果没有少数的富人，那么所有人谈论的都将是如何谋生。这种观点没有把这种少数人过舒服日子的情况称为精英统治，也就这一点还算值得称赞的。从某种意义上说，这小部分人是代表其他人生活，但是没人会认为这批人要比其他群体更有功劳或更崇高。在这个世界上，人人都可看出，尊贵的生活必须要有充分的物质保障。或许拥有文凭以及某种技能可以提升一个人的生产能力，或许能让他的薪资达到平均水平的5~10倍，但要想再高也就很难了。在现代的精英治理社会，尤其是在美国，失败者的处境将会更加艰难，因为人们会为成功者寻求正义、道德和品性等理由，更不用说底层人民的低效生产活动了。[45]

富裕社会的精英主义极端

大部分崇尚精英主义的人都认为巨额薪酬差距是正当的，因为由薪酬造成的贫富差距据说要比由继承财富造成的差距更具合理性。从拿破仑时代到第一次世界大战期间，法国曾有一批数量很小但薪资很高的高级公务员群体（收入是当时平均水平的50~100倍），这些人最低也是政府部长级别。这种情况总是被认可的，包括拿破仑本人也认为这种情况合理，因为他本身也是科西嘉贵族后裔，当时认为最聪明能干的人所获的薪水应该能够让他们过上与最富裕的遗产继承者相当的生活（这与伏脱冷所说的完全相反）。正如阿道夫·梯也尔于1831年在法国下议院的发言所指出的：“行政长官应与所管辖范围内荣誉公民享有同等地位。”[46]1881年，法国经济学家勒鲁瓦 - 博利厄解释说，政府只提高最低工资水平的做法太不重要。他积极为当时的高级公务员辩护，当时大部分公务员的年收入在“1.5万 ~2万法郎之间”；这位法国经济学家认为“普通人可能会认为这样的工资很高了”，但其实“根本不足以维持优雅的生活方式，也不足以留存任何积蓄。”[47]

这种对精英阶层的辩护也出现在最富裕社会的讨论中，这才是最令人忧心的，在精英社会中，奥斯汀所描绘的需求和尊严根本不用考虑。近年来，在美国我们时常可以听到类似的对高管人员那种惊人收入的辩

护（他们的收入至少是平均收入的50~100倍）。支持这些高薪的人说，如果没有这样高的薪水，那么就只有巨额财富继承者才能享有真正的财富，这是不公平的。因此按他们的说法，每年给高管支付的上百万甚至上亿薪酬最终是为了实现社会公正。[\[48\]](#)这样的论调容易为将来贫富差距的拉大和恶化铺平道路。未来的世界可能会糅合了过去世界的两大弊端：一方面存在巨大的由继承财富造成的不公，另一方面又存在以能力和效率为理由的因薪酬造成的巨大贫富差距（其实这种说法并无道理）。因此走向极端的精英主义就很容易产生高管和食利者之家的赛跑，最终受损者则是在旁观赛的普通大众。

在此值得强调的是，不仅那些身处财富榜顶端的人笃信精英主义，认为现代社会中所存在的不公平是合理的，许多身处中间的人也认同这种观点，这就造成了底层社会和中层社会的看法差异。20世纪80年代时，米歇尔·拉蒙特（Michèle Lamont）对美国 and 法国数百位“中上阶层”的代表人士进行了深度访谈，采访对象不仅有生活在纽约和巴黎等国际大都市的人，也有在印第安纳波利斯和克莱蒙费朗等小城市的居民。她问了访谈对象的职业、他们对自己的社会角色以及社会地位的看法以及他们与其他社会团体和阶层的区别等。她的研究发现，无论是在美国还是法国，那些“教育良好的精英”总是首先强调自身的能力和道德品质，他们通常用到的形容词包括活力、耐性、勤奋、努力等（此外也有宽容、善良等）[\[49\]](#)。奥斯汀和巴尔扎克小说中的男女主人公从来不会觉得有必要去和自己的仆人对比个人品性（当然仆人在小说中永远都是默默无闻的）。

小型食利者组成的社会

世事轮转，继承财富在当今世界再次崛起，尤其是在2010年以来的法国。根据我的估计，对那些出生在1970年之后的人而言，继承财富将占其一生财富资源（包括来自继承和劳动）的1/4。因此如果看总额，继承财富对现代人的重要性已经接近对19世纪出生的人群（见图11.9）。在此应当指出，这些预测都是在“最可能出现的情形”上做出的：如果最后的情况发展更像是第二种情形（即低经济增长以及高资本收益率），那么对于21世纪出生的人来说，继承财富可能会占到其财富资源的1/3甚至高达2/5。[\[50\]](#)

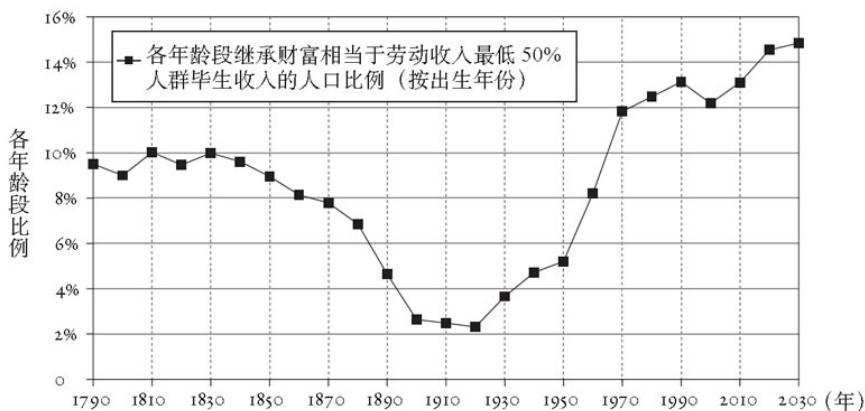
但继承财富总量与过去持平并不意味着继承财富就能发挥相同的社会作用。如前所述，财富的集中度现在大大降低（财富榜上排名最前的1%人群的财富在1910~1920年占社会总财富的60%，但在此后的百年间该集中度下降了约2/3，目前这个人群的财富只占全部财富的20%多一点），而且随着“世袭中产阶层”的兴起，当今大规模财产的数量也要远远小于19世纪。具体而言，当初高老头和赛查·皮罗托都为女儿准备了50万法郎的嫁妆，这些嫁妆每年可产生2.5万法郎的租金，这相当于当时500法郎平均年收入的50倍，如果按现价计算，这在今天要相当于3000万欧元的财产，每年因利息、股息以及租金可获得150万欧元的回报（即如今人均3万欧元年收入的50倍）。[51]当然这样规模的遗产依然存在，有些遗产的绝对规模还不止于此，但从数量上讲，这样规模的遗产数量相比19世纪是大大减少了，尽管财富和继承总额已然回复到了此前的高水平。

此外，当代小说家再也不会像巴尔扎克、奥斯汀或詹姆斯那样把3000万欧元财产之类的信息作为关键情节。随着通货膨胀使得传统数字的意义越来越模糊，如今的文学作品已经不流行直接描绘钱的数额了。不仅如此，食利者阶层本身也从文学作品中消失了，而社会不公平的体现也因此改变了。在当代小说中，社会阶层之间的不平等通常都表现为因工作、薪酬以及技能不同而产生的收入差距。从前以财富层次划分的社会变成了按劳动和人力资本分层的社会。例如，许多最近热播的美国电视剧中的男女主人公要么拥有高学历，要么技能超群，例如善于治疗疑难杂症（《豪斯医生》）、解决神秘罪案（《识骨寻踪》）或干脆领导美国（《白宫风云》），这是很惊人的现象。编剧显然认为，剧中必须要有几位博士，最好还有诺贝尔奖获得者。在观看这些电视剧时，观众可以察觉到这些电视剧是在给“正当的不公正”背书，即因精英阶层的才能、教育和社会作用所产生的不平等是合理的。诚然，最近还是有些电视剧描绘了那种更加令人不安的不公平，即基于巨额财富的不公平。电视剧《裂痕》中就上演了一批冷漠的企业经营者，他们骗取了工人数百万美元的财富，他们的妻子则更加自私自利，一面闹离婚一面不舍得放弃现金以及带游泳池的住宅。在第三季中，受到麦道夫案的启发，编剧们描绘了某位金融人士入狱后，他的子嗣是如何疯狂争夺其父亲留在安提瓜的财产，由此来继续维持纸醉金迷的生活。[52]在电视剧《黑金家族》中，我们看到生活腐化的年轻继承者们无才无德，终日无耻挥霍着继承来的财产。这些当然是极端例子，但当代电视剧中那些依靠祖上遗产过活的角色或多或少都偏向负面，哪怕编剧并没有公开谴责，而依

靠继承遗产生活在奥斯汀和巴尔扎克年代则被认为是完全正常的，甚至大部分人都会从心底里觉得这是必要的。

这种对不公平的观念转变是有一定道理的，但其中也牵涉到若干误解。首先，当今教育所发挥的作用显然要超过19世纪。（在当今世界几乎人人都有相应的文凭和技能，如果没有文凭和技能简直寸步难行：人人都在努力学习某种技能，即便是那些有望获得丰厚遗产的继承者也是如此，特别是当继承年龄在逐渐往后推时。）但这并不意味着社会朝着精英治理的方向迈进，也不意味着劳动收入在国民收入中的比重在提升（如前所述，劳动收入在国民收入中的比重并未有任何实质提升），更并不意味着每个人都能有平等的机会获得各种技能。实际上，培训教育方面的不平等只是往高层教育方向推移了，另外也没有证据表明教育的普及真正有效增加了代与代之间的社会流动性。[\[53\]](#)然而无论如何，人力资本的转移总是要比金融资本或房地产的转移更复杂（因为至少继承者需要付出某些努力才能完成人力资本的转移），这种状况于是就让人们普遍相信，遗产财富宣告终结，社会变得公平，但可惜这种普遍的认知是偏颇的。

主要的误解在于：首先，继承并未终结，继承财富的分布产生了变化，但这是另外的问题。在当今法国社会，超额财产数量相比19世纪确实减少了，现在3 000万欧元资产甚至500万或1 000万欧元资产都少见。但由于继承财富的总额已经恢复到此前19世纪的高位，因此数额比较大的遗产（例如那些20万、50万、100万甚至200万欧元的遗产）增多了。这样的遗产数额虽然不至于大到可以让继承者彻底放弃职业而完全靠利息生活，但归根到底还是相当可观的数目，毕竟许多人毕生劳碌也不见得能挣到那么多钱。换言之，我们的社会从数量稀少的庞大食利者变成了数量众多的小型食利者，即由小型食利者组成的社会。



在1970~1980年出生的人，其中12%~14%的人拿到的遗产数额会超过收入最低的50%的工人的毕生劳动所得。

图11.11 各个时代分别有多少比例的人口继承的遗产相当于其他人毕生的劳动所得

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

图11.11中的指数最能贴切地反映这种变化。这是各个时代的人所继承的（包括遗产和馈赠）财富总额超过工资最低的50%人群毕生劳动平均收入的比例。当然收入最低的50%的人群一辈子所能挣到的数额也在不断变化，目前这些人一年的平均收入大概是1.5万欧元，如果按领取收入50年计算（退休之后的领取也计算在内），那么一辈子的收入大概是75万欧元。这大概就是依靠最低工资劳动一辈子的所得。正如图11.11所示，出生在19世纪的人群当中，大约有10%的人的继承数额会超过该数字，对于出生于1910~1920年的人，该比例则下降到了2%多一点儿，在1930~1950年出生的人群中，该比例恢复到4%~5%。按照我的估测，对于出生在1970~1980年的人而言，该比例已经到了12%的水平，而对于那些在2010~2020年出生的人而言，该比例可能会超过15%，也就是说，有1/6的人口所获得的遗产数额将超过收入最低的50%人群平均的毕生劳动所得（与此同时，总人口中大约有一半人几乎拿不到任何遗产）[54]。当然，那1/6的幸运儿也可拿到学位勤奋工作并通过自身努力让收入远远超越中位数，然而这并不能改变这样令人不安的事实：当今社会的不平等正达到新的历史高度。这种不公平更难用文学来体现或通过政治手段解决，因为这种不公平不再是一部分上层社会对比大众，而是一种渗入各人口阶层的普遍的不公平。

食利者：民主之敌

其次，继承资本的分布差异在21世纪很可能会变得像19世纪那样悬殊。如前面章节所述，目前并无必然力量阻止财富高度集中的重新出现，假设因为各国税率竞争等因素引发增长放缓而资本收益率高企，那么财富集中很可能会回到与欧洲“美好年代”时类似的程度。如果这种局面发生，那么这将引发剧烈的政治动荡。民主社会的根基在于崇尚奋斗的世界观，或至少是通过奋斗而实现价值的信念，即社会普遍认为，财富不均等更多的是由能力和努力程度决定而不是遗产和租金。这种信念和希望在现代社会中发挥着重要作用，原因很简单：在民主体制中，全体公民都享有平等的权利与实际生活条件的不平等形成了强烈的对比，要想克服这对矛盾，社会的不公平就必须是由理性和普世真理造成而不是强制偶然性因素。因此不平等必须符合正义，而且对人人有用，至少从道理上说是如此并且在现实中要能尽量实现。（正如1789年制定的《人权宣言》第一条所言：在权利方面，人人于生俱来而且始终自由与平等，非基于公共福祉不得建立社会差异。）1893年，法国社会学家埃米尔·杜尔凯姆预测，现代民主社会将不会一直容忍继承财富的存在，财产私有终将被消灭。[55]

在20世纪，“租金”（rent）和“食利者”（rentier）二词往往带有强烈的贬义色彩。在本书中涉及这两个词语时采用的是其本义。租金是指某笔资本所产生的年度收入，而食利者则是指靠收取租金过活的人。如今由资产产生的租金通常就是指资本回报，无论其形式是租金、利息、股息、利润、版税还是其他法律规定的收入形式，只要其本质是无须通过劳动而是通过对某资产所有权获得的收入。在18和19世纪，这两个词语的本义并无褒贬之分，例如在巴尔扎克和奥斯汀的小说中，社会接受并认可这种财富形式以及因此而产生的收入，至少上层社会的人是完全认可的。随着民主和精英价值观的兴起，这种财富观在今天基本上消失了，这是思想观念的巨大转变。在20世纪，“租金”一词带有侮辱性的意味。这种语义内涵的变化几乎随处可见。

特别有意思的是，当前“租金”一词的词义往往与其本义有着明显的差别：通常用来形容市场的不完全竞争（例如“垄断租金”）或干脆用来形容一般性的不合理或不合规收入。有时人们都不免觉得“租金”几乎成了“经济病症”的代名词。租金被视为是现代理性社会的天敌，寻租的空间必须彻底铲除才能打造纯粹和完全的市场竞争。欧洲中央银行行长在上任数月后接受几家媒体采访时对“租金”一词的使用就是典型，当记者问到他对解决欧洲经济沉疴的策略时，他给出极为简洁有力的回答：“我

们必须与租金斗争。”[56]他没有给出更多解释。显然这位央行行长心里所想的的就是服务行业的竞争缺失：出租车司机、美发师以及类似的人赚的钱太多了。[57]

本书中使用的“租金”指的就是“资本产生的年度租金”，即资本产生收入的事实，与不完全竞争或垄断没有任何的关系。如果资本在生产过程中发挥了作用，那么自然资本必须要获得回报。如果经济增长率很低，那么资本收益率超过经济增长率几乎就是必然事件，从而使得过往积累财富的不公平性自动凸显出来。这就是逻辑上存在的悖论，而且无法通过传统的增加竞争的方式加以消除。

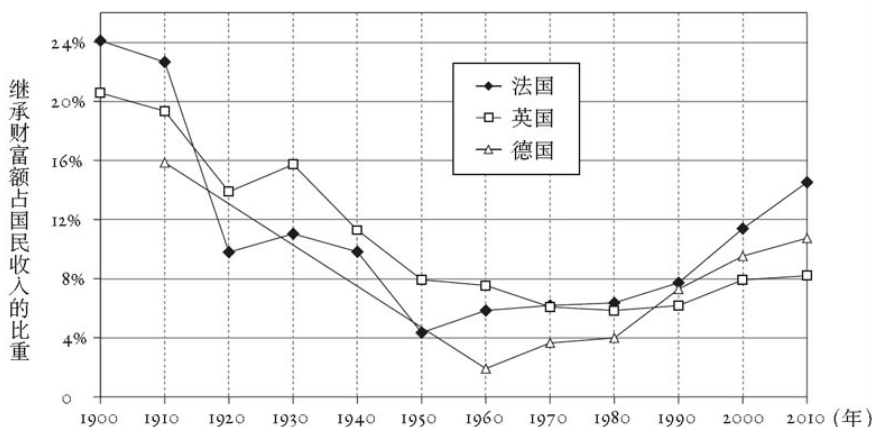
因此租金不是市场失灵的体现：相反这是资本在“纯粹而完全”市场上的必然结果，正如经济学家都看到的那样，在资本市场中，每个资本的所有者，包括那些最无能的遗产继承者，他们只要有资本就可能通过多元化资产组合实现最高的收益，而其投资资产又是国民经济甚至国际经济运行的组成部分。当然，那种认为资本产生租金和收入而资本所有者可以不劳而获的观点也有些令人吃惊，因为这种观点似乎与常识相悖，在许多文明社会中，对此也有不同的反应，有些反应甚至相当剧烈，例如伊斯兰文明直接禁止高利贷而苏联则将全部资产收归国有。但无论如何，只要存在私有资本，那么租金就必然在市场中客观存在。在土地资本变成工业资本、金融资本和不动产之后，这种深层次的现实依然没有改变。某些人认为经济发展可能会慢慢消融劳动和资本之间的界限，但事实恰恰相反：资本市场和金融中介的日益发达使得所有权和管理权日渐分离，因此纯粹资本所得与劳动所得之间的鸿沟实际上是扩大了。经济和科技理性在许多时候都与民主理性无关。前者发源于启蒙运动，而大多数人都想当然地认为，经济和科技理性必然会形成民主理性，仿佛中间存在着某种天注定般的魔力。然而现实情况证明，民主和社会公正需要其本身的社会机制，而不是依靠市场机制来实现，甚至不能仅仅通过议会或其他民主机构来实现。

总而言之：贫富差距的根本动因就是本书从头至尾都在强调的以 $r > g$ 公式表达的不平等，这种不平等机制与市场竞争不完全没有关系，因而也不会因为市场变得更加自由或竞争变得更加完全而消失。因此认为完全的自由竞争会让继承财富消失并让世界形成精英治理的公序良俗，这种想法属于危险幻想。全民投票以及无财产门槛投票权的形成（在19世纪时投票权有基本的财产门槛要求，在1820~1840年英法两

国的投票权总是掌握在最富有的1%~2%人手里，也就是差不多在2000~2010年法国必须缴纳财富税的人口比例）使得富人不再拥有法律上的特权[58]，但这并未消除形成食利者社会的经济力量。

继承财富的回归：欧洲现象还是全球现象？

那么在法国看到的继承财富的回归，是否在其他国家也是如此呢？鉴于数据的有限性，现在很难对此问题给出精确答案。显然法国在财产数据方面的丰富性和全面性其他国家所难以比肩的。但至少有若干结论应该是成立的。首先，来自欧洲其他国家（特别是德国和英国）的不完整数据也反映了20世纪法国的财富继承的U形曲线在欧洲其他地方也同样存在（见图11.12）。



法国、英国和德国的继承财富额都呈现出U形曲线。在观察期末期，英国的馈赠可能存在一定低估。

图11.12 1900~2010年欧洲的遗产继承额

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

特别是在德国，尽管只有在有限的年份才有相关的数据，但现有的估测表明，德国继承财富在1941~1945年的暴跌可能较法国更为剧烈，继承财富在德国国民收入的比重从1910年的16%下降到了1960年的2%。此后继承财富额就开始持续快速上升，在1980~1990年存在明显的加速上行，并在2000~2010年达到了国民收入的10%~11%。这比法国的水平低（法国在2010年时继承财富额在国民收入中比重是15%），但由于德国在1950~1960年的起点较低，因此继承财富在德国社会中的

反弹实际上更加猛烈。此外，目前德法两国的遗产继承额差异完全是因为两国不同的资本/收入比（即 β 值，见本书第二部分论述）。如果德国私人财富总额也上升到法国的水平，那么两国的继承财富额就会相当（假设其他条件不变）。在此也应指出，德国继承财富回升较快主要是馈赠额的迅速上涨，这与法国的情况相似。根据德国官方数据，在1970~1980年，登记在册的馈赠额每年约占继承财富总额的10%~20%，但此后该比例就一直上涨并在2000~2010年达到60%的水平。最后，1910年德国继承财富额较小也主要受到了莱茵河以北人口数量快速增长的影响（即 m 效应）。同理，由于当前德国人口总量增长停滞，因此德国继承财富额很可能在未来几十年里超过法国。^[59]其他像意大利和西班牙等总人口减少以及出生率下降的欧洲国家也会出现类似的情况，只是当前没有可靠的历史数据对意大利和西班牙两国情况开展具体分析。

在20世纪初，英国的情况和法国也很相似：两国的遗产继承额都占国民收入的20%~25%。^[60]但英国在两次世界大战之后并未出现法国和德国那样继承财富剧烈萎缩的状况，这可能是因为英国的私人财富存量并未像德法两国那样受到剧烈破坏（ β 效应），财富积累也没有出现严重倒退（ μ 效应）。英国的年度遗产和馈赠额占国民收入比例从1950~1960年的8%下降到了1970~1980年的6%。尽管从1980年开始，英国的继承财富额也出现了回升，但其势头并不像在法国或德国那样明显。根据现有数据，在2000~2010年，英国继承财富额占国民收入比重仅略超8%。

这其中可能存在若干解释。首先，英国继承财富额较低可能是因为很大一部分私人财富都是以养老金的形式存在的，因此这些财富不会传给后人。这当然只能部分解释英国的状况，因为英国养老金金额只有全部私人财富存量的15%~20%。此外，现世财富和可代际转移财富之间也未必完全是替代关系：从逻辑上讲，这两类财富应该是可以相加的，因此如果某国主要以养老基金来给养老提供经济支持，那么该国的私营财富存量也会相应较大，而里面就将部分投资于其他国家。^[61]

英国继承财富额较低的另外一种解释是，英国人对储蓄以及家族馈赠和遗产有着不同的心理态度。在分析这个解释之前，必须要强调英国在2000~2010年继承财富额较低的现象完全可用英国馈赠较少的事实来解释，因为自1970~1980年以来，英国的馈赠额一直占继承财富总额的

10%左右，而在法国和德国，该比例达到了60%~80%的水平。即便考虑到记录馈赠行为的难度以及各国不同的做法，英国和欧陆国家的差距似乎也大到令人有些难以置信，因此不能排除英国馈赠存在低估的状况，至少不能完全排除。那么按照现有的数据，很遗憾我们无法断定，英国继承财富回升势头较温和的现象到底是反映了行为差异（即英国人赚钱更喜欢自己花，而法国和德国人更喜欢留给子孙）还是统计误差。（如果英国的馈赠占继承财富总额的比重与法国和德国相同，那么英国在2000~2010年的继承财富额应该是国民收入的15%，与法国相当。）

美国的继承财富数据更有问题。美国在1916年开始推行联邦遗产税，但只有很少部分的遗产交了联邦税（大约不足2%），而大部分的财产赠予也没有报税的要求，因此从这个税种的历史数据上并不能看出真实情况。但遗憾的是，也无法找到其他来源的数据来补充。国家统计局部门所做的遗产和赠予调查总是存在严重的低估。这使得我们的信息存在严重的缺失，但大部分基于调查数据的研究都没有注意到数据的不可靠性。即便在法国，主动申报的赠予和遗产也仅仅占财税数据所反映的一半而已（财税数据还只是实际继承财富额的下限，因为人寿保单等情况是不含在财税数据中的）。显然，那些接受统计调查的个人常常会遗忘自己实际接受的遗产和赠予，此外也会采用“最合适”的方法来说明其财富历史来源（这本身也反映出现代社会对继承财富的看法）。[62]在许多国家，包括在美国，可惜没有相应的可靠财税数据来比照调查数据。当然也没有任何理由认为说，在美国统计调查的低估程度就一定比法国低，特别是美国公众对继承财富的态度与法国公众同样负面。

总而言之，由于美国的数据可靠性不足，因此很难精确研究美国继承财富的历史变迁。这可能部分导致了20世纪80年代所发生的两个经济学派之间的热烈争辩：一派是莫迪利亚尼的财富生命周期理论，按其理论，美国继承财富占美国资本总额的20%~30%；另一派则是科特利克夫 - 萨默斯假说，认为继承财富占美国资本总量的70%~80%。当时我还是年轻学生，因此当在20世纪90年代看到这两派的尖锐对立时，我备感困惑：为何严谨的经济学家之间会存在如此重大的分歧？首先要注意，这两派学者所依靠的数据都是来自20世纪60年代末和70年代初那些质量良莠不齐的原始资料，如果采用如今所有的数据对其估测进行再检验，那么或许真相是在两派之间，但更贴近科特利克夫 - 萨默斯一派观点而不是莫迪利亚尼的理论：1970~1980年，继承财富占美国总私人资本的比例至少有50%~60%。[63]更加宽泛而言，如果一定要估算20世

纪继承财富在美国的变迁，如我们在图11.7中对法国的估算那样（当然美国的数据基础没有那么完整），我们会发现继承财富在美国的变化也存在U形曲线，只不过没有那样明显。美国继承财富占国民收入的比重在20世纪初和21世纪初都要低于法国（美国在1950~1970年也存在低点）。主要原因在于美国的相对快速人口增长，这导致资本/收入比较低（ β 效应）以及财富向高龄集中的趋势相对温和（ m 和 μ 效应）。当然这种差距不应被夸大：继承财富在美国社会也有着重要作用。毕竟美欧之间的差异并不是由所谓的既定文化差异造成，而主要是由于人口结构和人口增速的差异造成的。假如某天美国的人口增速像某些长期预测所言的那样出现下降，那么美国的继承财富额也有可能像欧洲那样出现明显上升。

对于贫穷和新兴市场国家，可惜现在缺乏可靠的历史数据对其继承财富和变迁进行分析。但如果这些国家的人口增长和经济增长放缓，预计在21世纪就会出现这种状况，那么与低增长的情况类似，继承财富的重要性在大部分发展中国家也将大大提升，这一点应该是可以推断的。在那些出现人口总量下降的国家，继承财富的重要性很可能会上升到前所未有的程度。但必须记住，这会是一个相当长的历史过程。在一些新兴国家，鉴于其较高的经济增长率（就像我们在中国看到的），继承财富额可能在未来若干年内都会相对保持低位。对于现在的中国劳动人口，他们的收入正以每年5%~10%的速度增长，因此社会上大部分的财富将是来自现有人口的积累，而不是来自祖上的遗产，因为祖辈的财产可能极其有限。继承财富的现象在全球范围的再现将是21世纪的重要特征，但在未来几十年内受影响程度最深的可能还是欧洲以及受影响程度较欧洲略轻的美国。

[1]我在此将盗窃和劫掠排除在外，尽管这些在历史上也是获取财富的重要手段。对自然资源的私人占有将在下一章中讨论。

[2]为了将重点放在长期趋势上，在此采用了每10年的平均数。年度序列可在网上查看。有关数据技术和方法细节，请参考thomas piketty,“On the long-Run Evolution of inheritance: France 1820–2050,”paris School of Economics,2010；文章概述见Quarterly Journal of Economics 126,no. 3 (august 2011): 1071–131。也可见在线技术附录。

[3]接下来的讨论可能要比此前的讨论更加技术化一些（但对于理解演变现象背后的规律是必要的），读者或许可以选择跳过这几页，直接去看关于21世纪影响和状态的部分，这部分可在“伏脱冷的教导”和“拉斯蒂涅的困境”中找到。

[4]在此 μ 值经过了馈赠的调整（见下文论述）。

[5]换言之，每年每50个老年人中有1人去世，由于未成年人所拥有的资本较少，因此最好还是用成年人死亡率（ μ 值也是仅仅针对成年人）。在此就有必要考虑用未成年人财富进行轻微

调整。见在线技术附录。

[6]有关本议题，见Jens Beckett,trans. thomas Dunlop,Inherited Wealth (princeton: princeton University press,2008),291。

[7]贝克从来没有明确表示说，人力资本的提升会削减继承财富的重要性，但其著述中经常隐含着这样的观点。尤其是，他不止一次地指出，随着教育的增加（并未具体论述），社会变得更为“精英主义”。贝克还设计了理论模型，父母可以像把财富传给相对贫穷的后人那样也把人力资本传给能力稍弱的后代，由此降低社会不平等。鉴于继承财富总是高度集中（排名前1%的人总是能拥有继承财富总额的60%以上，而处于弱势的半数人群总是一无所获），因此这种在富裕兄弟姐妹之间的水平财富平均化分配几乎不会产生任何实质作用（此外也没有相关数据说明这点，贝克也没有采用任何的证据）。见在线技术附录。

[8]在两次世界大战时期是例外，但由于我在此采用的数据是以10年为单位，因此并未反映出来。年度序列请见在线技术附录。

[9]20世纪40年代至21世纪第二个10年初，法国每年新生人口的数量约为80万（实际上是在75万至85万之间波动，其中并无向上或向下的趋势），根据官方预测，这样的规模将在21世纪继续保持下去。19世纪时每年的新生人口大约是100万，但当时婴儿死亡率也很高，因此各年龄段人口比例从18世纪开始并无太大变化，除了战争时期因人口大量伤亡以及两次世界大战之间的人口出生率下降。见在线技术附录。

[10]1880~1910年，不动产转移理论在欧洲特别流行，当时阿尔伯特·德·福维尔（albert de Foville）、克莱蒙·高尔森（Clément Colson）以及皮埃尔·艾弥尔·勒瓦瑟（pierre Emile levasseur）等人欣喜地发现，国家财富（通过财产调查得出的数字）大约是年度继承财富的30倍。这种方法被称为“财产乘数”，英国的吉芬等也在采用，尽管当时由于英国的财产税数据有限，因此这些英国经济学家一般依据进税制体系的资本所得税流来推算。

[11]在实践中同样的金融产品通常包含着两种财富（显示了储蓄者的综合动机）。在法国，人寿保单通常有部分资金可以留给后人，但一般比年金支付要少（年金随着持有者的死亡就会结束）。在英国和美国，退休基金和养老金计划越来越多地开始含有可转移部分。

[12]用常见的谚语来说，公共养老金就是“无财者的财富”，在本书十三章中还将比较各不同养老金体系的优劣。

[13]有关这方面的详细数据，请见piketty,“On the long-Run Evolution of inheritance”。

[14]详细年度数据可在线查阅。

[15]严格来说，这些估算都未经不同死亡率的调整（这是因为有钱人一般死得晚），这并不能解释极为重要的现象，但这不是这里所描述的状况。见在线技术附录。

[16]1980~2100年的年均经济增长率就是1.7%。资本收益率是3%的预测是有前提的，即资本收入比重还将继续保持在1980~2010年的水平且现有的税收体系保持不变。见在线技术附录。

[17]有关其他假设和情况分析请见在线技术附录。

[18]“储蓄率会随着收入和初始财富增加而提高”：如果某人收入提高或不用支付租金了或两者兼而有之，那么可供储蓄的资金就越多。“个人行为的各种变化”：比如说，某些人喜欢财富，而有些人则喜欢汽车或歌剧。

[19]例如在给定的收入水平，有无子女并不会对储蓄率产生影响。

[20]如果把进入养老金和医疗保险的国民收入扣除，那么工资增速可能还要低。

[21]这些模拟主要是为了重现各年龄阶段的财富状况演变（基于宏观经济和人口数据），如果想要对这些模拟有更加精确的了解，请见在线技术附录。

[22]更精确来说，当增速下滑， $\mu \times m$ 的结果会趋近于 $1/H$ ，而不论人均寿命如何。假如资本/收入比 β 是600%~700%，这或许可解释为何继承额会回到 β/H ，即20%~25%的水平。因此19世纪经济学家所得出的“不动产转移率”在低速增长的社会中是可以成立的。见在线技术附录。

[23]现实情况要略为复杂，因为总有继承者会消费掉其继承的部分财富。但我们是将财富所产生的所有收入都计算在继承财富内（在继承人财富范围内，如果完全将继承资本化，包括继承者消费的财富，例如继承者住在继承房屋里而不用支付房租，那么显然得出的结果会超过总财富）。见在线附录查看不同的定义。

[24]特别是，当我们说继承财富相当于可支配收入的20%，这显然不是说每个人每年都可通过遗产或赠予获得20%的额外可支配收入。这意味着在某人生命的某个时刻（尤其是双亲离世或在接到重大赠予时），大笔财富得以转交，这可能相当于若干年的收入，由此按平均算来这些遗产和馈赠占了家庭可支配收入的20%。

[25]替代收入（退休金以及失业救济金）也包括在劳动收入里面，见第二部分。

[26]所有资源都按在50岁时资本化测算，但如果对不同资源使用相同的资本收益率，那么参考年纪对于计算继承财富和劳动财富在财富总额中的比重就不再重要。有关资本收益率不平等问题将在下一章中讨论。

[27]关于这些不同率之间关系的全面分析，请参考在线技术附录。继承额（国民收入的20%~25%）与资本收入（通常是国民收入的25%~35%）有时接近，这应视为由于具体人口和技术参数导致的巧合（继承额 $by = \beta/H$ 取决于资本/收入比以及代际年龄差，而资本收入比例 α 则取决于生产函数）。

[28]一般而言，收入最低的一半人群所挣到的收入额是收入总额的30%（见表7.1），因此平均看个人的工资水平大概是平均工资的60%（或是人均国民收入的40%~50%，考虑到劳动收入一般占国民收入的65%~75%）。举例来说，工资最低的5%人群的薪资水平是最低工资的1~1.5倍，年均收入1.5万欧元（平均每个月1 250欧元），而目前人均国民收入大概是3万欧元。

[29]如果工资最高的1%人口的薪资之和占社会工资总额的6%~7%，那么每个人的工资就应该是平均工资的6~7倍，或工资最少一半人口平均工资的10~12倍。见第七章和第八章。

[30]即使是看最富有的10%或0.1%的人而不是1%（当然我认为是最重要的样本），变化情况也如图11.10所示。见在线补充图S11.9和图S11.10。

[31]从定义上看，如果拿今天的法国作为例子，那就是5 000万成年人中的50万人。

[32]继承财富总额与19世纪水平相比并无明显下降，但如果现在仅通过继承财富而不工作就想过上超过“低等阶层”生活水准几十倍的生活，显然不像以前那么容易了。

[33]在18和19世纪以及21世纪大约是大3倍（劳动收入大约占全部资源的3/4，而来自继承的财富占1/4），在20世纪大概是大10倍（劳动收入占全部资源的9/10，继承财富占1/10，见图11.9）。

[34]在18和19世纪以及21世纪大约是大3倍，在20世纪大概是大10倍，在0.1%或10%最富人群中也是如此。

[35]见在线技术性附录中关于食利者超过经理人（以及相反情况）不同分布的数学说明。

[36]在19世纪，继承财富榜上前1%的人群享受着高于底层50%人群25~30倍的生活水准（见图11.10），其收入也是人均国民收入的12~15倍。而最顶尖0.1%人群的生活水准还要再高出5倍（见第十章对帕累托系数的论述），或大约是平均收入的60~75倍。巴尔扎克和奥斯汀所选择的的上流社会门槛是平均收入的20~30倍，这大约是继承财富榜上排名最前的0.5%人群（1820~1830年法国成年人口为2 000万，上流社会约10万人；1800~1810年英国成年人口大

约1 000万，上流社会大约5万人)。因此巴尔扎克和奥斯汀的小说都不缺主人公。

[37]在19世纪，工资收入最高的1%人群的生活标准是底层50%人群的10倍（见图11.10），或平均收入的5倍。只有处于工资收入顶端0.01%的人群（2 000万人里只有2 000人）才能挣到超过平均20~30倍的收入。因此伏脱冷说，在整个巴黎，大概只有5名律师的收入能超过5万法郎（即平均收入的100倍），他或许并没有说假话。见在线技术附录。

[38]如在第二章，在此所述的平均收入是人均国民收入。1810~1820年，法国的人均年收入是400~500法郎，在巴黎大概略高于500法郎。底层公务员的工资大概是平均收入的1/3~1/2。

[39]在第二章中提到过，在19世纪和1914年之前，1英镑约合25法郎。

[40]在此前30年，约在18世纪70年代，不是曾有乔治三世的近侍对巴里·林登说，任何拥有3万英镑的人都应被授予勋为骑士？雷蒙德·巴里在刚刚从军时，一年的薪水才15英镑（每天1先令），1750~1760年时英国平均收入是这两倍不止。因此其不择手段也不是偶然的。后来著名导演斯坦利·库布里克将这部19世纪的英国小说搬上银幕，但导演对当时财富的精确概念和奥斯汀是完全相同的。

[41]见简·奥斯汀《理智与情感》原著。

[42]见简·奥斯汀《理智与情感》原著。

[43]他的尖刻最终说服了拉斯蒂涅，他在小说《纽沁根银行》中就开始与德尔芬的丈夫交易，意图借此染指40万法郎的财富。

[44]1788年10月，当他行将离开诺曼底时，扬写道：“现在的欧洲生活是如此令人着迷，如果某家一年能有1.5万~2万金券的收入，那么这种生活与年轻旅行者所向往的生活也就相差无几了。”见Arthur Young, *Travels in 1787, 1788, 1789*, pub. 1792，后再版为Arthur Young's *Travels in France* (Cambridge: Cambridge University press, 2012, 145)。他这里所指的金券是法郎的前身，该数额大约相当于700~900英镑，即当时英法平均收入的30~50倍。后来他描写得更加具体：如果有这样的收入水平，那么就可以有“6~8个仆人、5个女佣、8匹马、一个花园以及正餐餐桌”。与此相对，如果只有6 000~8 000金券，那就只能有“2个仆人和3匹马”。注意当时牲畜是重要的资本形式和开销项。1789年11月，扬在土伦地区将自己的坐骑卖掉，卖了600金券（约相当于普通佣人4年的平均收入）。这价格是当时的正常价格。见在线技术附录。

[45]迈克尔·扬在《精英统治的崛起》（*The Rise of Meritocracy*, London: Thames and Hudson, 1958）中表达了这种担忧。

[46]有关公务员工资水平的讨论引发了当时的冲突。1792年，革命党人确立了公务员最高工资不得超过平均工资的8倍（最终到了1948年才正式确立为制度，但随后又马上推行了透明度极低的对高级公务员的奖金制度来绕过了这条限额，对最高级别公务员的奖金制度延续到了今天）。拿破仑创建了数量不多的工资很高的职位，这部分人非常少，因此1831年梯也尔政府上台之后也不想去削减这部分人的工资（“这大约300万资金是否要给地方首领和驻外使节决定了我们是要享受帝国的荣耀还是要追求美国式的清贫，”他曾在演讲中提到）。当时美国最高级别公务员的工资水平要比法国低许多，这也引起了托克维尔的注意，他认为这充分表明了美国民主精神深入人心。尽管出现了各种波折，但这部分最高公务员的工资还是延续到了第一次世界大战（随后蜕变为食利者）。有关这些变化，请见在线技术附录。

[47]见Piketty, *Les hauts revenus en France*, 530。

[48]这样的争论不顾有效需求而是主张奢华和炫耀性消费是有价值的。托斯丹·邦德·凡勃伦（Thorstein Veblen）在《有闲阶级论》中就有论述：平等主义的美国梦想已离我们远去。

[49]见Michèle Lamont, *Money, Morals and Manners: The Culture of the French and the American Upper-Middle Class* (Chicago: University of Chicago press, 1992)。拉蒙特所采访人

士的财富显然要高于90%~95%的人群（甚至是高于98%~99%的人群），而不是仅仅高于60%~70%的人群。可见J. Naudet, *Entrer dans l'élite: Parcours de réussite en France, aux États-Unis et en Inde* (paris: presses Universitaires de France, 2012)。

[50]为避免将情况描绘得过于悲观，图11.9~ 图11.11仅仅显示了最可能出现情形下的情况。其他情形下的状况更加令人担忧，读者如有兴趣可在线查看（补充图S11.9~S11.11）。财税体系的变化可解释为何继承财产占财富的比重会超过19世纪的水平，而继承额占国民收入的比重却不会超过。如今的劳动收入征税很高（平均是30%，这还不算养老金和失业保险支出），而继承财富的平均有效税率只有5%（尽管继承财富在享受转移支付时与劳动收入并无差别，例如用税款来支付的教育、医疗和安全服务等）。第四部分将讨论财税问题。

[51]这大概与奥斯汀笔下3万英镑的庄园地产价值相等，当时人均年收入大约是30英镑。

[52]《绝望主妇》第四季中也有在巴哈马隐匿资产的情节（卡洛斯·索利斯必须要拿回1 000万美元，这导致了他与妻子之间无尽的纠葛），尽管这电视剧对现实极尽粉饰，因此并无严肃思考社会不公正之意，美国电视剧严肃的时刻通常是一小撮生态恐怖分子要破坏现行秩序时或精神分裂的少数族裔要设计惊天阴谋时。

[53]第十三章中将对此有专门论述。

[54]如果情况如另外的情形假设，那么比例就会超过25%。见在线补充图S11.11。

[55]与莫迪利亚尼、贝克和帕森斯等人的社会经济学理论相比，涂尔干在《社会分工论》（1893年）中所提出的基本上是关于遗产终结的政治理论。尽管其预测并不比其他理论更精确，但这是或许因为20世纪的战争将问题推到了21世纪。

[56]见Mario Draghi, *Le Monde*, July 22, 2012。

[57]在此我不是说要低估税收问题的严重性，但我不想说这是21世纪欧洲或全球资本主义面临的最重要问题。

[58]在法国波旁王朝复辟之后，只有不到1%的男性公民有投票权（1 000万人中有9万投票者）；在七月王朝时该比例上升至2%。而对于担任公职所需的财产要求则更加严格：仅有不到0.2%的男性公民可以满足条件。在1793年全体男性投票不过是昙花一现，男性投票权要到1848年之后才得以确立。1831年之前，英国也只有不到2%的男性公民拥有投票权。在经过了1831年、1867年、1884年以及1918年的政治改革之后，英国对投票权的财产要求才逐渐取消。

[59]德国的数据来自Christoph Schinke, “inheritance in Germany 1911 to 2009: a Mortality Multiplier approach,” Master’s thesis, paris School of Economics, 2012，见在线技术附录。

[60]英国的继承额稍小（20%~21%而非23%~24%），但这应是基于会计流量而非经济流量，因此可能过于偏低。英国数据来自anthony atkinson, “Wealth and inheritance in Britain from 1896 to the present,” london School of Economics, 2012。

[61]如果在全球层面发生这样的情况，全球资本收益率可能会出现下降，而更多的生命周期财富可能会部分加入可传承财富（这是因为较低资本回报率会打击可传承财富的积累而不是生命周期财富的累积）。在第十二章中还将继续论述该问题。

[62]有关本议题可参考anne Gotman, *Dilapidation et prodigalité* (paris: Nathan, 1995)，这是对富人的采访基础上所写成的。

[63]具体而言，莫迪利亚尼并未将继承财富的资本化收入考虑在内，而科特利克夫和萨默斯则将资本化的继承收入考虑在内（尽管资本化的继承收入超过了继承者的实际财富），但这也是不正确的。见在线技术附录以查看具体分析。

第十二章

21世纪的全球贫富差距

至此，本书对财富不平等机制的分析基本上是从狭义的国家角度出发，尽管在前文数次提及英国和法国在19世纪以及20世纪初期海外资产的重要性，但对此还应做更进一步的剖析，因为国际财富不平等将会关系到每个人的未来。现在就来看看全球范围财富不平等的动态变化以及造就它并持续发挥作用的规律。金融全球化是否会导致全球资本出现空前的高度集中？或许这种令人忧心的状况早已发生？

在分析该问题之前，首先要看看个人的财富：那些在富豪榜上名列前茅的人是否会在21世纪继续扩大对财富的占有？随后还将分析国家之间的不平等：如今的富裕国家是否会最终落入石油输出国、中国或是这些富国自身的亿万富豪手中？在讨论这两个问题之前，首先要讨论经常被忽视但又在分析中具有关键作用的因素：不平等的资本收益。

资本收益的不平等

许多经济学模型都假设，资本收益不受资本所有权影响，即无论资本拥有者的财富大小，资本收益都是相同的。但这一点其实有待推敲：完全有可能发生的情况是，富裕者的平均资本收益率往往会高于那些财富规模不大的人。这背后存在若干原因。最为明显的解释就是，一个拥有1 000万欧元的人肯定要比拥有10万欧元的人更能聘请到优秀的理财师或财务顾问；同理，一个拥有10亿欧元的富豪在这方面也会超过拥有1 000万欧元的小富豪。如果这些理财中介是管用的，他们能较常人找到更好的投资选择，那么在资产管理中就可能出现“规模经济”效应，即资产管理规模越大，平均收益率就越高。第二个解释是，假如投资者的资产丰厚，那么他比那些“输不起”的普通人来说就会更加愿意承担风险，也更能沉得住气。出于这两方面原因（当然所有迹象都表明第一个原因要比第二个原因重要许多），我们就不难想象，假如说平均资本收益率是4%，那么富裕者可能会获得6%~7%的高额收益，而普通投资者

可能就只能拿到2%~3%的收益。事实上，下文将会提到，从全球范围看，最富阶层的资产（包括那些通过继承获得的巨富）在过去几十年的增长速度都非常快（年均6%~7%的增长速度），其增速要远远高于社会总财富的平均增速。

那么不难看出，这样的机制会自动导致资本分配的两极化。如果说存在结构性因素，导致全球财富分布中处于高位群体的财富增长远快于低位群体，那么贫富差距自然会无限制扩大。在新的全球经济环境中，这种贫富悬殊或许正以前所未有的速度不断加剧。按本书第一章所述的复利规律，显然这种机制也会导致相当迅速的贫富分化，因此如果没有其他制约因素，只要在短短几十年内就会形成大量的财富集中。因此资本收益率的不平等也会在很大程度上放大并加速 $r > g$ 的不平等效果。事实上， $r - g$ 的差距在大规模财富上会变得很大，尽管在整体经济上可能还相对平均。

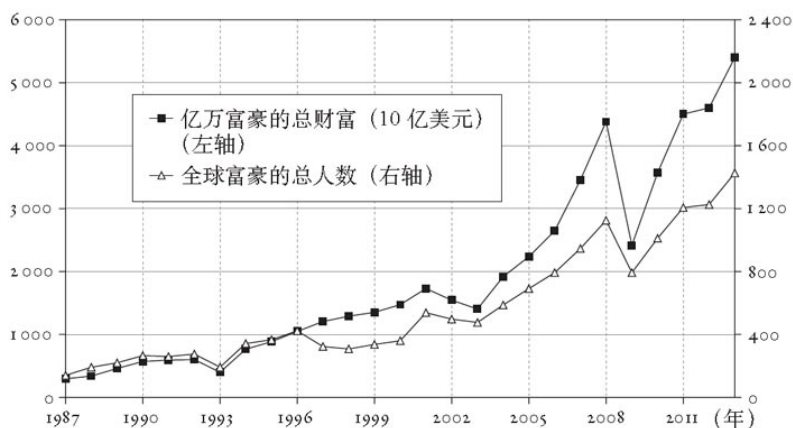
从严格逻辑上讲，唯一的“自然存在”的抵消因素（在此“自然”的定义是无须政府介入）就是经济增长。如果全球经济增长率较高，那么大规模财富的相对增长速度就会显得比较温和，即不会比社会收入和财富的平均增速高出太多。具体而言，如果全球经济年均增速是3.5%（假设1990~2012年的情况延续到2030年），那么富豪财富的增长速度还是会高于其他人，但差距不会像全球增速在1%~2%时那么悬殊。此外，如今全球增长率有一部分是人口增长因素，新兴市场国家的富豪正迅速崛起，跻身全球富豪榜之列。这会让人产生富豪榜正在迅速发生变化的印象，也会让发达国家的人们越发感觉到他们正在落后。由此产生的焦虑和紧张感甚至会超越其他关切。但从长远看，一旦贫穷国家赶上富裕国家，全球经济增长开始放缓，那么最值得关注的其实还是资本收益率的不平等。从长期来看，国内的贫富差距显然要比国际的贫富差距更值得担忧。

首先我想通过全球财富排行来讨论资本收益率不平等的问题，随后我将分析主要美国高校基金会的收益情况。这看上去似乎是独立无关的证据，但这有助于我们冷静客观分析并看清为何投资收益会随着资产规模变化而变动。随后我还会分析主权财富基金的收益，尤其是那些石油输出国和中国的主权财富基金，这会让话题回到各国财富之间不平等的问题。

全球财富排行的变化

经济学家一般对美国《福布斯》发布的财富排行榜以及全球各国媒体发布的类似排行榜不屑一顾。确实，这些排行榜往往存在重大的偏见和严重的统计方法问题（这还是客气话）。但毕竟这些排行榜是存在的，其存在回应了当今社会公众对如今最重大问题（即全球财富分布及其演变）相关信息的合理和迫切需求，经济学家不可视而不见。此外也必须承认，我们严重缺乏有关全球财富变化的可靠信息。各国政府和官方统计机构往往追不上资本全球化浪潮的脚步，这些统计机构所使用的类似国内家庭调查的方法在分析21世纪财富演变时总是捉襟见肘。媒体发布的财富榜可以也必须与政府数据、纳税记录或银行数据等其他来源信息相印证，但如果完全忽略这些排行榜，那也是极其荒唐和错误的，因为其他可补充的印证信息在全球层面上往往都不尽如人意。因此我将试图从这些排行榜上找出有用的信息。

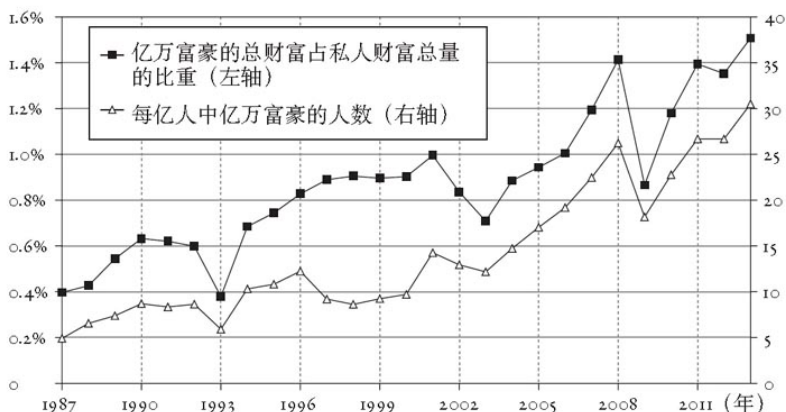
《福布斯》杂志于1987年开始发布全球财富榜，这是全世界历史最为悠久和最系统的全球财富排行。每一年，该杂志的编辑人员都会通过各种渠道收集整理信息，然后将全球范围内资产在10亿美元以上的富豪找出来并对其排名。1987~1995年，该财富榜上的首富是日本人，随后在1995~2009年变成了美国人，从2010年开始又变成了墨西哥人。根据《福布斯》的报道，1987年时资产超过10亿美元的富豪全球只有140人，但如今这个数字变为了1 400人（2013年数据），即是之前的10倍（见图12.1）。但如果考虑到1987年以来通货膨胀以及全球增长状况，这些被世界各地媒体反复报道的数字其实很难解读。如果将这些数字与全球人口和全部私人财富比照，那么就得出如下一些看上去更加合乎情理的结论。从全球范围看，1987年每1亿人当中只有5名富豪的资产达到10亿美元，但在2013年，每1亿人中有30名。1987年时这些亿万富豪的资产占全球私人财富总额的0.4%，但在2013年该比例达到了1.3%，这超过了2008年全球金融危机爆发和雷曼兄弟倒台之前的历史最高水平（见图12.2）。[1]但这其实并不是说明富豪财富变化的最佳方法：因为假如亿万富豪的人数增长了6倍，那么其财富总额占全球财富总额的比重增长4倍似乎是顺理成章的事。



1987~2013年，《福布斯》杂志认为亿万富豪的人数从140人增长到了1 400多人，而其财富总额则从3 000亿美元增加到了45 000亿美元。

图12.1 1987~2013年《福布斯》公布的全球亿万富豪排行榜

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



1987~2013年，每亿人口中资产超过10亿美元的富豪数量从5人增加到了30人，而其财富总额在社会全部财富总额中的比重则从0.4%增长到了1.5%。

图12.2 1987~2013年亿万富豪占全球人口和财富总额的比例

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

要想让这些富豪排行榜变得合理，那么唯一的方法就是看全球人口中某固定比例人口的财富变动，比如全球成年人中1/20000000最富有的人口：20世纪80年代时全球成年人口30亿，那么这部分人的数量大约是150人；21世纪头10年全球成年人口45亿人，那么这部分人的数量大约是225人。随后就可发现，这部分固定比例人口的平均财富数量从1987年略高于15亿美元增长到了2013年约150亿美元，平均增速经通胀调整

为6.4%。[2]如果我们考虑全球人口中最富的1/100 000 000，即世纪80年代的30人到21世纪头10年的45人，这部分人的平均财富同期从30亿美元增加到了350亿美元，平均增速经通胀调整为6.8%。与此相对，如表12.1所示，全球人均财富同期增速只有2.1%，而人均收入增速更是只有每年1.4%。[3]

表12.1 1987~2013年全球顶级富豪的财富增速

	年均实际增长率（经通胀调整后）%
1/100 000 000最富人群a	6.8
1/20 000 000最富人群b	6.4
全球成年人口人均财富	2.1
全球成年人口人均收入	1.4
全球成年人口数量	3.9
全球国内生产总值	5.3

注：1987~2013年，全球最富人口的年均财富增速是6%~7%，高于同期全球人均财富2.1%和人均收入1.4%的增速，所有数据都经通胀调整（1987~2013年的年均通胀率是2.3%）。

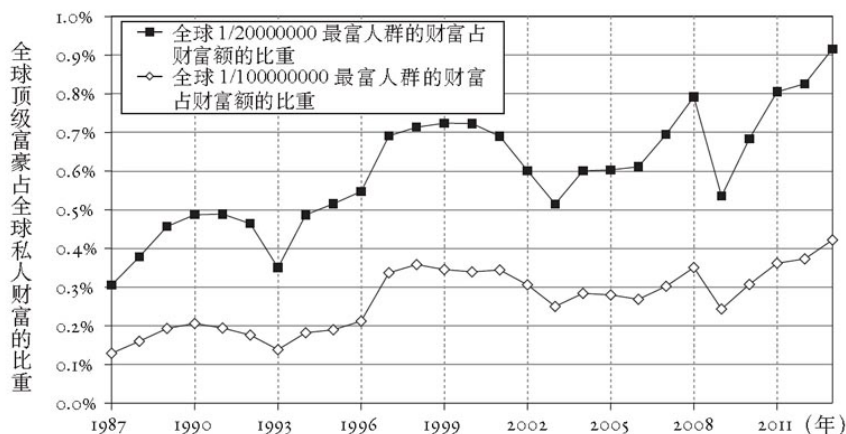
a. 20世纪80年代全球30亿成年人口，因此这部分人数量为30人；21世纪头10年全球45亿成年人口，因此这部分人口数量为45人。

b. 20世纪80年代全球30亿成年人口，因此这部分人数量为150人；21世纪头10年全球45亿成年人口，因此这部分人口数量为225人。

资料来源：pikitty.pse.ens.fr/capital21c

总之，自20世纪80年代以来，全球财富增长速度平均要略高于收入增速（有关这种资本/收入比高企的趋势见本书第二部分论述），而大额财富的增速更是要远高于平均财富的增速。这就是通过财富榜分析得出的结论，如果《福布斯》财富排行榜数据可靠的话。

注意，所选择的观察年份也会影响到最终结论的精确性。例如如果我们观察1990~2010年而不是1987~2013年，那么巨额财富的真实增长率就应该是4%而不是6%~7%。[4]这是因为全球股价和房地产价格在1990年达到阶段性峰值，而2010年的股市和房地产市场都相对低迷（见图12.2）。然而不管如何选择观察年份，大额财富的增长速度永远都高于平均财富的增速（至少是高出一倍）。如果选取总人口中固定比例的最富人群，那么我们发现，在过去不到30年时间里，巨富者的财富增长了3倍（见图12.3）。诚然，全球超级富豪的财富在全球财富总额中的比重很小，但增速却相当可观。如果这种演变趋势无限制发展下去，那么到21世纪末，全球财富中的很大一部分将集中在超级富豪手中。[5]



1987~2013年，全球1/200000000最富人群的财富占全球财富总额的比重从0.3%上升到0.9%；1/1000000000最富人群的财富占全球财富总额的比重则从0.1%上升到0.4%。

图12.3 1987~2013年全球顶级富豪占世界财富总额的比重

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

那么这样的结论也可延伸到全球财富分布更为宽泛的层面吗？即全球财富分布不均衡正以更高的速度发展吗？《福布斯》和其他媒体财富榜的最大问题在于，上榜的富豪数量太少而难以从宏观经济影响层面开展分析。尽管财富差距在拉大而某些个人财富的绝对值相当可观，但毕竟只有数百人或最多上千人上榜，而这部分人的财富目前加起来也就是全球财富总额的1%多一点儿。[6]也就是说，全球99%的财富都排除在视野之外，这不能不说是缺憾。[7]

从亿万富豪排行榜到“全球财富报告”

为了进一步了解全球最富10%、1%甚至0.1%人群的财富分布情况，我们就必须要采用类似在第十章中所用的财税和统计数据。在第十章中，历史数据显示了在1980~1990年，所有富裕国家的财富分配差距都在扩大，那么应该不难理解，在全球范围内也存在着这种现象。遗憾的是，现有数据存在着太多的缺憾。（或许我们低估了发达国家财富分配差距的扩大，而新兴市场国家的数据则很不完整，原因之一是这些国家缺乏累进税制度，因此很难去采用新兴市场国家的数据。）因此如果现在要对全球财富分布状况的最高10%、1%甚至0.1%进行精确估计，那么确实存在着客观困难而难以实现。

过去几年间，有一些国际金融机构试图提供这些信息来满足社会需求，这些机构的方法是对媒体发布的财富排行榜进行扩充，形成不仅仅包括身家超10亿美元的富豪的所谓“全球财富报告”。具体而言，自2010年以来，瑞士主要金融机构瑞士信贷发布了对全球财富分布的年度报告，该报告号称覆盖全球所有的人口。[\[8\]](#)其他银行、券商以及保险公司（包括美林和安联）对全球百万富翁的研究也颇有建树（即所谓的高净值个人，high net worth individuals，简称HNWI）。每家机构都希望发布自己的报告，报告装帧极为精美。有些讽刺的是，恰恰是那些通过为富人打理财富而大发其财的金融机构站出来弥补了政府统计部门的不足，这些银行都自称要对全球财富分布提供客观的信息。在此也必须指出，有时为了获得某些关于全球财富的结论，这些报告经常会存在大胆的假设和估计，因此并不是所有报告内容都值得采信。而且这些报告通常只是描述最近若干年的情况，最长也不会超过10年，所采用的原始数据相当有限，因此对于研究长期变化或用来发现全球贫富差距变化内在趋势基本无用。[\[9\]](#)

如同《福布斯》财富榜等富豪排行榜，这些财富报告当然也有其存在的价值，至少这是现在可看到的关于全球财富分布的唯一成果。另一方面，这也说明了各国和国际机构乃至经济学研究者的失败，即未能向公众提供可靠客观的数据和分析。民主制度的透明度要求必须有全面客观的数据：如果没有关于全球财富分布的可靠信息，那么任何人都可对此大放厥词，甚至有意误导舆论来实现目的。因此，尽管这些财富报告不甚完美，但在找不到更好的信息之前，这些报告至少可以为公共讨论提供起码的边界和基础。[\[10\]](#)

如果我们也采用这些报告中的全球分析模式并比较各个不同的估测，那么将大致获得如下的结论：自2010年以来全球财富不公平程度似乎与欧洲在1900~1910年的财富差距相似。最富的0.1%人群大约拥有全球财富总额的20%，最富的1%拥有约50%，而最富的10%则拥有总额的80%~90%。在全球财富分布图上处于下半段的一半人口所拥有的财富绝对在全球财富总额的5%以下。

具体而言，全球最富的0.1%人群（即全球45亿成年人口中的450万人）所拥有的平均财富大约是1 000万欧元，约为全球人均财富6万欧元的200倍，这些人拥有的全部财富相当于全球财富总额的20%。而最富有的1%人群（即4 500万人）所拥有的平均财富是300万欧元（广义来

说，这部分群体包括所有个人财富超过100万欧元的人)。这是全球人均财富的50倍，这些人一共掌握着全球财富总额的50%。

要注意，这些估测是有待验证的（包括全球财富总额和平均财富额的数字）。与本书中大部分所引用的数据相比，这些数字更应被视为表示数量级的大致数，其用处在于帮助读者集中思考。[\[11\]](#)

同样也要注意，这代表着财富的高度集中，其集中程度要远远超过各国国内观察到的集中度，因为这反映了国际财富分布的不均衡。全球人均财富只有6万欧元，因此许多发达国家居民，包括那些“世袭中产阶级”，他们在全球财富等级中位置相当靠前。同理，我们也不能就此断言，全球层面的贫富差距一定在扩大：随着贫穷国家对富裕国家的追赶，这种追赶效应可能会在许多时刻超过差距扩大效应。目前手头所有的数据并不足以对这个问题提供明确的答案。[\[12\]](#)

然而，现有的数据依然可以表明，在全球财富分布的顶端，差距扩大的力量已十分强大。这种趋势不仅在《福布斯》10亿级富豪榜上表现明显，在1 000万美元至1亿美元级别的富豪群里也有所体现。当然这部分人群就要庞大许多：全球最富的0.1%人群（人均财富为1 000万欧元的450万名富豪）拥有了20%的全球财富，这比《福布斯》榜上富豪所拥有的1.5%财富要高得多。[\[13\]](#)因此必须要理解差距扩大机制在这一群体中的影响，这部分富人的财富悬殊主要是由不同规模资产组合所产生的不平等收益造成的。这将决定，在财富分布顶端的悬殊化是否足以弥补国家间的追赶效应。那么差距扩大的过程是否仅仅发生在亿万富豪群体，还是对“次富豪”群体也同样适用？

举例而言，如果最富的0.1%人群可获得6%的投资收益，而全球平均财富的增长率只有2%，那么经过30年的发展，最富的0.1%人群所拥有的资本在全球资本总额中的比重就可变成原来的3倍，即最富的0.1%人群将拥有全球60%的财富，这可能是现有的政治体系所无法承受的，除非具备特别有效的管制体系或极其有力的维稳机制，甚至要两者兼而有之才能避免社会崩溃。即便0.1%富人的资本收益率只有4%，那么在经过30年发展之后，他们也将占有全球财富总额的40%。财富分布顶端差距扩大的力量将再次超越全球范围内的赶超和弥合差距效应，因此全球财富排名前10%和1%的人所拥有的财富比例会大幅度升高，中产阶层和中上阶层的财富将更多流向超级富豪。这种对中产阶层的剥夺很有可能会触发强烈的政治反抗。当然在目前阶段还无法断定这样的情形一定

会出现。但无论如何必须意识到，由于初始财富规模不同，会有不同的资本收益率，由此不断强化 $r > g$ 不平等的演进，这可能会对既有全球财富的积累和分布趋势推波助澜，让全球财富分布朝着无序和无节制的贫富悬殊方向螺旋式前进。正如我们所看到的，只有对资本实行累进税才可有效遏制这样的势头。

财富排行榜中的继承者和创业者

《福布斯》排行榜中最令人惊奇的现象之一就是，无论财富来源于继承还是创业，一旦财富超过了某个规模门槛，那么就会以极高的速度增长，而不论财富的拥有者是否还在继续工作。当然，我们并不能高估从这些排行榜中所推断出来的结论的精确性，因为毕竟这些排行榜所依据的数据有限，而采集的方法也有粗糙片面之虞。但事实本身还是非常有趣的。

首先来具体分析全球财富分布顶端的情况。1990~2010年，全球操作系统巨头微软公司创始人比尔·盖茨的财富从40亿美元增长到了500亿美元[14]。盖茨是创业起家的典型代表，他稳居《福布斯》财富排行榜榜首10多年。与此同时，全球化妆品巨头欧莱雅集团的继承人利利亚纳·贝当古的财富从20亿美元增长到了250亿美元。欧莱雅集团是贝当古的父亲欧仁·舒埃勒创立的，他在1907年发明了染发剂系列，由此开启了庞大的化妆品商业帝国，这正如百年之前巴尔扎克所写的赛查·皮罗托的发家史。[15]盖茨和贝当古两人的财富都在1990~2010年以年均13%的速度增长，经通货膨胀因素调整后的实际增速约为每年10%~11%。

换言之，这辈子从来没有工作过一天的利利亚纳·贝当古的财富增速与高科技巨擘盖茨的财富增速相同，当然盖茨在退休之后其财富也在保持同样的高速增长。一旦财富形成，那么资本就会按自身规律增长，而且只要规模足够大，那么财富可能会连续高速增长数十年。请特别注意，一旦财富达到了一定的规模门槛，资产组合管理和风险调控机制就可形成规模效应优势，同时资本所产生的全部回报几乎都能用于再投资。拥有这样数量财富的个人每年只要拿出总财富中几乎可忽略不计的部分，也足以让自己过上极为奢华的生活，因此他的全部收入几乎都可用来再投资。[16]这是最为基本但至关重要的经济机制，对财富的长期积累和分布有着重大的影响。钱自己会生钱。这样的现实并未逃脱巴尔

扎克的观察，他用如下笔触描述了意大利面食生产商的财富崛起：“高老头积累了大量的资本，这使得他获得了大量财富可赋予的优势，让他在后来的生意中无往而不利。”^[17]

例如史蒂夫·乔布斯，这位伟大创业者所获得的崇拜和追捧与比尔·盖茨相比有过之而无不及，他的财富当之无愧。2011年，乔布斯达到了职业生涯顶峰，但在当年苹果公司股价高点时，他拥有80亿美元的财富，只有盖茨（尽管观察家都认为盖茨的创新力不如乔布斯）财富的1/6以及利利亚纳·贝当古的1/3。在《福布斯》排行榜上，还有数十人所继承的财富都在乔布斯之上。因此显然，财富不仅仅是才能的问题。原因在于，继承财富的收益率通常仅仅是因为财富初始体量庞大就会变得很高。

遗憾的是，现在无法继续深入这类调查，因为《福布斯》的数据相当有限，无法开展系统和深入的研究（这与本书随后将要分析的大学捐款形成对比）。具体来说，《福布斯》和其他媒体出的财富排行榜大大低估了继承财富的规模。编辑记者无法获得全面的财税或其他政府资料，因此难以报出精确的数据。他们只能尽量从各处资料来源采集信息，如通过电话和电子邮件采集到原始的一手资料，但这些数据并不一定总是可靠。当然这种方法并无过错，在政府并未采取合适措施采集财富信息时，媒体的介入就是不可避免的。从政府方面来说，比如政府可以要求公民每年进行资产申报，然后这些数据可用于公共目的，在现代技术的帮助下也可实现这部分信息的自动化。但也必须意识到媒体的粗糙方法可能会造成的后果。从实践上看，记者总是从大型上市公司数据以及公司股东列表开始。这种方法相对适用于测算创业财富或初期财富（总是集中于单一企业）而难以测算继承财富的规模（因为继承财富总是投资于资产组合）。

对于那些大额的继承财富（即数百亿美元或欧元级别的财富），或许可假定说，大部分资金依然存在于家族企业（例如持股法国欧莱雅的贝当古家族以及美国沃尔玛集团的沃尔顿家族）。如果情况如此，那么这些财富会和比尔·盖茨或史蒂夫·乔布斯的财富一样易于计算。但并非所有级别的继承财富都是如此：在10亿～100亿美元的财富级别（按《福布斯》的报道，全球每年都会有数百新贵跻身这一级别）或在1 000万～1亿美元的级别，更多的继承财富是分散在投资组合中，这样记者就很难去掌握这些数据（尤其是继承财富者往往不如创业者那样高调）。由

于这种统计缺陷，媒体的财富排行榜总是不可避免会低估继承财富的规模。

诸如法国《挑战》周刊等杂志就公开宣称，其目标仅仅是测算所谓的“业务相关”财富，即主要以股票或公司股权形式存在的财富。它们对那些多元化的资产组合并无兴趣。但问题在于，要想清晰界定“业务相关”财富是相当困难的。比如公司所有权的门槛应该设在哪里？是否存在一定界线，超过该界线的持股就不再被视为纯财务投资而是寻求控股地位？是否要考虑所投资公司的规模？如果要考虑，那么应该如何确定规模？实际上，媒体对要将哪些财富纳入计算范畴采用了极其实用主义的方法：首先，记者必须要听说过这些富豪；然后这些人的财富必须要达到相应的标准。例如《福布斯》就只看那些身家在10亿美元以上的富豪，而《挑战》和其他国家的许多报刊则只看本国最富的500人。采取这样的简化方法是可以理解的，但这种粗糙的抽样方法显然无法用来开展国际或历史比较。此外，报刊的富豪榜在具体的考察对象上也有些含混：原则上富豪榜应该是关于个人，但有时也会考虑整个家族，这就导致了另一方向的偏差，即富豪榜可能会夸大排名在前的富豪资产。显然，这些报刊的富豪榜并不足以作为依据去研究“继承在资本形成中的作用”或“财富不平等的演变”等复杂议题。[\[18\]](#)

另外，这些报纸杂志也常常会表现出明显的思想上的偏袒，即报纸杂志最喜欢为创业者高调“炫富”，尽管这样做可能会夸大这些创业者在财富版图中的重要性。客观而言，无论是外界观察还是自身定位，《福布斯》都在始终为创业者以及“努力创富”大唱赞歌。《福布斯》杂志的老板史蒂夫·福布斯本人也是亿万富翁，并曾两度被提名美国共和党总统候选人，但他本人却是继承者：是他的祖父于1917年创立了这份杂志，然后慢慢形成了福布斯家族的财富。这份杂志有时会将亿万富翁分成三类：纯粹的创业者、纯粹的继承者以及那些“增长了财富”的继承者。问题在于，《福布斯》从来没有对这三类富豪给出清晰的定义（尤其是如何界定“纯粹”和“部分”继承者）。[\[19\]](#)在这样的条件下，几乎无法对未来趋势给出任何精确的结论。

那么考虑到这些困难，我们又如何分清在顶级富豪中，哪些是继承者哪些是创业者呢？如果我们将《福布斯》排行榜上的“纯粹”和“部分”继承者都考虑在内（并假定“部分”继承者的一半财富是来源于继承），即便我们接受这种可能导致低估继承财富规模的方法论偏差，最

终结果也很清晰，继承财富占全球总财富的一半以上。目前可接受的先验假设是，继承财富应占全球财富总额的60%~70%，当然这样的水平还是远低于“美好年代”的法国（80%~90%）。其主要原因可能是因为当前全球经济增长的相对高速，来自新兴市场国家的富豪正迅速跻身全球富豪榜之列。但这一切仅仅是假设，而不是确定的事实。

富人的道德排名

无论如何，有关富人财富是否应得的讨论没有最终答案，因此当前迫切需要超越这种无效讨论。没有人会否认，社会发展需要创业、发明和创新。在欧洲“美好年代”就有许多发明，例如汽车、电影、电力等，今天也一样。但问题在于，创业本身并不能让所有的贫富差距都合理化，无论差距是多么极端。以 $r > g$ 代表的不平等以及由于初始财富造成的资本收益差距将会导致资本的过度和持续集中：无论初始的财富差距是否合理，财富会自我生长并自我膨胀，会超越一切合理界限以及社会效用角度上的任何合理解释。

因此，创业者会变成食利者，不仅是在代际交接过程中，在同一代人中也会出现，尤其是当人均寿命不断延长的今天：一个在40岁时充满了创意的企业家不一定会保持这种状态到90岁，而他的子孙也不一定会像他那样具有创业才能。但财富却留了下来，在某些情况下甚至出现了20年里翻一番的情况，比尔·盖茨和利利亚纳·贝当古均是如此。

这就是为何要在全球世界范围对大额财富每年征收累进财富税的原因。这是通过民主手段控制财富爆炸性自我膨胀的唯一途径，与此同时又可继续保持社会上的创业活力和国际经济开放程度。在第四部分中，我们将详细讨论这一政策建议及其局限性。

实施这种财税措施也是超越“财富道德关系”无效讨论的良方。每笔财富的存在都有其合理性，但同时又可能有些过度。赤裸裸的财富窃取是罕见的，当然也很少有财富是完全合理的。累进财富税的好处在于可以用灵活、统一和透明的方法来应对不同财富状况，同时让巨额财富置于民主控制之下，现在其实许多财富都已经如此。

常见的情况是，有关全球巨额财富的讨论往往容易导向对具体某个人能力或品行的判断，这些判断往往带有脸谱化的专断特征。例如现在

的全球首富、黎巴嫩裔的墨西哥地产和电信大亨卡洛斯·斯利姆，他就经常被西方媒体形容为靠政府庇佑下（暗指腐败）的垄断租金才积累了巨额财富，而比尔·盖茨则被塑造成白手起家的企业家榜样。有时人们甚至会有这样的错误印象，好像是盖茨本人发明了全部的计算机和微处理器。如果他对生产力发展以及对全球福利的贡献能获得相应的酬劳，那么他的财富应该是现在的10倍（幸运的是，自从他退休之后，实际上地球上的好人从他的“积极外部性”受益良多）。毫无疑问，这种对盖茨的顶礼膜拜反映了现代民主社会要将贫富差距合理化的不可遏制的需求，对盖茨的膜拜仅仅是这种需求的副产品。老实说，我不知道卡洛斯·斯利姆和比尔·盖茨究竟是如何发家致富的，所以我不能妄加评论其道德与否。然而在我看来，盖茨实际上也在通过对操作系统的实质垄断获利（其他许多高科技创业者，从电信到“脸谱网”也在通过垄断租金获取暴利）。此外我还认为，盖茨的贡献也要依靠成千上万的工程师和科学家在电子和计算机领域的基础性研究工作，如果没有这些人所做的铺垫，盖茨的创新也就无从而生。但可惜这些默默无闻的研究人员并未将其每项工作都申请专利。总之，在没有对事实进行基本审查之前就迫不及待地将卡洛斯和盖茨置于正邪两端，这是极为不合理的做法。[20]

对于在盖茨之前，曾在1987~1994年居《福布斯》排行榜榜首的日本人堤义明（Yoshiaki Tsutsumi）和森代吉郎（Taichi Mori），西方公众大约已经想不起他们的名字。或许人们普遍认为，日本人的财富主要是拜地产和股市泡沫所赐，其产业仅仅是在当时存在于东方“日出之地”，另外有人则认为日本财富只不过是通过对不择手段的亚洲方式积累起来的浮财。但实际上，日本在1950~1990年的增长是迄今为止人类历史上最出彩的经济发展故事，其伟大程度要超过美国在1990~2010年的增长，日本企业家在整个过程中当然也发挥了积极作用。

因此与其给富豪编一个道德排名（这种做法常常最终沦为唱西式赞歌的举动），不如去理解财富动态变化背后的普遍规律，即只讲财富而不讲个人，并由此思考相应可以普遍适用而不用考虑其具体国籍的监管措施，尤其是财税监管。在法国，当印度钢铁大亨拉克希米·米塔尔在2006年收购阿赛洛钢铁集团（当时是世界上第二大钢铁公司）时，法国媒体对这位印度大亨表示出了极大的敌意。2012年秋天，法国媒体再一次对米塔尔爆发出敌意，当时米塔尔被指责未对弗洛朗热的钢铁厂进行充分投资。[21]在印度，几乎人人都认为法国人对米塔尔的攻击属于种族歧视，或至少有歧视有色人种的因素在里面。那么谁又能完全否认印

度人的怀疑呢？诚然，米塔尔的方法简单粗暴，而其本人的生活方式奢靡无度。几乎所有的法国媒体都在盯着他的伦敦奢华房产不放，“他的伦敦豪宅价格是弗洛朗热工厂投资额的3倍”。与此同时，法国公众对巴黎市郊塞纳河畔讷伊镇上的豪奢住所就没有那么仇恨，这些豪宅属于像阿诺·拉加代尔这样的法国本土富豪，这位家族财富继承者也没有突出的才华、德行或社会贡献，但当时法国政府却决定斥资10亿欧元从其手中购买全球航空业巨头欧洲宇航防务集团的股份。

再举一个例子，这个例子更加极端。2012年2月，法国某法庭下令从一座豪宅没收了200多立方米的财物（包括豪车和古画等），这套位于福熙大道的豪宅属于赤道几内亚独裁者之子奥多林·奥比昂（teodorin Obiang）。法院认定，奥比昂在赤道几内亚森林砍伐公司持有的股份来历不明（这也是他绝大多数财富的来源），这家公司相当于是在盗窃属于赤道几内亚人民的森林资源。这个案例颇有启发意义，因为这显示出“私有财产神圣不可侵犯”并不是没有条件的。此外这也证明，如果有人真的想要追查，那么在技术上也完全能做到去追索奥多林·奥比昂的财富，尽管他设置了各类空壳公司来转移其资产。那么人们自然会想，通过类似的方法也可找到其他人在伦敦和巴黎等地隐匿的资产，无论是俄罗斯的金融寡头还是卡塔尔的石油富豪，这些人归根到底也都是通过售卖自然资源积累的财富。或许他们对石油、天然气以及铝矿资源的占有不像奥比昂掠夺森林资源那样赤裸裸；或许如果攫取资源的行为是发生在最贫困的国家，那么司法部门就有了更迫切的理由采取行动，[\[22\]](#)而如果发生在富庶国家，那么紧迫性可能没那么强。但读者也可以认为这些不同案例没有本质区别，而是属于同一性质，即如果财富所有者是非西方人士，那么财富往往就会显得更加可疑。无论如何，法院无法解决每项来历不明的收入或不合理的财富的问题。应对这样的问题，更加理性和更系统化的手段应该是对资本征税。

广义来说，资本的回报通常含有真正创业劳动（经济发展完全不可或缺的动力）、纯粹运气（在正确的时间以合理价格购买了升值潜力很大的资产）以及恶意盗窃的因素，这些都融合在一起难以分割。财富积累是受更多因素影响的结果，其任意性要远远超过继承财富的任意性。资本回报从本质上讲就具有波动性和不确定性，资本可以产生收益（也会产生亏损），这些损益可能动辄就相当于几十年的工资收入。在财富排行榜的顶端，这种效应会更加极端。资本总是如此无情。在阿列克谢·托尔斯泰的小说《芙蓉》（1926年）中，作者就描述了资本主义的残暴

与恐怖。1917年，圣彼得堡的会计西蒙·诺左洛夫袭击了好心收留他的古董商并抢了一笔财富，这位古董商的致富秘诀就是用超低价格从那些在革命中流亡的贵族手里购买古董。诺左洛夫把抢来的钱投资在朋友开的莫斯科地下赌场里，在短短半年时间内将自己的财富扩大为原来的10倍。诺左洛夫是卑鄙无耻的小人，他深信财富和德行之间毫无关系：有时财产来源于偷窃，随后资本的收益会轻易将最初的罪恶洗白。

大学基金会的纯资本回报

为了更好地理解资本收益的不平等并减少因个人好恶而产生的主观影响，在此不妨看看美国高校基金会在过去几十年间所实现的投资回报。事实上，这是少有的从起始资本开始、覆盖相当长时期的有关投资和回报的完整数列。

目前美国有800多所公立和私立大学在管理自己的基金会投资。这些高校基金会的规模从数千万美元（例如在2012年排名第785位的北艾奥瓦社区学院，这所学院的基金规模就是1 150万美元）到数十亿美元不等。基金会规模最大的高校是哈佛大学（近几年的基金会规模在300亿美元左右）、耶鲁大学（200亿美元）以及普林斯顿大学和斯坦福大学（超过150亿美元）；紧随其后的是麻省理工学院和哥伦比亚大学，这两所高校的基金会接近100亿美元；然后是芝加哥大学和宾夕法尼亚大学，规模约为70亿美元。总而言之，美国800多所高校的全部基金会资产管理规模在2010年大约是4 000亿美元（平均来看大概每个高校将近5亿美元，中位数大约是1亿美元）。当然美国高校的总资产还不到美国家庭总财富的1%，但从绝对量上看这也是很大的数额，这些资产的投资每年都给美国高校创造了重要的收入，或至少对某些高校有着重要作用。[\[23\]](#)最为重要的是，这也是美国高校资产投资最有意思的地方，这些高校每年都定期发布可靠而详细的校产投资报告，这些资料可用来研究各家高校每年获得的投资回报。绝大多数私人财富都没有这样的透明度。具体而言，全美高校经营管理者协会（National association of College and University Business Officers）从20世纪70年代末就开始收集这些数据，并从1979年开始就发布年度统计调查数据。

我从这些数据中分析得出的主要结论如表12.2所示。[\[24\]](#)第一个结论是，美国高校在过去几十年的基金会资产管理方面获得了相当不错的

投资收益，在1980~2010年年均投资收益率为8.2%（1990~2010年的年均投资收益率为7.2%）。[25]当然每十年里这些投资收益也有高低变化，某些年份会出现极低甚至负的投资收入，例如在2008~2009年的金融危机时期；但在某些好的年份，平均投资收益率也会超过10%。但在这里，我们看的是10年、20年甚至30年的平均数字，因此我们看到高校基金会投资的平均收益率还是相当可观的，这与《福布斯》财富排行榜上的富人投资收益率不相上下。

为了清晰表述，表12.2中所列的收益率都是考虑了资本所得和通货膨胀、税款缴纳（由于高校是非营利机构，因此税负很低）以及管理成本后的真实净收益。（管理成本包括参与了投资策略制定执行的高校内外工作人员的薪水。）因此表格中的数字反映了本书所定义的资本纯收益，即简单的来自因拥有资本而获得的收益，而剔除了因投资管理劳动而获得酬劳。

表12.2美国高校基金会（1980~2010年）的资本收益率

	年均实际收益率（剔除通胀以及所有管理成本和财务费用）%
全部高校	8.2
哈佛大学、耶鲁大学和普林斯顿大学	10.2
高校资产超过10亿美元（68所）	8.8
高校资产在5亿~10亿美元之间（66所）	7.8
高校资产在1亿~5亿美元之间（226所）	6.1
高校资产低于1亿美元	6.2

注：1980~2010年，美国高校基金会获得了年均8.2%的投资净收益，而基金会规模较大的高校所获得的投资收益率更高。表格中的数据都剔除了通胀因素（1980~2010年的年均通胀率是2.4%）以及全部的管理成本和财务费用。

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

第二个结论是，正如表12.2所示，管理资产规模越大，收益就越高。对于850所高校中基金会资产管理规模在1亿美元以下的500所高校，1980~2010年的年均投资收益率是6.1%（1990~2010年的年均投资收益率是5.1%），这样的投资收益率实际上相当不错，并高于同期全部私人财富的平均收益率。[26]而资产规模越大，投资收益率就越高。对于这60所资产规模在10亿美元以上的高校，其平均投资收益率在1980~2010年达到了8.8%（1990~2010年的收益率是7.8%）。金字塔塔尖的三所高校（哈佛、耶鲁和普林斯顿），自1980年以来就一直是全美高校中基金会规模最大的，其投资收益率在1980~2010年竟高达10.2%（1990~2010年的收益率是10.0%），这大约是基金会资产规模较小的高校的两倍。[27]

如果我们观察各高校的投资策略，那么就会发现所有的高校都很重视多元化投资，而投资明显偏好于美国和海外股票以及私人部门债券（政府债券，尤其是美国国债，因收益率较低而在全美所有高校的投资组合中的比重不到10%，资产规模最大的高校干脆基本不投资于美国国债）。高校资产规模越大，我们越容易在其投资中看到“另类投资策略”，即收益率极高的产品，包括私募股权基金股份以及未上市外国公司股权（这需要极高的专业投资能力）、对冲基金、衍生产品、房地产以及能源、自然资源和相关产品等大宗商品（这些也需要高度专业化的投资技能并能获得高额回报）。[28]至于这些不考虑股票、债券等大众投资品的另类投资的重要性，对于管理资产规模在5 000万欧元以下的高校，另类投资在投资组合中的比例仅为10%；对于管理资产在5 000万~1亿欧元的高校，另类投资比例为25%；对于资产规模在1亿~5亿欧元的高校，另类投资比例为35%；对于资产规模在5亿~10亿欧元的高校，另类投资比例为45%；而对于资产管理规模在10亿欧元以上的高校，另类投资的比例可超过60%。现有的高校投资数据完全公开并且相当详细，这些数据清楚显示了为何资产规模最大的高校能获得超过10%的年均收益率，而资产管理规模较小的高校只能获得5%的收益率，关键在于这些高校对另类投资的倚重。

更有意思的是，从投资收益率年度波动性来看，资产规模大的高校的波动性并不比资产规模较小的高校大：哈佛和耶鲁各年的投资收益率会围绕着平均值波动，但波动幅度并不显著高于资产管理规模较小的高校，但如果求得几年的收益率的平均值，就会发现资产规模较大的高校的收益率会系统性地高于资产规模较小的高校，而且两类投资收益率的差距从长期看是相对稳定的。换言之，资产规模大的高校之所以能获得较高的投资收益率，并不主要是因为承担了更高的投资风险，而是由于某种更加精巧的投资策略而使得投资收益更佳。[29]

那么应该如何解释这些事实？答案是资产组合管理中的规模效应。具体来说，哈佛大学每年要在其资产管理上花费1亿美元，用来运营一支顶尖的投资经理队伍，这些投资专才能在全世界范围内搜寻最佳的投资机会。由于哈佛大学的基金会规模庞大（大约300亿美元），因此每年1亿美元的管理费仅仅相当于其资产规模的0.3%。如果通过支付该比例的管理费就能将投资收益率从5%提升到10%，那么这显然是非常划算的交易。但如果高校的基金会规模只有10亿美元（当然这也是相当庞大的资产规模），那么该高校将无力支付每年1亿美元的管理费，因为这

样的话，仅仅是管理成本就相当于资产总额的10%。在实践中，没有高校的资产管理费用会超过资产规模的1%，一般都在0.5%以下，因此如果管理资产规模是10亿美元，那么管理费就应该控制在500万美元，这样的数额当然无法聘请到用1亿美元才能聘请到的专业投资队伍。对于北艾奥瓦社区学院，其基金会规模是1 150万美元，那么即便这家学院愿意支付1%的管理费，每年也只有11.5万美元，按市场价格只是相当于专业金融投资顾问平均薪酬的1/2甚至1/4。当然，财富居于中位数的美国公民只有10万美元可用来投资，因此他只能自我管理资产并只能依赖于亲戚朋友的免费咨询意见。当然投资顾问和资金管理经理也不是一定能赚钱（这是实话），但这些专业人士确实具备发现良好投资机会的能力，这也是获得较大规模捐赠基金的大学可获得较高投资收益的原因。

这些结论意义重大，因为这清晰、具体地表明了为何基金规模越大可实现的收益就越高，进而导致资本收益上的明显的不平等。这些高额回报很大程度上造就了美国著名高校的长盛不衰。来自校友的新捐赠额反而有限，每年校友的新捐赠额仅相当于学校基金会投资回报额的1/10~1/5。[30]

当然这些结论也应该谨慎对待。特别是，如果要用这样的结论去预测全球财富不平等在未来几十年的演化，那么就必须慎之又慎。首先，1980~2010年投资收益率较高部分受全球资产价格（股价和房地产价格）阶段性回升的影响，但这种资产价格上涨可能不会持续（也就是上面所说的长期收益率会在未来再降下来）。[31]其次，规模效应可能仅仅会对那些超大型的资产组合有效，对于那些规模在1 000万~5 000万欧元的“中等”财富来说效果可能不会太明显，而如前所述，这样等级的财富占全球财富的比重实际上要远远超过《福布斯》榜上富豪占全球财富的比重。最后，先不论管理费多寡，最终回报的高低也取决于机构是否能选择最合适的资产管理人员。但家庭并不是机构，比如大家庭里面难免会产生败家子糟蹋家庭财富，而作为像哈佛大学这样的机构很少会出现类似状况，因为随时会有人站出来阻止这种行为。由于家庭财富会受到这类随机性的“冲击”，因此在个人层面财富不平等似乎不会永远不可逆地发展下去，而是会在某个位置达到财富分配均衡。

然而，这些论点并不足以让人高枕无忧。如果我们只是依赖于外生的、随机发生的家庭堕落的冲击来防止未来大量亿万富翁的出现，那这样的做法也过于消极了。如前所述，只要 $r-g$ 的差距存在，那么哪怕差距

再小，也会导致财富分配的极度不公平。因此并非所有大规模的财富都要去追求10%的年均收益率：只要存在差距，那么就足以导致严重的贫富差距。

另外，还有一点很重要，富人正不断发明更新、更复杂的法律结构来隐藏其财富。信托基金以及基金会等形式不仅可用来避税，也限制了后人对相关资产的使用自由度。换言之，易犯错误的个人与长期存在的基金会之间并不像想象的那样绝对分开。虽然对后代权利的限制在理论上已经被大大削弱，因为200年前限定继承权在法律上就已取消（见第十章），但在实践中，如果确实需要，那么还是有办法可以实现的。具体来说，现在很难区分一家基金是纯粹的私人家族基金会还是慈善基金会。实际上，富贵豪门的基金会通常有传承财富和推动慈善的双重目的，而且即便家族资产是放在以慈善为主的基金会里，家族也往往会精心设计以确保其对资产的控制权。[\[32\]](#)通常外人很难完全知晓家族子孙和亲戚在这些复杂的安排中到底拥有哪些具体权利，因为关键的细节往往被记载在并不对外公开的法律文件中。在某些情况中，以传承财富为主要目标的家族信托计划还会搭配设置一个以慈善目的为主的基金会。[\[33\]](#)此外，颇为有意思的现象是，每当监管收紧（例如要求赠予者提供准确的收据或要求基金会提供详细的财务报告来证明基金会确实服务于所声称的目标并且基金会资金的私人使用也始终控制在限额内），赠予双方对税务部门的申报就会直线下降，这也印证了这些法律实体存在着公私混用的情况。[\[34\]](#)归根到底，现在很难准确判断说，到底有多少基金会是在为公共利益服务。[\[35\]](#)

通胀对资本收益不平等的影响

在对高校基金会投资收益情况的说明过程中，可能也有必要论述一下资本的纯收益以及通胀对贫富差距的影响。如本书第一章所述，发达国家的通胀率自1980年以来就始终保持在年均2%的水平，这种通胀新常态要远低于20世纪通胀峰值，但要高于19世纪直至第一次世界大战之前的零通胀或基本零通胀状况。目前新兴市场国家的通胀率通常在5%以上，要高于发达国家。那么接下来的问题就是：通胀水平在2%或5%时的资本收益率与零通胀条件下的资本收益率有何区别？

有些人错误地认为，通胀会降低平均资本收益率。这是错误的观

点，因为平均资产价格（房地产和金融证券的平均价格）通常与消费价格保持同步上涨。假如某国的资本存量约等于6年的国民收入（ $\beta=6$ ），而资本收入占国民收入的比重为30%（ $\alpha=30\%$ ），那么平均资本收益率就是5%（ $r=5\%$ ）。假设当年该国的通胀率从0上涨到了2%。那么是否就会发生资本收益率从5%下跌到3%的状况呢？显然不是。首先可能出现的情况是，如果消费价格上涨2%，那么该国的资产价格平均也可能上涨了2%，因此资本收益不会有涨跌，资本收益率还是5%。相反，通胀可能会改变资本收益在个体居民中的分配。问题在于，实际上由通胀引发的财富再分配总是极其复杂、牵涉面广、难以预测也不可控制。

人们有时认为通胀是食利者的敌人，这也能部分解释为何现代社会并不完全排斥通胀。这从某个角度看可能是有道理的，因为通胀毕竟会迫使人们关注其资本。在通胀条件下，任何想要守着一大堆钞票过日子的人都会眼睁睁地看着钞票价值缩水，即便不用缴纳任何税费，最后财富也会所剩无几。从这个角度说，通胀确实是对那些愚笨守财奴的课税，或更精确而言，是对那些不用于投资的财富的课税。但正如我反复强调的，只要把钱投资于房地产或者股票等，那么富人立刻就能逃过这种“通胀税”。[36]我们对大学基金会的研究也证明了这一点。因此无论通胀率是2%还是0，都无碍大额财富获取较高的投资收益率，这一点是毋庸置疑的。

甚至可以想象，通货膨胀在某种程度上更有利于富人而不是穷人，因为在通胀时代，这会凸显财务经理和理财专业机构的重要性。拥有1000万～5000万欧元的富翁虽然不能像哈佛大学那样去聘请专业投资团队，但至少他能请得起投资顾问或股票中介来减少通胀带来的损失。相反，如果某人只有1万～5万欧元的资产，那么他的投资可选余地肯定大大缩小（假如他也有股票中介给他建议的话），投资顾问也不会耗费太多时间为他制订理财计划。在这个财富级别的许多人其实都是把钱存在没有利息的活期账户或利息仅略高于通胀的储蓄账户。此外某些资产本身就带有规模效应，但这些资产通常是中小投资者所无法染指的。必须认识到，对于好的投资机会，每个人在是否能享受这种机会的问题上都是不平等的（因此这种不平等状况比“另类投资”的极端情况要宽泛得多，另类投资是只有那些顶级富豪以及超大规模资产才能采用的策略）。例如某些金融产品可能会有最低投资额的要求（例如要求有几十万欧元），由此中小投资者只能选择那些利润不太高的投资产品（由此

金融中介可以向大额投资者收取更高的服务费用)。

这些规模效应对房地产尤为重要。房地产是大多数人最重要的资产类型。对于普通大众而言，最简单的投资也就是购买家宅，一来可以抵御通货膨胀（因为房价上涨幅度总是不会低于消费价格），二来也不用再交纳房租，这相当于每年获得3%~4%的投资回报。但对于只有1万~5万欧元资产的人来说，这点儿钱可能不够买房：买房的可能性都不存在。对于那些在大城市里拥有10万~20万欧元的人，他们的薪水可能已经是属于最高的2%~3%，但即便是他们愿意长时间背负房贷或支付高额住房抵押贷款利息，要想在大城市买下住宅甚至公寓也不是易事。因此，那些初始财富较少的人只能成为长期租房客，然后长期支付价格高昂的房租（也是房东所享受的高额资本回报），或许他们一辈子都必须如此，而银行储蓄所获得的仅仅是略高于通胀的利息。

相反，如果某人起初继承了大笔遗产或接受了大额赠予，或某人的薪水远远高于常人，或两者兼而有之，那么他将能很快购入房产或公寓，然后享受每年3%~4%的投资回报。由于没有房租的负担，他们会有更多的钱存下来。这种由于财富多寡而引发的房地产投资门槛长期以来都存在。[\[37\]](#)从理论上讲，如果要克服这种壁垒，或许某人可以先购买小户型（用于收取租金）或将资金用于其他投资。但这一问题或多或少因当今通胀形势而恶化了：在19世纪，当通胀为零时，某小型储蓄者要想获得3%~4%的真实投资收益率相对容易，例如他可以购买政府债券。但如今，许多小型储蓄者已经难以享受到这样的实际收益率。

总而言之，通货膨胀的影响不是降低资本的平均收益，而是重新分配资本收益。尽管通胀的影响极其复杂且涉及诸多方面，但大量证据都表明，由通胀造成的财富再分配基本上是“劫贫济富”，因此通胀的效果与大家所期望的可能正好相反。当然，通胀确实能让资本纯收益略微下降，因此会让每个人都在资产管理上花费更多精力。有人或许会将这种历史变化与长期情况下资本贬值率上升的趋势进行比较，后者使得人们必须更频繁地做出投资决策来用新资产替换旧资产。[\[38\]](#)在两种情况下，要想在如今获得既定的收益率，那么就必须付出更多的努力：资本变得更为“动态”。但这些都是对抗租金的间接或低效方法。证据表明，由这些因素引发的资本纯收益的轻微下降要远远小于资本收益不平等程度的增加，尤其是对大规模财富基本没有威胁。

通货膨胀不会让租金消失；相反，通胀或许会让资本分配变得更加

不平等。

为了避免误解，首先我必须立刻声明，在此并不是要主张回到过去的金本位制度或零通胀时代。在某些情况下，通胀会发挥积极作用，尽管其积极作用可能要小于人们的想象。在后面讨论的中央银行在货币创造中，尤其是在金融危机或大量主权债务发行的情况下的作用时，我将详细论述这点。如今哪怕没有19世纪时的国债和零通胀，资产数量有限的人还是可以获得收益还算不错的储蓄。但重要的是，如果我们的目标是为了避免社会重新回归食利者当道的年代或要减少财富分布的不公平，那么通货膨胀就是极为弩钝的工具，有时甚至会起到反作用。对资本征收累进税是更为合适的政策，这不仅有利于提升民主透明度，也更有利于实现最终的公平目标。

主权财富基金的回报：资本和政治

现在来看看主权财富基金的状况。主权财富基金在近近年来有了长足发展，尤其是石油输出国的主权财富基金。但令人遗憾的是，目前有关主权财富基金投资策略和回报情况的公开数据并不像美国大学基金会投资那样充分，鉴于主权财富基金的体量要远远大于美国大学的基金会，这种遗憾的程度似乎也更深。挪威的主权财富基金在2013年的资产规模超过7 000亿欧元（是美国所有高校基金会总额的两倍多），其财务报告是全球所有主权财富基金中最详细透明的。其投资策略至少在开始的时候，比美国大学基金会还保守，这也不难理解，因为毕竟主权财富基金是在公众的严格监督下（或许挪威人民不像哈佛大学那样喜欢把大量资金投到对冲基金和非上市公司股权中），因此其投资收益也没有那么高。[\[39\]](#)最近该基金的管理者获得授权，他们可以将更多的资金用于另类投资（尤其是国际房地产），因此该基金的未来收益有望提升。但也要注意，该基金的管理成本不到其资产规模的0.1%（哈佛大学是0.3%），而由于挪威财富基金的规模是哈佛基金的20倍，因此从绝对数字上看，该基金也足以支付专业的投资建议。此外我们也了解到，1970~2010年，挪威政府把从石油产业中挣来的钱的60%都投入了该基金，而另外的40%则用于政府开支。挪威当局并未详细说明，该基金的长期目标是什么，也没有说明从何时开始该国公民会消耗该主权财富基金及其投资收益。或许他们自己也不知道：这取决于挪威的石油储量变化、每桶石油价格的变化以及该基金在未来几十年的投资收益状况。

如果我们看看其他国家的主权财富基金，尤其是中东国家的基金，那么令人遗憾的是，这些国家的主权财富基金透明度要比挪威差许多。其财务报告往往言之不详，因此几乎不可能去彻底了解其投资策略，而投资收益状况充其量也就提点几句；此外各年度之间的数据也往往不可比较。掌管着全球最大主权财富基金的阿布扎比投资局（abu Dhabi investment authority）（其基金规模与挪威主权财富基金相近）在最近发布的报告称，1990~2010年其基金的年均实际收益率高于7%，而在1980~2010年为8%。考虑到美国高校基金会的投资业绩，这样的数字完全是有可能的，但由于该机构没有提供详细的年度信息，因此也很难对其做进一步分析。

不同的主权财富基金显然是采取了不同的投资策略，这或许与这些基金对待公众的不同态度以及对全球政治形势的不同看法有关。阿布扎比经常称其基金获得了高额回报，但沙特阿拉伯的主权财富基金却十分低调，尽管其规模在石油输出国中仅次于阿布扎比和挪威而高于科威特、卡塔尔和俄罗斯。波斯湾沿岸的石油小国往往国民数量稀少，因此其主权财富基金报告设定的阅读对象是全球金融投资界。而沙特主权财富基金的报告则更加沉稳，并提供了从石油储量到国际收支和政府预算的情况，显然这样的报告是要给沙特阿拉伯王国的全体公民看的。沙特在2010年的人口总量是2 000万人，尽管与中东地区大国相比不算太大（伊朗人口8 000万、埃及8 500万、伊拉克3 500万），但却要远远大于那些袖珍的海湾国家。^[40]这还不是唯一差别：沙特基金的投资似乎更加保守。按官方文件披露的信息，沙特主权财富基金的投资收益率不会超过2%~3%，因为大量资金都投向了美国国债。沙特的财务报告中并没有足够的信息来让外界推断其投资组合变化，但其提供的信息却要比阿联酋详细许多，在这一点上他们似乎更准确。

那么，为什么明明可以在别处获得更高的收益，但沙特阿拉伯却选择美国国债作为主要投资对象？这尤其值得发问，因为美国高校的基金会从几十年前就开始慢慢停止投资美国的国债了，而选择在全球范围搜寻更好的投资机会，大量投资于对冲基金、非上市企业股权以及基于大宗商品的衍生交易品。诚然，美国国债是动荡世界中最安全的投资港湾，或许沙特阿拉伯的公众对于另类投资毫无兴趣。但与此同时也必须考虑这种选择背后的政治和军事考量：尽管这从来没有公开说破，但如果说沙特阿拉伯是在通过这种方式给为其提供军事保护的美国提供低息贷款，这在逻辑上似乎也说得通。据我所知，无人试图对这样的“投

资”计算其具体回报，但无疑回报是相当可观的。如果美国和其西方盟友没有在1991年将伊拉克军队赶出科威特，那么接下来伊拉克就可能会威胁沙特阿拉伯的油田，那么就有可能导致伊朗等其他国家也跳出来参与本地区石油资源的重新分配。如此全球资本分布就会立刻变成经济、政治和军事的全面争衡。在殖民时代就曾上演这样的一幕，当时英法为首的帝国稍有龃龉就会赶忙推出大炮来保护本国的投资。显然，在21世纪也同样存在这样或明或暗的争斗，只是在新的充满紧张气氛的全球政治图景中，现在人们难以提前预测冲突会在哪里爆发。

主权财富基金会拥有全世界吗？

那么在接下来的几十年，主权财富基金的规模会膨胀到什么程度？根据目前的估测（当然这些估测十分粗糙），2013年全球主权财富基金的总规模是5.3万亿美元，其中3.2万亿美元属于石油输出国（除上面提到的国家和地区外，还有迪拜、利比亚、哈萨克斯坦、阿尔及利亚、伊朗、阿塞拜疆、文莱、阿曼等国家），其余的2.1万亿美元则属于非石油输出国和地区（主要是中国大陆、中国香港、新加坡和其他小型主权财富基金等）。[41]为方便理解主权财富基金的规模，这与《福布斯》财富榜上所有亿万富翁的财富总额相当（2013年约为5.4万亿美元）。换言之，亿万富豪如今拥有全世界财富总额的1.5%，主权财富基金也拥有全球财富的1.5%。或许这是值得庆幸的消息，至少现在还有97%的全球财富没有被超级富豪和主权财富基金所掌控。[42]按照我对亿万富翁未来财富的推算方法，同样大家也可推算主权财富基金的未来变化。按现有的推算，在21世纪下半叶之前这两者还不至于很快就成为世界财富的主宰（如占比10%~20%），因此我们似乎还不用担心按月给卡塔尔酋长（或挪威纳税人）支付租金的日子。但如果我们完全忽略，那就会犯下严重错误。首先，现在我们没有理由高枕无忧，因为我们的下一代和孙辈可能会面临上述情况，而我们不应临渴而掘井。其次由于全球资本的很大一部分是非流动性的（包括房地产以及不可在金融市场交易的商业资本），因此主权财富基金的流动资本比例（亿万富翁所拥有的流动资本相对少一些）实际上要比全球资本的高，这些是可以用来收购破产公司、买下足球俱乐部或在政府无力时出面重振某衰落社区的“活”资金。[43]事实上，来自石油输出国的投资活动在法国等发达国家日趋活跃，而正如前所述，法国等国又恰好是对资本重新回归最缺乏心理准备

的国家。

最后一点，主权财富基金与亿万富豪的关键区别在于，主权财富基金（或至少是石油输出国的主权财富基金）不仅会将投资所得用于再投资，而且还会接受来自石油销售收入的源源不断的投入。尽管这些新增流量究竟能有多少还充满着不确定性，这是因为地下到底有多少石油、石油需求如何以及每桶石油价格等都属于未知信息，但可以料想的是，来自石油销售的投入会远远超过现有资产的投资收益。来自自然资源开采的租金，即自然资源销售所得与开发成本之间的差距，自21世纪头10年中开始约占全球生产总值的5%（其中半数都是石油租金，而其余的则主要来自天然气、煤炭、矿藏和木材），这与20世纪最后10年的2%以及20世纪70年代初期的1%相比有了明显提升。[\[44\]](#)根据某些预测模型的测算，石油价格将从目前100美元一桶（21世纪初约为25美元一桶）上涨到2020~2030年的200美元一桶。如果每年都有相当比例的石油资源租金流入主权财富基金，那么到2030~2040年，全球主权财富基金将占全球资本总额的10%~20%甚至更高。现在没有任何经济规律可以确定这种情况不会发生。这一切都取决于供求状况，即新的石油储备或其他新能源是否被发现，以及人们对无石油生活方式的适应速度。不管如何，石油输出国的主权财富基金必然会继续增长，其在全球资产中的比重到2030~2040年时将比现在的比重高出至少两三倍，这是相当大的增长。

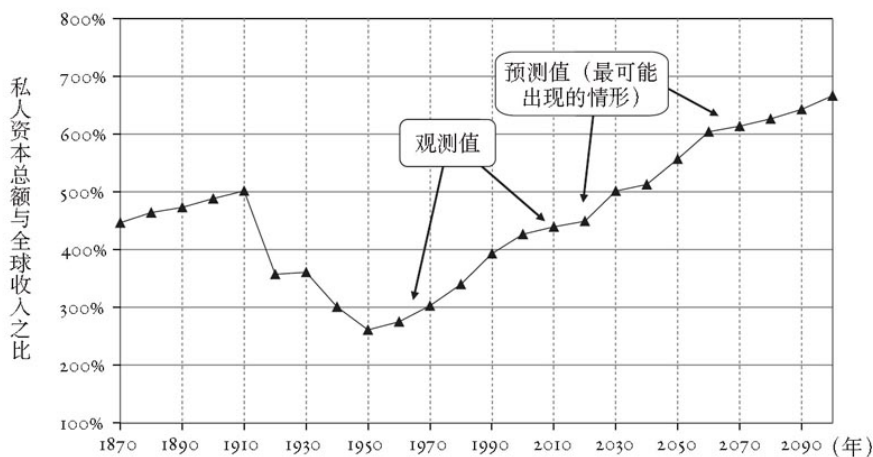
如果这样的情况发生，那么西方国家会越来越难接受这样的观点，即本国资产越来越多被来自石油输出国的主权财富基金掌控，迟早这会引发政治上的应对措施，例如限制主权财富基金对房地产以及实业和金融资产的购买，甚至部分或完全将主权财富基金挡在门外。这样的应对措施在政治上缺乏谋略，在经济上缺乏效率，但这毕竟是各国政府有权利采取的行动，哪怕是小小国政府也完全可以这样做。请注意，即便是石油输出国本身也在开始减少对外投资，相反这些国家希望把更多的资金留在国内，因此石油输出国正在大兴土木，建造博物馆、高级酒店、大学甚至滑雪场，这些建设项目规模如此之大，完全不考虑经济或财务上的合理性。或许这种行为反映了这样的意识，即与其投资国外而让外国政府将来没收资产还不如肥水不流外人田。当然现在并无保证说这样的过程会始终维持和平方式：当涉及本国资产被外国拥有时，没有人能预知公众的心理和政治底线到底会在哪里。

中国会买下全世界吗？

非石油输出国的主权财富基金则略有不同。为何一个没有特殊自然资源的国家会决定去买下另外一个国家？其中一种可能性当然是新殖民主义思想，像是欧洲殖民主义时代那种纯粹对大国实力的渴求。但如今的状况已经不同，现在欧洲国家拥有了技术上的优势可保证他们处于支配地位。中国和其他非石油产出的新兴市场国家正在迅速发展，当然证据都表明，一旦这些国家追赶上了发达国家的生产效率以及生活水平，那么其高速发展也自然会走到尽头。知识和生产技术的传播起到了基础性的平等化作用：一旦发展中国家追赶上了发达国家，那么这些国家也就不会再高速发展。

在第五章中对全球资本/收入比变化的最可能出现情形的设置中，我假设当国际平等化过程接近尾声时，储蓄率将会稳定在国民收入10%的水平。在这种情况下，全球各地的资本积累都会呈现相似的状况。世界很大一部分的资本积累当然会发生在亚洲，尤其是在中国，这将与该地区在未来全球产出中的比重相配。但根据最可能出现情形的假设，世界各大洲的资本/收入比都会趋同，因此各地区都不会产生储蓄和投资的严重不平等。非洲可能是唯一的例外，因为图12.4和图12.5所显示的最可能出现的情形中，21世纪非洲的资本/收入比会低于其他各洲（尤其是非洲的追赶速度较慢，其人口结构转变也延后了）。[45]如果资本可以自由流动，那么我们会看到来自其他国家对非洲源源不断的投资，尤其是来自中国和其他亚洲国家。鉴于上述原因，这可能会导致严重的紧张对立，而现在已经可以看到某些紧张苗头。

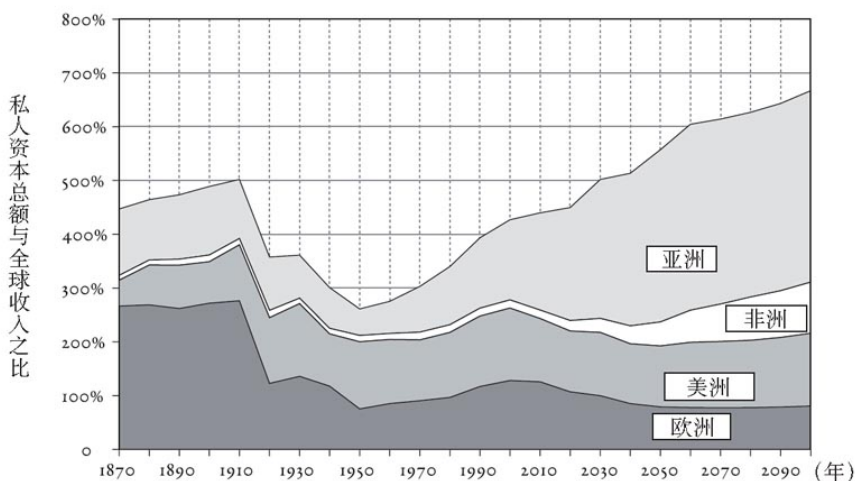
当然也有可能出现较最可能出现的情形不平等得多的状况。但无论如何，财富差距扩大的力量在主权财富基金方面并没有表现得那样明显，因为主权财富基金的增长完全来自意外收获，而与其受益人群的需求不成比例（尤其是当主权财富基金所在国的国民数量较少时）。这会导致永无止境的积累， $r > g$ 的不平等转化成了全球资本分布中差距的持续扩大。总而言之，石油租金或许能让石油生产国买下全世界（或世界大部分）并依靠所积累资本的租金自我延续。[46]



根据预测（最可能出现的情形），全球资本/收入比会在21世纪末达到700%。

图12.4 1870~2100年全球资本/收入比

数据来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c



按最可能出现的情形预测，亚洲国家将在21世纪末拥有大约全球资本总额的一半。

图12.5 1870~2100年全球资本分布

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

中国、印度和其他新兴市场国家的情况则不同。这些国家人口众多，国内人口的需求（无论是消费需求还是投资需求）还远远未满足。当然我们可以想象，中国的储蓄率会继续大大高于欧洲和北美的储蓄率：例如中国可能会采取累积制的养老金体系而不是现收现付制，这在增速放缓的情况下是极有吸引力的（如果人口负增长，那么这样的选择

将更有吸引力)。[47]如果中国在2100年之前都把国民收入的20%转换成储蓄，而欧美的同期储蓄率只有10%，那么到21世纪末，新旧世界的许多资产都会被庞大的中国养老基金掌控。[48]这虽然在逻辑上能说通，但这种可能性却并不大，因为首先中国工人和中国社会整体肯定更希望（当然是有理由的）依靠公共养老体系维持退休后生活（如同欧美那样），第二个原因正如上面对石油输出国和其主权财富基金论述时提到的政治考量，中国的养老基金也会受此影响。

国际两极化还是寡头两极化

无论如何，现在不用担心由于中国（或石油输出国的主权财富基金）逐渐买下发达国家而造成国际财富分化，最大的危险还是在于国内寡头的崛起，即越来越多的发达国家资产将集中在国内富豪手里，甚至更进一步，包括中国和石油输出国在内的国家也会越来越被掌握在亿万富翁和百万富翁手里。如前所述，这样的过程其实已经开始了。随着全球经济增速的放缓以及各国对资本的竞争加剧，现在有理由认为，未来几十年 r 将远远高于 g 。如果再考虑初始财富越大回报就越高的效应，随着全球金融市场的发展，这种分化现象可能会被进一步强化，那么显然，前1%和1%的超级富豪的财富就会越来越多，与普罗大众的差距也会越拉越大。当然现在很难判断说，这种寡头两极化究竟会发展多快，但似乎寡头两极化的风险要远远高于国际两极化。[49]

需要强调的是，目前对“中国将要买下全世界”的担忧纯属杞人忧天。发达国家的富裕程度实际上远远超过公众的想象。如今欧洲家庭拥有的房地产和金融资产在减去负债之后依然高达70万亿欧元。而中国所有主权财富基金的资产再加上中国的外汇储备目前也就是3万亿欧元，不足欧洲家庭净资产总额的1/20。[50]因此发展中国家根本无力买下发达国家，发展中国家必须要经过长时间的发展才有可能做类似的举动，但这应该是至少几十年后的事情。

那么，为何发达国家公众会有这样荒谬的担忧，会担心自己的国家财富落入他国之手？部分原因无疑是那种以嫁祸外国人来缓解国内矛盾的普遍情绪。例如许多法国人都认为，来自外国的购买者推高了巴黎的房价。但如果真正分析巴黎购房者的结构，我们就会发现外国购房者（或外国居民）对房价上涨的贡献度充其量不过3%。换言之，如今巴黎

房价居高不下的原因97%都是由于法国本国居民造成的，因为现在有数量足够多的法国居民有购买房产的能力。[\[51\]](#)

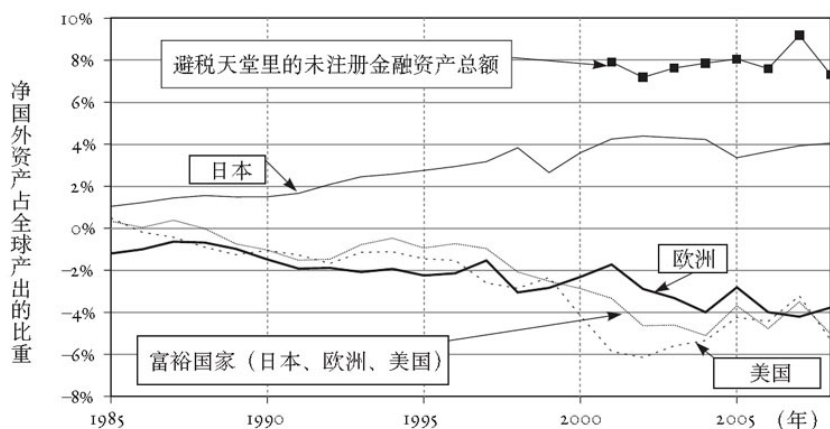
在我看来，这种被剥夺感主要是因为富裕国家的财富高度集中（因此对于大多数人来说，资本仅仅是抽象概念），而超级富豪逃离本国的过程也已开始上演。对于大部分生活在发达国家的居民而言，尤其是欧洲居民，他们很难接受说欧洲家庭财富其实是中国家庭财富的20倍，这是因为欧洲财富主要为私人所有，而政府无权调用这些私人财富来行使公共职能（例如援助希腊，中国此前不久就提出了这样的设想）。但欧洲私人财富非常真实，如果欧盟真的决定要好好动用这笔财富，那也会有办法。但问题在于，单一欧洲国家政府很难单独对资本实施监管或对资本收入课税。今天在发达国家居民中弥漫的那种被剥夺感也可能是民主主权的弱化造成的。这在欧洲表现得尤为明显，欧洲各国都在为了吸引资本而相互竞争，从而强化了整个财富分化过程。外国资产头寸的迅猛增加（即每个国家都越来越多持有邻国的资产，如第五章所述）也是整个财富分化过程的一部分，这也加深了欧洲居民的无助感。

在第四部分，我将详细论述全球资本税（如有需求也可以只在欧洲）将如何克服这些矛盾，我也将讨论还有什么其他政府应对措施。寡头两极化不仅发生的概率要远远大于国际垄断，还更难以对付，因为这需要各国政府高度合作，而现在各国政府却在忙着相互竞争。财富的流转也使得国籍的概念淡化，因为最富有的人总是可以转移资产甚至变更国籍，由此切断与其母国的所有联系。只有在相对宏观层面协力推行应对政策，这种困境才有望解决。

富国难道真的很穷？

另外，需要指出的一点是，现在全球金融资产的很大一部分其实都已经都隐匿在各避税天堂里，由此也给全球财富的地理分布分析增加了不少难度。如果仅仅看官方数据（根据国际货币基金组织等国际组织所收集的各国数据），那么富裕国家的净资产头寸与世界其他国家相比较是负的。如在本书第二部分所述，日本和德国有着很大的国际头寸顺差（这意味着日本和德国的家庭、企业和政府拥有的海外资产要超过海外国家所持的日本和德国资产），这说明日本和德国在近几年以来都有着很大的贸易顺差。但美国的净头寸是负的，除德国之外的大部分欧洲

国家的净头寸接近零，有些国家甚至是逆差。[52] 如果将发达国家的国际头寸全部加起来，那么最终的净头寸是负的，大约相当于2010年全球生产总值的 -4%，而20世纪80年代中期时头寸为零，如图12.6所示。[53] 但必须要认识到，这种负头寸的规模实际上并不大（大约相当于全球财富的1%）。无论如何，正如此前所提到的，我们正生活在国际头寸相对均衡的时代，至少与殖民时代相比现在的国际头寸很平衡，当时发达国家对其余国家的头寸要大得多。[54]



避税天堂里的未注册金融资产总额要高于发达国家的净国外资产头寸。

图12.6发达国家的净国外资产头寸

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

当然从理论上来说，发达国家负的国际头寸也就对应着世界上其他国家的正头寸。换言之，发展中国家持有的发达国家资产要超过发达国家持有发展中国家的资产，其顺差大约是全球生产总值的4%（或全球财富总额的1%）。但实际上情况却并非如此：如果将世界各国的财务数据汇总起来，我们发现发展中国家的国际头寸也是负值，也就是说整个世界的头寸都是负的。那么，难道真有火星人在购买地球的资产吗？这其实是历史上常见的“统计误差”，但根据不同的国际组织预测，这样的统计误差在过去几年变得越来越大。（全球国际收支表通常处于负的状态：离境资金要高于入境资金，从理论上说这是不可能发生的。）对这种现象，目前还没有权威的解释。注意这些财务统计数据和国际收支平衡表数据在理论上是覆盖全球的。具体而言，即便是避税天堂的银行机构在理论上也有责任向国际机构汇报其情况。因此这种“误差”可能是由不同的统计失误或估算错误造成的。

通过比较现有的全部数据并利用了此前并不公开的瑞士银行业数据，加布里埃尔·祖克曼发现，造成这种误差的最大可能性是避税天堂里大量金融资产的瞒报。他的审慎估计表明，这些瞒报的金融资产总额接近全球生产总值的10%。[\[55\]](#)某些非政府机构的估测要远高于此（有些估算甚至要高出两到三倍）。考虑到现有的数据来源，我倾向于认为祖克曼的估计更加贴近事实，尽管这些估计从本质上讲是不精确的，或许祖克曼的估计也偏于保守。[\[56\]](#)但无论如何，哪怕是保守估计，这样的数字也足够大了。这毕竟是官方公布的发达国家国际资产净头寸的两倍（见图12.6）。[\[57\]](#)现在几乎所有证据都表明，避税天堂里绝大多数金融资产（至少3/4）的最终所有者都是发达国家居民。那么结论就是显而易见的：发达国家对其他国家负的国际资产头寸实际上是正的（发达国家拥有更多的发展中国家资产，而不是相反，这归根到底也是合乎常识的），但这种现象被掩盖了起来，因为发达国家最富有的居民将其资产隐藏在了避税天堂里。这进一步表明，近几十年来发达国家私人财富的急剧增长（相对国民收入）其实比根据官方数据估测出来的还要迅速。同样大笔财富在总财富中的比重上升也应该比官方数字所显示的更加迅猛。[\[58\]](#)当然，这也显示了要在21世纪初期的全球资本主义体系中追踪资产是多么不容易，由此也影响到了我们对财富地域分布的基本判断。

[\[1\]](#)此前曾提到，如果按购买力评价测算，2012~2013年全球国内生产总值大概是85万亿美元（折合70万亿欧元），按照我对私人财富的估算（房地产、企业以及金融资产再减去负债）大约相当于4年国内生产总值，即340万亿美元（折合280万亿欧元），请见第一章和第六章以及见在线技术附录。

[\[2\]](#)同期年通胀率约为2%~2.5%（如以欧元计算则比以美元计算稍低），所有详细数据都可见在线技术附录。

[\[3\]](#)如果按全球全部人口测算平均值（包括儿童和成年人），在1987~2013年全球总人口的增长率要低于全球成年人口的增长率（年均增长率分别为1.3%与1.9%），那么所有增速都上升，但其中的差距保持不变。见第一章以及在线技术附录。

[\[4\]](#)见在线技术附录，以及在线补充表S12.1。

[\[5\]](#)举例来说，如果我们假设在1987~2013年看到的最富有的1/20000000人口与平均值的增速依然保持，那么在2013年财富榜上的1 400名财富超过10亿美元的人（大约是3/1000000）的财富额将从财富总额的1.5%提高到2050年的7.2%以及2100年的59.6%。

[\[6\]](#)美国、法国、英国和德国其他杂志所发布的财富排行榜可能要比《福布斯》的全球财富榜更加深入些，因此在某些情况下，这些财富榜上富豪的总财富会占到该国全部财富的2%~3%。见在线技术附录。

[\[7\]](#)在媒体报道中，亿万富豪的财富有时会被表述为全球产出的份额（或与某些国家经济总量的比较，这总会产生令人震惊的效果）。这比起将巨额财富与全球资本存量比较要靠谱些。

[8]这些报告很大程度上依靠James B. Davies,Susanna Sandström,anthony Shorrocks,and Edward N. Wolff,“the level and Distribution of Global Household Wealth,”Economic Journal 121,no. 551 (March 2011): 223-54,以及第十章中所列的数据。见在线技术附录。

[9]一般而言,用来估算财富分配的数据(各国数据)都会有几年的历史,此外也完全靠个别数据或类似来源进行更新。见在线技术附录。

[10]例如法国媒体长年累月都在宣称,大量资本正逃离法国(但缺乏翔实数据支撑而只是找些所谓典型案例),但从2010年秋天开始,瑞信的年度财富报告推翻了这种成见。瑞信的报告指出,法国现在是欧洲财富领头羊,百万富翁居民数量目前在上世界上排名第三(仅次于美国和日本,而高于英国和德国)。从这个案例看,财富报告的信息看上去是正确的(因为可以通过现有的数据验证),尽管瑞信的方法可能夸大了法国和德国的差距。具体请见在线技术附录。

[11]见在线技术附录。

[12]在全球收入分布上面,排名最靠前的1%富人的财富飙升(有些国家并未发生)并未阻止全球基尼系数的下降(当然有些国家衡量贫富差距的方法可能值得商榷,例如中国)。由于全球财富分布越来越集中于顶层富人,那么最富1%人群财富比重的增加可能会带来更深远的影响。见在线技术附录。

[13]1/100 000 000的超级富豪(450亿人中的450人)的平均财富大约是5 000万欧元,大概是全球人均财富的1 000倍,这些人占全球财富总额的比例大约是10%。

[14]比尔·盖茨在1995~2007年始终占据《福布斯》财富榜榜首,2008~2009年沃伦·巴菲特荣登榜首,2010~2013年卡洛斯·斯利姆成为《福布斯》榜上首富。

[15]最初,1907年的染发剂被命名为“光晕”,这是因为当时盛行的一款发型色似日晕。在这项发明的基础上,1909年创立了无害染发剂公司,这家公司后来创立了许多品牌(例如1920年的Monsavon)并在1936年变成了欧莱雅集团。这与巴尔扎克笔下的赛查·皮罗托发家史有着惊人的相似之处,因为皮罗托也是因为在19世纪初发明了l'Eau Carminative和la pâte des Sultanes而致富。

[16]如果拥有100亿欧元的资本,每年只要有0.1%的收益就可获得1 000万欧元的收入。如果资本收益率为5%,那么98%的资本就可储蓄下来;如果收益率是10%,那么99%的资本都可储蓄下来。无论如何,消费都是无足轻重的。

[17]见Honoré de Balzac,Le père Goriot (paris: livre de poche,1983),105-9。

[18]在《挑战》杂志的财富榜上,5 000万~5亿欧元区间的财富显得太少,尤其是与相同等级财富中的财产税申报相较(因为大部分经营资本是无须缴纳财产税的,因此不会反映在统计数据中)。这可能是因为《挑战》杂志并不考虑多元化财富。确实如此,两方面的数据都出于不同的原因而低估了大额财富的真实数字:《挑战》的数据高估了经营资本,而财税数据则低估了经营资本,而两种途径的估算都有片面以及定义模糊的缺点。普通公众通常感觉无所适从,总觉得无法清晰了解财富问题。见在线技术附录。

[19]从概念上说,很难界定继承财富的正常收益率应该是多少。在第十一章中,我对所有财富都采用了相同的平均资本收益率,这必然会让利利亚纳·贝当古看上去是部分继承者(因为其资本收益率较高),至少比史蒂夫·乔布斯是部分继承者,尽管利利亚纳·贝当古是纯粹的继承者,而乔布斯则是继承财富的“培养者”。

[20]当前存在许多对斯利姆和盖茨这种极端化的评价,而且常常缺乏事实依据,例如Daron acemoglu and James a. Robinson,Why Nations Fail: The Origins of Power,Prosperity,and Poverty (New York: Crown publishing,2012),34-41。作者的尖锐批评显得格外令人吃惊,因为作者并不是要真正讨论财富的理想化分布。这本书实际上是在为西方产权制度(这套源自英

国、美国和法国革命的注重私权保护的体系）辩护（但对近期的社会机构以及财税制度却惜墨如金）。

[21]例如当时《挑战》杂志就在2012年12月3日期（总第255期）中报道称：“1.8亿欧元……与该公司首脑拉克希米·米塔尔的地产相比实在是小巫见大巫，米塔尔近期在伦敦买房的钱就是该数额的3倍。这位富豪最近购入了菲律宾使馆的旧址（价格7 000万英镑，折合8 600万欧元），这是给他女儿凡妮莎的宅邸。此前不久，他的儿子阿迪亚则获得了一幢价值1.17英镑（1.44亿欧元）的豪宅作为礼物。这两处房产位于号称‘亿万富豪之乡’的金斯顿皇家花园区并毗邻米塔尔本人的豪宅宅邸。拉克希米·米塔尔的住宅号称是‘世界上最贵的私人宅邸’，里面配有土耳其浴、钻石装饰的游泳池、与泰姬陵同源的大理石装饰以及专属奴仆的住房……总而言之，这三处房产的价值总和就是5.42亿欧元，恰好是其对弗洛朗热钢铁厂投资的三倍。”

[22]《福布斯》财富榜采取了相当有意思的标准，但该标准又很难精确界定，即该财富榜会将那些通过“政治地位”积累的财富排除在外（例如英格兰女王）。但如果某人的财富是在掌权之前就获得了，那么他还是可以留在财富榜中：例如格鲁吉亚大亨毕齐纳·伊万尼舍维里（Bidzina Ivanishvili）就留在了2013年排行榜中，尽管他于2012年末当上了格鲁吉亚总理。他的财富被估算为50亿欧元，约合格鲁吉亚全国国内生产总值的1/4（格鲁吉亚国民财富的5%~10%）。

[23]美国高校基金会的总规模大约相当于美国国内生产总值的3%，基金会的资本回报约合美国国内生产总值的0.2%，这大约是美国教育投入的10%多一点。但对于捐赠最多和基金会规模最大的高校而言，这部分比例可以提高到30%~40%。此外这些基金会在高校治理中往往发挥了重要作用，因此其意义远远超越纯粹的财务重要性。见在线技术附录。

[24]这里所采用的数据主要来自于全美高校经营管理者协会的公开数据，以及哈佛大学、耶鲁大学、普林斯顿大学和其他高校发布的财务报告。见在线技术附录。

[25]有关各阶段的具体结果，请见在线技术附录及在线补充表S12.2。

[26]但请注意，这里资本收益率差别的原因主要在于，大部分私人财富拥有者都必须支付大量的税款：1980~2010年美国平均真实税前资本收益率约为5%。见在线技术附录。

[27]表12.2中所示的各资产规模区间的高校数量是按照2010年基金会的规模确定的，但为了让结果客观起见，各高校收益率排名是按照2011年的数据。所有详细数据都可在在线技术附录中的补充表S12.2中查到。

[28]如果投资者能做到在全世界选择优秀的地产项目，那么房地产投资可能会有超高的回报，这些地产项目包括写字楼、商业和住宅项目，通常规模和体量都很大。

[29]如果通过1980~2010年的数据看各高校投资收益排名，排名变化情况也不大。各高校基金会的名次大致不会变动。

[30]以哈佛大学为例，其年报显示，该校基金会在1990~2010年的年均投资收益率是10%，而每年新捐赠额仅仅是基金会规模的2%。因此加总净收入（包括投资回报和新捐赠）是每年12%；其中5%的回报用来支付大学的开销，而其他7%则可用来再投资。这使得基金会规模从1990年的50亿美元增长到了2010年的300亿美元，与此同时，哈佛大学还能每年开支相当于新捐赠额2.5倍的资金。

[31]但请注意，资产价格的上涨对年度收益的贡献率不到1个百分点，这与我在此所讨论收益率相比是无关紧要的，见在线技术附录。

[32]例如比尔·盖茨就掌握着比尔和梅琳达基金会，《福布斯》杂志就认为该基金会的资产应该算是盖茨的个人资产。一方面要把持基金会的控制权，一方面基金会的目的又是为了散财，这似乎存在矛盾。

[33]按法国奢侈品集团路易威登（LVMH）的主要持有人伯纳德·阿诺特的说法，他的比利时

基金会既不是为了慈善也不是为了避税。基金会就是资产工具。“在我的五个子嗣和两位侄子之中，必然会有人能在我百年之后接手家族生意。”他说道。但他担心后代会产生资产纠纷，因此他将自己的资产放入了基金会，这样就不会有“分家”局面出现。“这就保证了在我死之后集团业务也能延续，哪怕这些继承者之间会有矛盾。”见Le Monde, april 11, 2013。

[34]加布里埃尔·法克 (Gabrielle Fack) 与卡米尔·兰黛斯 (Camille landais) 对美法两国这类改革的分析清晰表明了这点，见在线技术附录。

[35]要想了解对美国情况的不完全估计，请见在线技术附录。

[36]见第五章。

[37]在19世纪时情况更糟糕，至少在城市里是如此，尤其是在巴黎，在第一次世界大战之前大部分房舍都没有分割成公寓。因此要想买房就要富到可以购买整幢建筑。

[38]见第五章。

[39]1998~2012年的名义年均收益率只有5%。其实这不太适合与美国高校基金会的投资收益相比，因为1998~2012年的市场环境不如1990~2010年或1980~2010年那么好（可惜挪威主权财富基金的数据只能追溯到1998年），此外收益率较低也受到了挪威克朗升值的影响。

[40]按2010年人口普查数据，阿拉伯联合酋长国（其中阿布扎比是最大的酋长国）的本国居民略超100万（但有700万外国工人）。科威特的本国居民也差不多是这样的规模。卡塔尔有30万居民和150万外来人口。沙特阿拉伯则雇用了将近1 000万人口（本国居民约有2 000万人）。

[41]见在线技术附录。

[42]此外还应考虑主权财富基金之外的公共非金融资产（公共建筑、学校和医院等）以及金融资产，并将公共债务减去。在发达国家，净公共财富平均不到私人财富额的3%（在某些国家公共财富值甚至为负），因此这无损大局。见第三至五章的论述以及在线技术附录。

[43]如果将房地产和非上市公司资产排除在外，那么狭义意义上的金融资产在2010年大约占全球私人总财富的1/4~1/3，即相当于全球生产总值一年或一年半的量（而不是4年）。因此主权财富基金拥有全球金融资产的5%。这里我说的是家庭和政府部门拥有的净金融资产。如果算上各国内部以及各国之间金融和非金融公司的交叉持股，那么总的金融资产应该远远超过全球3年的生产总值。见在线技术附录。

[44]自然资源的租金在20世纪70年代中至80年代中超过了全球生产总值的5%，见在线技术附录。

[45]我的假设隐含包括了中国的公私部门长期储蓄率（也包括其他地方）。我们无法预测公共财产（尤其是主权财富基金）与私人财产之间的关系。

[46]无论如何，这种租金转换的透明过程（从石油租金转向多元资本租金）显示：资本在历史上有许多形态（土地、石油、金融资产、产业资本以及不动产等），但其内在的逻辑并未变更或至少不如人们所料想的那样变化迅速。

[47]在现收现付养老金体系中，当前工人支付的养老金会直接用来给退休人员付退休金。有关本议题的论述，请见第十三章。

[48]大约是欧美资本的1/4~1/3（或者更多，根据不同的前提）。见在线技术附录。

[49]石油输出国的垄断也可看成是寡头垄断，因为石油租金也是集中于少数人之手，这些人也可通过主权财富基金来维系大量的财富积累。

[50]2012~2013年欧盟的生产总值差不多是15万亿欧元，按购买力平价计算，中国的生产总值大约是10万亿欧元（如果按现行汇率测算就是6万亿欧元，按现行汇率成算是比较国际金融资产更好的方法）。见第一章，中国的外汇资产净额正迅速增长，但与发达国家的私人财富总

额相比还是很小时。见在线技术附录。

[51]见aurélie Sotura,“les étrangers font-ils monter les prix de l’immobilier? Estimation à partir de la base de la chambre des Notaires de paris,1993–2008,”paris,Ecoles des Hautes Etudes en Sciences Social and paris School of Economics,2011。

[52]见图5.7。

[53]表12.6的“富裕国家”包括日本、欧洲和美国，如果再加上加拿大和大洋洲国家，那么情况也不会有太多变化。见在线技术附录。

[54]见第三至五章。

[55]或者相当于全球净金融资产总额的7%~8%（如上）。

[56]在线技术附录中有较高预测，这是2012年詹姆斯·亨利在“税收公平网”上发表的研究结果，以及由罗内·帕兰（Ronen palan）、理查德·墨菲（Richard Murphy）和克里斯蒂安·肖瓦民奥（Christian Chavagneux）在2010年发表的估测。

[57]图12.6的数据来自Gabriel Zucman,“the Missing Wealth of Nations: are Europe and the U.S. Net Debtors or Net Creditors?”,Quarterly Journal of Economics 128,no. 3 (2013): 1321–64。

[58]按罗伊内（Roine）和沃登斯通（Waldenström）的估计，如果算上境外持有的资产（根据瑞士国际收支平衡的误差估测），那么在某些假定条件下，可以看到瑞士最富的1%人群的财富水平与美国最富的1%人群的财富水平相当（美国富人的财富也在增长）。见在线技术附录。

CAPITAL

in

the

Twenty-

第四部分 **21 世纪的资本监管**

First

Century

第十三章

21世纪的社会国家

在本书的前三部分，我分析了自18世纪以来财富分配以及贫富不平等结构的演变。通过这些历史分析，现在我希望提炼出有益于应对未来的经验教训。其中有一个教训相当清楚：20世纪的两次世界大战涤荡了财富图景并改变了贫富结构。如今已经是21世纪的第二个10年，那些曾经认为将会消失的贫富差距竟然卷土重来，当前贫富分化程度已经逼近甚至超越了历史高点。新的全球经济带来了无尽希望（例如贫困的消失），也带来了大量的不平等（某些人的财富真可谓富可敌国）。那么我们是否可以想象，21世纪的资本主义会转型成更加和平、更加持久的社会方式，还是说我们正在坐等下一次危机甚至战争的爆发（这次发生的将是真正的全球大战）？通过对历史的研究，在此我要提出设想，我们是否可以设计出某种政治体系，对如今的全球化承袭制资本主义进行公平和有效的制约？

如前所述，防止贫富差距无限制拉大以及重新实现对财富积累控制的最理想政策就是：全球范围内的累进资本税。这样的税制还有另外的好处：让财富置于民主监督之下，这对于有效监管银行体系和全球资本流动也是必要条件。资本税有助于让公共利益超越私人利益，同时又可保持经济的开放度和自由竞争。如果只能在某些国家或针对某些机构实行资本税，那么效果可能就不会那么明显，但如果最理想的政策无法实现，那么可能也不得不退而求其次。一项真正的全球范围内的资本税无疑是带有乌托邦色彩的。如果这样的理想化状态无法达到，那么不妨尝试地区性或在某个大洲实行资本税，尤其是在欧洲，这项政策可以从愿意实行的国家开始。但在具体论述之前，还是必须要重新从宏观视角对资本税问题进行探讨（资本税当然只是理想化社会和财税体系的组成部分）。那么政府在21世纪的财富创造和分配中应该扮演什么角色呢？什么样的社会国家（social state）才是最适合当今时代的？

从2007~2008年开始的全球金融危机被普遍视为是自1929年以来最严重的资本主义危机。这样的比较从某些角度看是合理的，但这次危机和当年的“大萧条”还是存在本质区别。最为明显的区别就是，本次危机并未引发像20世纪30年代那样毁灭性的萧条和恐慌。1929~1935年，发达国家的生产下降了1/4，失业率上升了差不多25%，直到第二次世界大战爆发前夕，整个世界还没完全从危机中复苏过来。幸运的是，2008年这场危机远不如当初“大萧条”那样将世界引向灾难，因此这场危机的名字也要温和些：大衰退。诚然，主要发达经济体在2013年并未恢复到2007年的产出水平，政府财务状况依然风雨飘摇，在可预见的未来增长前景也一片暗淡，特别是在欧洲——主权债务危机让欧洲泥足深陷（这本身就极其讽刺，因为欧洲恰好是全世界资本/收入比最高的洲）。但即便是在深深的经济衰退之中，全球最富庶国家的生产萎缩也都在5%以内，尽管这已经是自“二战”以来最严重的危机，但与30年代那种产出水平骤降和大规模企业倒闭相比仍然不可同日而语。另外，新兴国家的增速迅速反弹，支撑了当今世界经济的发展。

2008年危机并未触发“大萧条”式灾难的一个重要原因是，现今发达国家的政府和中央银行都采取了应对措施，阻止了金融系统的崩溃，同时也创造了必要的流动性来避免银行机构的倒闭，而“大萧条”时的银行倒闭潮曾让世界走到崩溃边缘。这种实用主义的货币政策和财政政策与1929年危机时所盛行的“清算学派”理论完全相反，正是这样的实用主义措施避免了最糟糕情况的发生。（1929年，当时的美国总统赫伯特·胡佛就认为所有陷入困境的企业都应被“清算”，这样的“清算”倒闭潮直到1933年富兰克林·罗斯福接替他继任美国总统后才告一段落。）这次应对危机的实用主义措施也使得人们意识到，中央银行的存在并不仅仅是坐在那里盯着通胀，当金融恐慌来袭之时，中央银行将扮演不可或缺的最后贷款人的角色——的确，只有中央银行才有能力在危机时刻阻止经济乃至社会的彻底崩盘。当然有人会说，中央银行无法解决这个世界的全部问题。尽管2008年危机之后所采取的实用主义措施有效避免了最坏情况的发生，这些措施并未能真正解决酿造危机的结构性问题，包括金融透明度的极度缺乏以及贫富差距的扩大。2008年的危机是在21世纪爆发的首场全球承袭制资本主义危机，但这绝不会是最后一场。

许多观察人士都在叹息说，危机之后经济管理领域并无真正的“国家回归”。他们指出，尽管“大萧条”本身十分可怕，但“大萧条”之后至少引发了剧烈的税收政策和政府支出的变化。确实如此，罗斯福在就任美国

总统之后的几年内，就把联邦所得税的最高边际税率从胡佛时代的25%提高到了80%以上。与此形成对比的是，到本书成稿时为止，华盛顿人士还在疑惑，究竟奥巴马总统是否会在其第二任期内将布什时代留下的最高税率（约为35%）提高到克林顿时代的水平（约为40%）。

在第十四章中，我将阐述“没收性”的高税率实际上是不妥当的（在经济上则是无效的），当时美国实行如此高的所得税率更应被视为是战争时期的临时创举。在我看来，这样的税率应被重新思考并重新运用，尤其是在美国。

诚然，良好的经济和社会政策并不仅仅是对超高收入实行高额所得税。从本质上说，这样的税制不会有特别的好处。资本累进税相比收入累进税是应对21世纪挑战更适当的工具，而后者是为20世纪设计的工具（尽管这两种工具可在未来相互补充）。但现在，必须要破除任何的误解。

如果加大政府对经济活动的干预，那么这会产生完全不同于20世纪30年代时的问题，原因很简单：现在的政府影响力要远远超过当时，可以说政府影响力在许多方面都是空前的。这就是为何如今的危机不仅是对市场缺陷的控诉，也是对政府作用的挑战。诚然，政府的作用自20世纪70年代以来就一直在接受各种挑战，这些挑战也不会终止：既然政府在“二战”后的几十年内形成了对经济和社会生活的核心作用，那么人们问责政府就合情合理。某些人可能会认为这样做不公平，但其实这是不可避免的自然现象。某些人则对政府新职能存在抗拒甚至强烈抵制，尤其是当立场不同而引发不可调和的冲突时。某些人极力主张政府应扮演更大的角色，说得好像是现在的政府并未发挥任何作用，而另外的人则呼吁政府立刻解散，尤其是在政府作用最受限的美国。在美国，“茶党”（tea party）及相关团体呼吁解散美联储并回归金本位制。在欧洲，“懒惰希腊人”和“纳粹德国人”的相互指责之声不断。当然这些极端主张都无助于解决实际问题。“反市场”和“反政府”各有其理由：野蛮生长的金融资本主义确实需要新的工具加以控制；与此同时，作为现代社会国家核心的财税和转移支付体系又变得过于复杂而难以让公众理解，这反过来又损害了这些体系的社会和经济效用。这个双面任务看上去难以完成，这是我们的民主社会要在未来几年面对的巨大挑战。但现在也确实难以说服公众，让他们认为现有的治理机构（尤其是跨国机构）需要新的工具，除非已有的工具能够发挥作用。为详细阐述这点，我将回

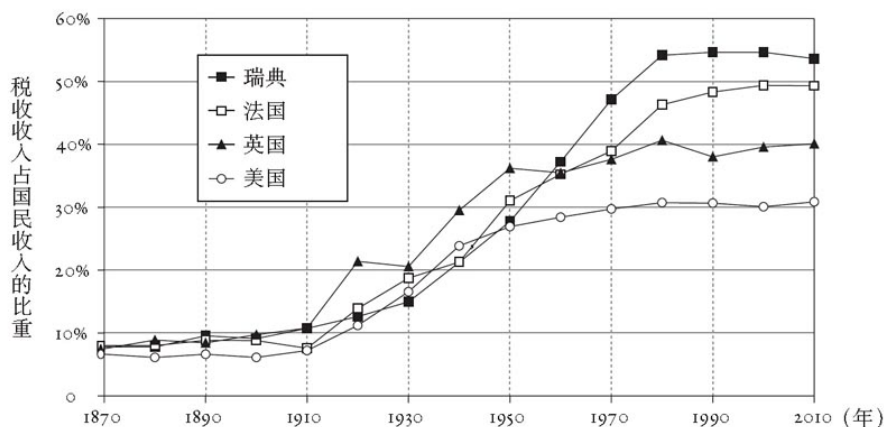
顾过去并简要介绍自19世纪以来发达国家的财税政策和政府支出政策演变。

20世纪社会国家的增长

要考察政府在经济和社会中的角色，最简单的指标就是看税收总额占国民收入中的比重。图13.1显示了这一指标在四个西方发达国家（美国、英国、法国和瑞典）的历史演变，这四个国家应该是有充分代表性的。[\[1\]](#)在所观察到的历史变化中，四国既有极其相似之处，也表现出重要不同点。

第一个相同点是，在19世纪至第一次世界大战爆发前，这四个国家的税收收入占国民收入的比重都在10%以下。这反映出当时政府在经济和社会中的干预程度较轻。由于税收收入只占国民收入的7%~8%，政府只能履行基本的“王权”职能（警察、法庭、军队、外交以及一般管理等），而不能介入太多的经济和社会生活。在维护秩序、保护产权以及供养军队之后（通常军费会占全部政府支出的半数以上），政府预算就所剩无几了。[\[2\]](#)这时期的政府也会架桥修路甚至兴建中小学、大学和医院，但大部分居民都只能享受到一些基本的教育和医疗服务。[\[3\]](#)

1920~1980年，发达国家国民收入中用于社会开支的比重出现了显著上升。在短短半个世纪内，税收收入在国民收入中的比重就上涨了三四倍（在北欧国家更是超过5倍）。但在1980~2010年，各国税收收入在国民收入的比重则保持相对稳定。但各国稳定下来后的水平不同：在美国税收收入仅占国民收入的30%，在英国是40%，在欧陆国家则是45%~55%（德国45%、法国50%、瑞典55%）。[\[4\]](#)各国之间的差距很大。[\[5\]](#)但无论如何，各国长期变化趋势是吻合的，特别是四个国家在过去30年都保持着稳定的税收/国民收入比重。图13.1中也显示了政治变革和各国特征（例如英法之间的差异），[\[6\]](#)但这些差异与共同趋势相比毕竟是次要的。[\[7\]](#)



在1900~1910年之前，发达国家的税收收入占国民收入的比重都在10%以下；2000~2010年，税收收入占其国民收入的30%~55%。

图13.1 1870~2010年发达国家的税收收入

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

换言之，无一例外，所有发达国家在20世纪初税收收入占国民收入的比重都在10%以下，但在20世纪下半叶，该比重就慢慢上移到了新的平衡点，税收占到国民收入的 $1/3 \sim 1/2$ 。[\[8\]](#)这样的根本转变过程中有若干要点需要说明。

首先，现在应该很清楚，那种所谓这次危机中“国家是否回归”的问题是有误导性的：因为政府作用已经到了前所未有的程度。要想完整判断政府在经济和社会生活中的作用，当然也要参考其他指标。当前政府除了收税以支付各项花销外，还通过制定政策法规来干预经济。举例来说，1980年以后就大大放松了政府对金融市场的监管。政府现在也创造并持有资本：过去30年的国有产业和金融资产私有化也弱化了政府的角色，至少与“二战”结束后的头30年相比。然而，如果从税收收入和政府机构来看，近几十年来政府在经济活动中却发挥着空前大的作用。在此看不到任何政府收缩的迹象，这也与某些人的观点完全相左。自然，随着老龄化的发展、医学技术的进步以及越来越高的教育需求，即便是想把税收收入占国民收入的比重稳定在现有水平上，也绝非易事：反对党总是承诺会削减政府开支，但上台之后才发现落实起来困难重重。不管怎样，今天税收收入依然占了大部分欧洲国家国民收入的一半，但没有人会认为在目前的比例基础上还会出现像1930~1980年的那种飙升。在经历了“大萧条”、第二次世界大战和战后重建，当时的人们自然会认为，修补资本主义问题的方法就是扩大政府的作用并尽可能增加社会支

出。但如今的情况则更加复杂。政府在社会生活中的大跃进已经发生：再也不会再有第二次大跃进——无论如何也不会有第一次大跃进这样的情况。

为了更好地理解这些税收数字背后的意义，我现在要具体描述政府税收收入出现历史性增长的用途：建设“社会国家”。[9]在19世纪，政府只能履行基本的“王权”职能。如今这些职能开支占国民收入的1/10都不到。税收收入的增长使得政府可以承担更多的社会职能，当前这些社会职能开支约占各国国民收入的1/4~1/3。社会职能可基本分成两大块：一块是医疗和教育，另一块则是替代收入和转移支付。[10]

如今在几乎所有发达国家，教育和医疗开支都占到了国民收入的10%~15%（当然各国之间还是存在差异）[11]；中小学教育都是免费的，但高等教育却可能很昂贵，例如美国就是典型，英国的大学教育也收费。包括英国在内的欧洲大部分国家的公共医疗保险现在都是全民性的（即对所有人开放）。[12]在美国，公共医疗保险仅针对穷人和老人（当然有时公共医疗保险也会很贵）。[13]在所有发达国家，教育和医疗服务的成本大部分由公共财政承担：欧洲约为3/4，而美国大概是一半。这样做的目标是给所有人提供平等的基本公共服务：即无论其父母收入水平如何，每个孩子都应获得教育；每个人都应获得医疗服务，尤其是当生活陷入困顿时。

在如今的发达国家，替代收入和转移支付一般占国民收入的10%~15%（甚至到20%）。与教育和医疗上的公共开支不同（尽管教育和医疗开支也可视为某种转移支付），替代收入和转移支付可直接构成家庭可支配收入：政府将大量税款和社保缴款收上来，然后以替代收入（养老金和失业救济金）和转移支付（家庭补贴以及低收入补助等）形式支付给其他家庭，这样家庭可支配收入总和会保持不变。[14]

从实践上看，养老金总是占了替代收入和转移支付的大头（2/3~3/4）。但各国在这方面的状况也有很大差别。在欧陆国家，仅仅养老金通常就占国民收入的12%~13%（意大利和法国最高，德国和瑞典次之）。在美国和英国，公共养老金体系对中高收入阶层的支付是有限的（替代率，即养老金与退休前收入之比，薪资收入越高于平均值，养老金替代率就越低），养老金占国民收入的比重是6%~7%。[15]但无论如何各国养老金的规模都很庞大：在所有发达国家，公共养老金都是2/3以上退休人员的生活来源（通常都在3/4）。尽管这些养老

金体系存在着缺憾并面临着新的挑战，但实际上是发挥了重要的社会功能，让大部分的年长者免于贫困，而在20世纪50年代，年长者陷于贫困曾是巨大的社会问题。教育、医疗和养老正是20世纪的财政革命所酿就的三大社会变革。

与养老体系相比，失业救济保险的规模则要小许多（通常是国民收入的1%~2%），这反映了人们失业的时间总是要远远少于退休的时间。但失业时的替代收入又无疑是雪中送炭。最后，收入救济的规模更小（不到国民收入的1%），在考虑政府总支出时几乎可以忽略不计。但恰好是这部分政府开支碰到的挑战最多：有人说这种救济就是在养活懒汉，但其实靠福利金生活的人数要远远低于靠其他政府项目生活的人数，因为接受长期救济总是略带侮辱感（许多情况下申请长期救济的手续也极为复杂），因此许多人即使达到接受救济的条件也不愿去申领。[\[16\]](#)福利救济不仅在欧洲遭受质疑，在美国也是如此（那些美国“福利国家”的反对者总是拿那些失业的单亲黑人母亲说事）。[\[17\]](#)但无论在欧洲还是美国，这些福利救济金实际上在政府的社会开支中只占很小的比例。

综上所述，如果将政府的医疗和教育开支（国民收入的10%~15%）与替代收入和转移支付（国民收入的10%~15%，最高可达20%）相加，那么政府总的社会开支（广义来说）就是国民收入的25%~35%，即20世纪发达国家全部政府收入的增加都是用于这些社会支出。换言之，20世纪财政国家的演变基本上反映了社会国家的形成。

现代再分配：权利的逻辑

总之，现代财富再分配并不涉及将收入从富人转移至穷人处，至少不是那么直接。这种再分配是通过公共服务和替代收入来实现社会的公平，至少在医疗、教育和养老领域。从养老上说，一般替代收入和毕生工资收入会保持均衡的比例，以此来体现平等原则。[\[18\]](#)在教育医疗上，则不论其收入水平（或家长收入水平）如何，人人都可享受真正的平等，至少从原则上是如此。现代再分配是基于权利的逻辑，以及人人都可获得基本公共服务的平等原则。

在相对抽象的层面，在不同的国家政治和哲学传统中，也可以找到

这种基于权利方法的解释。美国的《独立宣言》（1776年）宣称人人生而平等并有追求幸福的权利。[\[19\]](#)从某种意义上说，我们对教育和医疗等基本权利的信仰正是源于这样的思想传统，尽管实现这样的权利还是经过了漫长的过程。《人权宣言》（1789年）的第一条就是，“在权利方面，人人与生俱来而且始终自由与平等”，但紧接着又声明，“非基于公共福祉不得建立社会差异”。这是非常重要的限定，第二句就是对真实存在的不平等的妥协，尽管第一句声明了绝对公平的原则。的确如此，这是任何“基于权利的方法”的核心困境：平等权利的边界在哪里？难道平等权利仅仅意味着对自由达成契约的保障，即市场的平等？在法国大革命时期这样的思想看上去颇具革命性。但如果将平等权利延伸到教育、医疗和养老，正如20世纪的社会国家所做的，那么是否应该将文化、住房以及旅游等权利也慢慢囊括在内呢？

1789年《人权宣言》第一条的第二句话实际上是对这样的问题给出了答案，因为这在某种意义上说是撤销了举证责任：平等是常态，但基于“社会福祉”的不平等也可接受。当然“社会福祉”的定义有待推敲。当时《人权宣言》的起草者主要考虑的是要消除“旧制度”下的秩序和特权，这些在当时看来就是独断专横又毫无益处的不平等，因此与“社会福祉”显然格格不入。当然也完全可对这句话进行更加宽泛的理解。其中一个合理的解读就是，如果社会不公平是有利于全体公众特别是有利于最弱势的社会群体，那么这样的社会不平等是可以接受的。[\[20\]](#)因此必须要把基本权利和物质福利尽可能覆盖每一个人，因为这最有利于那些权利最小和机会最少的弱势群体。[\[21\]](#)美国哲学家约翰·罗尔斯在《正义论》（Theory of Justice）中所提出的“差别原则”也有类似的意图。[\[22\]](#)而印度经济学家阿马蒂亚·森所提出的“能力建设”方法在基本逻辑上也与此有相近之处。[\[23\]](#)

在纯粹理论的层面，确实有某种（部分是虚构的）对社会公正抽象原则的共同认知。但如果要赋予这种社会权利和不平等以实质内容或要将其置于具体的历史和经济背景下，那么就会开始出现争议。在实践中，这些争论主要是关于如何才能最有效地改善最弱势群体的生活条件，如何才能清晰界定人人都应享有的基本权利（在经济和预算限制下以及诸多不确定条件下）以及到底有哪些因素是受个人控制的、哪些是不受个人控制的（运气算到哪里为止、从哪里开始要靠努力和奋斗）？这些问题永远无法用抽象原则或数学公式来回答。寻求这些问题答案的唯一方法就是通过民主商讨和政治协商。因此主导民主讨论和决策的制

度以及机制在此就要发挥中心作用，各个社会团体的相对实力和说服技巧也会影响整个过程。美国和法国的革命都确认了平等权是绝对原则——这在当时无疑是有进步的，但在实践中，在19世纪，脱胎于革命的政治体系的重点却都放在了保护产权上。

对社会国家的现代化改造而非彻底摧毁

以20世纪发达国家所构建的“社会国家”为代表的现代化财富再分配机制，基于一系列的基本社会权利：教育权、健康权以及退休权。无论这些财税和社会支付体系在今天面临多大的制约和挑战，这些制度与过去相比无疑是巨大的历史进步。暂且不论党派之争，这些社会制度已形成了广泛共识，尤其是在欧洲，所谓“欧洲社会模式”的概念可谓深入人心。没有任何主流运动或政治力量会主张回到过去的世界，过去国民收入中仅有10%~20%作为税收而政府只是履行那些“王权”职责。[\[24\]](#)

但在另一方面，也很少有人主张说，社会国家的规模应该像在1930~1980年那样继续扩张（即到了2050~2060年，国民收入中的70%~80%都会变成税收）。从理论上讲，当然一个国家可以把国民收入的2/3甚至3/4以税收形式收上来，前提是征税过程透明高效且税收用于大家都认同的教育、医疗、文化、清洁能源和可持续发展领域。税收本身并无好坏之分。关键在于征税方式以及税收上来之后的用途。但无论如何，社会国家的规模如此急剧扩张是既不可行也不可取的，至少在可预见的未来是这样，主要基于两个原因。

首先，“二战”后30年内政府角色的迅速扩张是受到了特殊时期经济快速增长的促进和推动，至少在欧洲大陆的情况是这样。[\[25\]](#)当收入以每年5%的速度增长时，人们自然愿意将更多的一部分收入用于社会开支（由此使得社会开支的增长幅度要大于经济增长幅度），尤其是当人们需要更好的教育、更好的医疗以及更优越的养老条件时（而1930~1950年间用于教育、医疗和养老的资金又是如此有限）。但从20世纪80年代开始情况就发生了很大变化：每年人均收入增长只有1%，没有人希望看到税额持续增加，因为这意味着收入放缓甚至出现收入下降。当然在收入总额相对稳定的情况下，也可通过调整税制或累进税率来实现财富再分配，但很难想象平均税率会有普遍性和长期性的提高。尽管各国情况不同且存在政府变更，但所有发达国家的税收收入都达到相对均衡的水

平已不是偶然现象（见图13.1）。此外，现有的社会需求也并不意味着税收收入必然要上涨。诚然，在教育和医疗领域的确客观存在着需求增长，这或许会导致未来税收的略微上涨。但发达国家的居民也可合理要求有更多的收入来购买由私营部门提供的产品和服务，例如旅游、服装、房产、有益的文化生活以及最新款的平板电脑等。在生产率增长较低的国家，增长率大概只有1%~1.5%（其实从长期看这样的增长率还不错），社会必须在不同种类的需求中做出选择，因此没有明显理由认为几乎所有需求都要通过税收去满足。

另外，无论增长收入如何在不同种类的需求中分配，一旦公共部门的规模超过了一定限度，那么就必然会产生严重的组织问题。再者，也实在难以预测，如果长此以往，究竟会发生什么。现在看，完全有可能会产生分散型和参与型的组织形式，再加上创新型的治理方式，因此未来的公共部门即便比今天更加庞大，也依然可以保持高效运行。“公共部门”本身的含义过于狭窄：由公共资金支持的服务并不意味着它们由政府或其他公共机构直接雇用的人所提供。医疗和教育的服务由各类组织机构共同提供，包括基金会和组织协会，这些都是介于公私部门之间的媒介机构。概括来说，教育医疗占了发达国家就业和国内生产总值的20%，超过了全部工业部门的总和。这种生产组织方式是可持续的也是普遍的。例如从来就没有人建议将美国的私立大学改组成公共机构。类似的媒介形式完全有可能会在未来变得更加常见，例如在文化和传媒领域，现在营利机构的竞争过于激烈，人们也开始担忧这些机构的利益冲突。在此前讨论德国资本主义组织形式的篇章中，我曾提到私人财产的概念在各国之间是存在差别的，甚至在最传统的汽车制造业也是如此。如今的发达国家并不只有一种资本主义形态或组织生产方式：我们生活在混合所有制经济中，尽管不同于“二战”后人们所设想的混合所有制经济，但至少非常真实。这在未来还将继续存在，甚至会越发丰富多彩：新的组织和所有权形式将继续涌现。

承上所述，我们在学习如何有效安排相当于国民收入2/3甚至3/4的公共开支之前，首先最好要改善现有公共部门的组织和运营，当前公共部门仅代表一半的国民收入（包括替代收入和转移支付）——这可不是小菜一碟。在德国、法国、意大利、英国和瑞典，有关未来几十年社会国家的讨论主要是围绕组织、现代化和整合几个方面：如果税收总额和社会开支在国民收入中的比重保持基本不变（或许在需求增加条件下略有增长），我们又该如何来改善医院和托儿所的运行，如何调整医生的

收费和药品价格，如何改革大学和小学、如何根据人均寿命和年轻人失业率的变化来调整养老金和失业救济金？既然现在国民收入的一半都流向了公共开支，那么这样的讨论就完全是合理并且是必要的。如果我们不时常追问该如何调整社会服务以满足公众需求，那么支持高税收水平的民意基础就会逐渐削弱并导致整个社会国家的崩塌。

显然，即便穷尽本书篇幅，也无法对社会国家各方面的改革未来进行详述。因此我将把重点放在对未来有着重要影响的若干问题上，这些问题也能跟我的研究课题产生直接的关系：首先是教育平等的问题，尤其是高等教育；其次是在低增长环境中现收现付制下的养老金问题。

教育机构是否在推动社会流动？

在世界各大洲的所有国家，教育公共开支的主要目标就是为了推动社会流动。既定的目标是为了让所有人不论其社会背景都获得受教育的权利。那么现有的教育机构在完成这个目标方面表现得如何呢？

在第三部分，我曾提到过，即便20世纪的人均教育水平有了长足的进步，劳动收入的不平等也并未减轻。个人资质的水平向上移动：现在中学毕业文凭也就相当于过去的小学毕业证，大学毕业证书也就相当于过去的高中毕业证，以此类推。随着科技的发展和工作场所的变更，几乎所有行业的薪资水平都有了相似幅度的提升，因此收入不平等并未改变多少。那么社会流动呢？大众教育的普及是否让某既定技能等级之人的胜败转换概率增大了呢？根据现有的数据，答案似乎是否定的：教育和劳动收入之间的代际关系，即衡量技能等级长期传承的指标，从长远看并没有朝着加速流动的方向发展，甚至近些年来社会流动可能已经下降了。[\[26\]](#)但请注意，衡量代际之间的社会流动性要比衡量既定时点的不平等困难许多，而现有的可以用来估测社会流动历史变化的数据又相当不完整。[\[27\]](#)在此研究领域最扎实的结论是，代际传承在北欧国家最低，而在美国最高（相关系数比瑞典高出2/3）；法国、德国和英国居中，即比北欧的社会流动性差，但比美国的社会流动性好。[\[28\]](#)

这些研究发现与曾经占美国社会学界主流的“美国例外论”形成鲜明对比，因为按照“美国例外论”的说法，美国各阶层的流动性很强，而欧洲则是阶层固化的社会。毫无疑问，美国在19世纪初叶社会流动性更为

活跃。如此前所述，那时继承财富在美国的作用要小于在欧洲，美国的社会财富分布在相当长的时期也是很分散的，至少到第一次世界大战前。但纵观20世纪甚至直到今天，所有的数据都表明美国的社会流动性要弱于欧洲。

其中一个可能的解释是，美国所有的著名高校都要收取非常昂贵的学费。此外这些学费在1990~2010年间又增长了不少，这与美国高收入人群的收入增幅相匹配，这意味着美国不仅过去的社会流动下降，其未来的社会流动也会继续下降。[\[29\]](#)现在高等教育的不公平问题正在美国引发越来越多的争议。研究表明，在1970~2010年，家长收入属于美国收入后1/2的美国高校毕业生始终只占总数的10%~20%，而家长收入是属于前1/4的高校毕业生比例却在同期从40%上升到了80%。[\[30\]](#)换言之，能不能上大学几乎就成了“拼爹游戏”。

这种入学不平等似乎也存在于经济状况较好的家庭，因为名牌私立大学不仅学费高昂（对中高收入家长来说也有些难以负担），而且录取与否很大程度上取决于家长对高校捐款的能力。例如，有一项研究表明，美国毕业生对母校的捐赠往往会集中发生在他们的子女到了大学入学年龄的时候。[\[31\]](#)此外，通过比较不同来源的数据，可以估算目前哈佛大学学生家长的平均收入是45万美元，这与美国收入最高的2%居民的平均收入相同。[\[32\]](#)这样的研究结果表明大学对新生的录取并不完全是看新生的能力和资质。“按材录取”的宣传与现实似乎走了两个极端。在此也要指出，美国大学的遴选过程往往是不公开的。[\[33\]](#)

但千万不要以为，高等教育入学不公的事情只发生在美国。这是所有社会国家在21世纪都必须面临的重大问题。迄今为止，还没有国家能提出真正令人满意的应对之策。诚然，如果不考虑英国，那么欧洲大学的学费的确较低。[\[34\]](#)在瑞典和其他北欧国家，在德国、法国、意大利和西班牙，学费都相对低廉（低于500欧元）。尽管也存在例外，比如商学院和巴黎政治学院这样的专业学府学费就较高，而且尽管欧洲的大学学费也在变化调整中，但总体来看欧陆国家和美国还是存在着显著区别：在欧洲，大部分人都认为大学教育应和中小学教育一样免费或接近免费。[\[35\]](#)在魁北克，将大学学费从2 000美元逐步提高到4 000美元的提议被认为是要走上美国式的不平等道路，这导致了学生在2012年冬季的罢课，最终引发了政府更替并最终收回了该项提议。

但如果认为免费高等教育可解决所有问题，那也未免天真。1964

年，皮埃尔·布尔迪厄（pierre Bourdieu）和让－克劳德·帕斯尤（Jean-Claude Passeron）在《继承人》（Les héritiers）一书中提出了更为微妙的社会和文化选择机制，这种机制几乎与金融选择机制类似。在实践中，法国的“大学校”系统会将公共资金更多地用在来自上流社会背景的学生身上，而来自较低社会背景的学生则无法享受太多。在此，官方所宣扬的“共和精英选拔”与现实（社会开支恶化了初始社会的不平等）形成了鲜明对比。[36]根据现有数据，巴黎政治学院学生家长的平均收入大约是9万欧元，这与法国收入最高的10%的人的收入大致相符。因此巴黎政治学院的学生录取人数应该是哈佛的5倍多，但依然集中于小部分群体。[37]对于其他法国认证的“大学校”我们缺乏数据开展相应研究，但估计也是类似的情况。

要想实现高等教育机会的均等从来并非易事。这是社会国家需要在21世纪面对的重大问题，而理想的体系还尚未问世。学费会造成入学机会难以承受的不平等，但高昂学费也使得美国大学更加独立、繁荣且富有活力，这些也让美国高校为世界所称羨。[38]从抽象层面说，只要通过给高校提供相当数量的公共财政刺激，高校就有可能在录取寒门子弟方面做出改善。从某些方面说，这是公共医疗保险系统正在做的事情：生产者（医生和医院）被赋予一定的独立性，但医疗的成本却是共同的责任，由此保证患者都能获得平等救治的权利。高校和学生的管理方面也可采取同样的方式。北欧国家在高等教育方面就采取了类似的策略。这当然要求公共资金的持续投入，这在当前社会国家面临整合的氛围下殊为不易。[39]但这样的策略所取得的成效却要远远超过其他的办法，如根据家长的收入情况征收学费[40]，或先给学生提供贷款，然后再通过给贷款人征收额外附加所得税来偿还。[41]

如果我们将来想在这些方面取得进步，那么最好是从提高招生过程的透明度开始。在美国、法国以及其他国家，对国家精英模式的优势讨论从来都不太注重事实。这种讨论通常都是为了给现有的不平等寻找理由，因此常常忽略了现有体系的内在缺陷。1872年，法国学者埃米尔·布特密（Emile Boutmy）在创立巴黎政治学院时就清晰说明了学院的宗旨：“遵从多数统治的原则，那些自诩为上流阶级者只有在致力于多数人的权利时才可保持其政治统治权力。随着传统上流社会特权的消逝，民主浪潮将面临源自社会精英阶层的第二次反击，他们凭借自身的优势和能力索取更多的特权，社会也无法理智地使其完全丧失这些特权。”[42]如果我们认真考虑这段话，那么可以很清楚地看出上流社会决意要有所

作为——变成社会精英，以防全民公投时代来临时，上流社会的一切都被剥夺干净。这自然会让人想到这段话的政治背景：当时巴黎公社运动遭到镇压，男性全民公投的原则重新确立。但布特密的话也提醒了我们一个基本事实：定义不公平的意义以及证明胜利者的地位合理是极为重要的，而正因为如此，才会出现各种各样的混淆和曲解。

退休之未来：现收现付制和低增长率

公共养老金体系基本上都是现收现付制：正在工作的人缴费，所缴的费用直接用来支付退休人员的养老金。与资本化的养老金方案不同，现收现付制并不开展投资，因为缴上来的资金直接就付给了现有的退休者。在现收现付制中，按代际支持的原则（如今的工人为今天的退休者付钱，自己的退休金则寄希望于以后的工人），收益率是与经济增长率相等的：退休者养老基金的涨幅总是与工资涨幅相等。从理论上，这也隐含着现在的工人希望工资能尽快上涨之意。因此他们应该积极投资于学校和大学以给子女创造更好的条件，并且还要提高生育率。换言之，在代际之间会存在某种联系起到推动社会进步和社会和谐的作用。[\[43\]](#)

当20世纪中叶刚刚推行现收现付养老金制度时，当时的条件实际上非常有利于这种良性循环的发生。当时人口增长率很高，生产率增长也很快。欧陆国家的经济增长率当时高达5%，因此这就是现收现付制的收益率。具体而言，那些在“二战”至1980年之间向国家退休基金缴款的工人所享受的养老基金池（现在仍在享受）要比之前的工人大许多。而现在的情况又变得不同。经济增长率的下降（现在发达国家的增长率只有1.5%，最终所有国家的增长率可能都只能维持在这样的水平）大大降低了养老基金池的收益率。所有的迹象都表明，21世纪资本的收益率将远远高于经济增长率（资本收益率4%~5%，而经济增长率只有1.5%）[\[44\]](#)。

在这样的情况下，结论自然就是要尽快用资本化的养老金体系来替代现收现付制养老金体系，在资本化的养老金体系下，缴纳的养老金是用于投资而不是马上支付给现有的退休人员。似乎只要养老金的年投资收益达到4%，那么等几十年后现在的工人退休后就能拿到充足的养老金。但这种看法其实是存在若干问题的。首先即便资本化养老体系的确优于现收现付制，实行两种养老金制度的转换也可能会带来一个根本问

题：整整一代人将没有养老金。但对于现在即将退休的那些人来说，他们缴纳的养老金都用来支付给已经退休的人员了，而后来工人缴纳的养老金，本来是这些人可以用来支付房租或购买食物得以安度晚年的，现在却要投资于全球各地的资产。要解决两种制度的脱节问题并不容易，因此仅仅这个问题就使得这样的改革不可想象，或至少不能采取如此极端的方式改革。

此外，在比较两种养老金体系优劣的时候，必须要考虑到，资本收益的波动性实际上是很大的。将全部养老金余额投入全球金融市场风险较高。 $r > g$ 的普遍规律并不表明具体一项投资也必然如此。对于那些生活条件优越并能等待10年甚至20年再拿利润的人来说，资本收益率确实是很可观的。但如果有一代人等着钱来维持生活，那么采取“搏一把”的投资方式就十分不明智了。现收现付制的最大好处在于，这是确保养老金福利按可靠和透明方式发放的唯一途径：工资涨幅或许低于资本收益，但工资涨幅的波动幅度也不到资本收益的 $1/10 \sim 1/5$ 。[\[45\]](#)这在21世纪还将继续如此，因此无论在哪里，现收现付制依然会是未来最理想社会国家的重要组成部分。

尽管如此， $r > g$ 的基本规律并不能完全忽视，而发达国家现有的养老金体系也必然会发生某种变革。最大的挑战当然是人口的老龄化。现有养老制度是按照平均寿命六七十岁来设计的，而现在发达国家居民的平均寿命已提高到了八九十岁，因此要继续维持原养老制度就很难。此外，提高退休年龄不光可以增加工人和退休者养老金资源（在低增长时代是好办法），现在许多人也希望通过延长工作来提高成就感。因此对于这些人而言，强迫他们在60岁退休使他们有更多的时间安享晚年，这样的安排并不具有吸引力。但问题在于各人的情况千差万别。有些人的工作主要是脑力劳动，因此他们希望能一直做到70岁（而且劳动总量中这样性质的工作比例还在增加）。还有些人可能在很年轻的时候就参加工作，而且劳动非常繁重，薪资不高，因此这些人当然希望能及早退休（尤其是从事繁重工作的劳动者的平均寿命也往往要低于高素质劳动者）。但遗憾的是，许多发达国家近年的养老体系改革都未能充分考虑到个人情况之间的差异，在某些情况下，底层劳动人民的诉求总是要多于所谓的高素质人群，这也是为什么养老金改革往往会引发社会强烈抗议的原因。

养老金改革的另一难题在于，将被改革的养老金体系总是十分复

杂，比如对公务员、私营部门工人以及自由职业者的规定都不相同。如果某人曾从事过不同类型的工作（这在年轻群体中越来越常见）那么真的很难确定到底要对他适用哪种规定。这样的复杂现实是不难理解的：现有的养老金体系都是逐步发展起来的，即从19世纪建立起基本框架后再慢慢覆盖到不同社会群体和职业。这就造成了在改革时很难达成共识，因为许多人都会觉得自己的处境要比其他人差。现有规则和体系的庞杂总是让人们难以看清，人们普遍低估了业已投入到养老体系中的资金资源，而这样的资源投入增长是不可能永久持续下去的。举例来说，法国的养老金体系就极其复杂，现在的年轻人根本就不知道自己到底有哪些基本权利。有些人甚至认为，尽管他们现在要把很大一部分收入交给养老基金（约占工资总额的25%），但最终他们将什么都拿不到。21世纪的社会国家最需要进行的改革之一就是，在个人账户基础和人人平等的原则上建立起统一的退休计划，而不论个人的职业经历是多么复杂。[46]在这样的体系中，人人都能清楚地知道自己可以从现收现付制中得到多少，这样可使得个人做出更为明智的个人储蓄决定，个人储蓄在经济低增长环境中必然会对养老发挥更重要的补充作用。经常有人说“公共养老金就是无遗产继承者的继承遗产”，这话当然不假，但这并不意味着不用去鼓励人们进行更多适当的自我储蓄，由此作为对公共养老金的补充。[47]

落后国家和新兴国家的社会制度

那么20世纪发达国家出现的社会制度是否具有普世性呢？在贫穷国家和新兴国家是否也会出现类似的社会制度呢？答案只有天知道。首先，发达国家之间本身就存在着重要的区别：西欧国家的政府收入似乎稳定在国民收入40%~45%的水平，而美国和日本则徘徊在30%~35%的水平。显然，即便是在相同的发展阶段，各国也可以有自己的选择。

如果看1970~1980年全球最欠发达国家的情况，无论是在撒哈拉以南非洲地区还是在南亚地区（尤其是印度），我们都会发现政府拿走的部分一般占国民收入的10%~15%。如果看处于中等收入水平的拉美、北非和中国，那么政府拿走的部分大概是国民收入的15%~20%，低于发达国家过去同等条件下的水平。最惊人的发现是，发达国家和发展中国家在这方面的差距近年来还在扩大。发达国家税收收入水平出现了上升（从20世纪70年代的30%~35%上升到80年代的35%~40%），随后

就稳定在今天的水平上，但贫穷国家和中等收入国家的税收收入水平却出现了大幅下降。在撒哈拉以南非洲地区和南亚地区，20世纪70年代和80年代初的税收略低于国民收入的15%，但在90年代下降到了略高于10%的水平。

这种变化也引发了发展差距拉大的担忧，因为如今所有发达国家的经验表明，构建现代财政和社会国家是现代化和经济发展进程的核心组成部分。历史数据表明，如果某国家只有10%~15%的国民收入作为税收上缴，那么该国政府很难履行除传统“王权”职能之外的社会化职能：在供养警察和司法队伍后，留给教育和医疗的就所剩无几了。另外一种选择就是吃大锅饭，把有限的资金尽可能均分给警察、法官、教师和医生，这样做的结果就是可能所有部门都无法有效运转。这会导致恶性循环：公共服务水平低下导致对政府信心不足，这又反过来使得增税难度加大。现代财税体系和社会国家的建设与国家发展进程息息相关。因此经济发展史往往也是政治和文化发展史，每个国家都必须找到适合自身发展的路径并妥善应对自身的内部矛盾。

按现有情况来看，发达国家和国际组织似乎也要承担部分责任。初始状态并不是很好。去殖民化过程在1950~1970年间酿成了若干冲突：与殖民者对抗的独立战争、边界武装冲突、冷战引发的军事对峙，或兼而有之。1980年以后，源自发达国家的极端自由主义浪潮迫使贫穷国家缩减公共部门开支并放缓了现代财税体系建设来推动经济发展的步伐。最近的研究表明，1980~1990年间最贫穷国家的政府税收减少归因于关税收入的锐减，而关税在70年代时曾相当于这些国家国民收入的5%。贸易自由主义并不是坏事，但自由贸易不能是外界强加的，此外对于损失的关税收入，最好也有强大的税务部门可以通过开征新税或寻找替代收入来加以弥补。发达国家的关税减让过程从19到20世纪延续了200年时间，其间发达国家也知道该如何控制节奏并知道从哪里寻求替代，它们没有受到其他国家的颐指气使和指手画脚。[\[48\]](#)这说明了更加普遍的现象：发达国家总是将发展中国家当成试验场，而根本没有充分汲取他们国家自身历史发展中的教训。[\[49\]](#)我们今天在贫穷国家和新兴国家看到了各种各样的趋势。例如中国等国家在税制方面其实已经相当发达：比如中国的所得税制可以覆盖广大人群并借此实现了大量的财政收入。中国完全有可能建立起跟欧洲、美洲以及亚洲发达国家类似的社会制度（当然会具备中国特色，不过鉴于中国的政治和人口因素，该过程也会充满不确定性）。而像印度等国家要想在低税基的基础上达到均衡水平

则要困难许多。[50]但无论如何，发展中国家究竟发展什么形态的社会制度将对未来世界有着不可低估的重要意义。

[1]按惯常用法，这里的税收收入包括所有的税款、缴费、社保缴费和其他按法律必须强制缴纳的款项。不同付款之间的区别，尤其是纳税和社保缴费之间的差别，其实是相当模糊的，在不同国家也有不同的含义。为了历史和国际比较方便起见，有必要将所有交给政府的钱都算在里面，无论是国税、地税，还是市政税或其他费用（例如社会保障等）。为简化讨论，我经常会用“税款”来代指所有税费，除非另有说明。见在线技术附录。

[2]军费开支通常占国民收入的至少2%~3%，如果某国的军事活动活跃，那么比重还会更高（例如在美国，美国有超过4%的国民收入都用于军费），另外如果某国觉得自身安全或财产遭受威胁时也会增加军费（沙特阿拉伯和海湾国家的军费开支占国民收入的比重超过10%）。

[3]医疗和教育预算在19世纪时通常占国民收入的1%~2%以下。要想了解18世纪医疗教育等社会服务支出的缓慢变化以及20世纪的突飞猛进，请见p. lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University press, 2004)。

[4]请注意，强制缴费份额在此表示为国民收入的某比例（除掉资本贬值10%后，国民收入基本上是国内生产总值的90%左右）。这对我而言是合适的方法（见第一章）。如果要看缴费与国内生产总值的比例，那么该比例应该是比占国民收入比例小10%（例如占国内生产总值45%，占国民收入50%）。

[5]若干百分点的差异可能是完全由于统计差异，但如果差异是5~10个百分点，那么差异可能是真实的并代表着各国政府所扮演角色的不同。

[6]在英国，20世纪80年代时税收占国民收入的比重下降了若干个百分点，这显示着撒切尔时代的政府缩减，但在随后1990~2000年又重新回升，因为新的政府又开始加大对公共服务的投资。在法国，政府收入比重上升更持久，1970~1980年间还在增长并直到1985~1990年间才稳定下来。见在线技术附录。

[7]为了突出长期趋势，我在此使用了十年平均数。税率的年度曲线包含着各种周期变动，这些都是临时性的变动而不具有实际意义。见在线技术附录。

[8]日本略高于美国（国民收入的32%~33%），加拿大、澳大利亚和新西兰的水平接近英国（35%~40%）。

[9]在我看来，“社会国家”一词更好地把握了各国目标的性质和多样性，因此要优于限定性较强的“福利国家”。

[10]见在线补充表S13.2，这对法国、德国、英国和美国在2000~2010年间的公共开支进行了详细比较。

[11]一般是教育占5%~6%，而医疗占8%~9%，见在线技术附录。

[12]建立于1948年的英国国民健康服务系统（NHS）现在成了英国的象征之一，曾在2012年伦敦奥运会开幕式上被当成与工业革命以及20世纪60年代的英国摇滚乐团具有相同地位的英国元素向全球展示。

[13]如果算上私人保险的成本，那么美国的医保系统是最贵的（大约相当于国民收入的20%，而欧洲只有10%~12%），尽管还有许多美国人没有医疗保障，而美国居民的许多健康指标也不如欧洲。毫无疑问，覆盖全民的医保体系尽管存在着这样那样的缺陷，但从整体上说，其成本收益显然要优于美国系统。

[14]与此相对，对教育和医疗的开支减少了家庭的可支配收入（现今），这就解释了为何

家庭可支配收入占国民收入比重从20世纪初的90%下降到了现在70%~80%。见第五章论述。

[15]有着最高领取额度的养老金体系是由英国的贝弗里奇构建的，因此常被称为贝弗里奇模式（在极端情况中就是每个人的退休金都一样），与贝弗里奇系统不同的有俾斯麦模式、北欧模式以及拉丁模式等，在这些模式下，大部分人的退休金都相当于其工资的一部分（法国几乎人人都有养老金，而最高领取额度也十分高，是平均工资的8倍，而大部分国家的最高限额都只有平均工资的两到三倍）。

[16]法国的社会福利体系尤其复杂，各类规则和机构让人疲于应付，因此在那些有资格获得工作福利（即所谓的就业团结收入，对工资较低的兼职工作的补贴）的人中，只有不到一半的人申请了这项补贴。

[17]欧美收入补贴系统的重大差别在于，美国的收入补贴总是会提供给那些有孩子的家庭。对于那些没有孩子的个人（尤其是年轻的黑人男性），美国通常对其提供“监狱式社会”服务而不是福利国家服务。2013年，美国大约有1%的成年人是在监狱里。这是世界上最高的入狱率（略高于俄罗斯而远高于中国）。对于黑人男性而言（所有年龄段），入狱率更是平均入狱率的5倍。见在线技术附录。美国福利体系的其他特征是使用食物券（其目的在于确保福利是用于购买食物而不是酒精甚至毒品），这其实与美国人所信奉的自由世界观是不相吻合的。其显示了美国社会对穷人的歧视，这似乎比欧洲更为厉害，或许是因为美国的贫穷歧视还混杂了种族歧视。

[18]如上所述，各国之间也存在差异。

[19]“我们认为下面这些真理是不言而喻的：人人生而平等，造物者赋予他们若干不可剥夺的权利，其中包括生命权、自由权和追求幸福的权利。为了保障这些权利，人类才在他们之间建立政府，而政府之正当权力，是经被治理者的同意而产生的。”

[20]有关“社会福祉”的讨论汗牛充栋，关于本议题的探讨也超出本书的范围。但1789年《人权宣言》的起草者所明显表现出的信念是，他们并不认同由约翰·斯图亚特·密尔提出并获得无数经济学家认可的功利主义精神，即对个人效用或功利性的机械总和。（此外也假设实用性是呈凹面曲线分布的，即收入的增长会导致边际实用性的降低，因此应该将财富从富人转移到穷人受众以加强整体实用性。）这种对财富再分配的机械思考与大部分人对该问题的思考有出入。权利观念是最重要的，而不是实用观念。

[21]最弱势群体的定义应该是那些必须要面对超出其控制范畴的最不利因素的个人群体。在导致贫富悬殊的条件上，至少有部分条件是超乎这些人的控制范畴的，例如不平等的家族财富（包括继承以及文化资本等）以及运道（特殊的才能以及运气等），政府应该尽量降低这些因素导致的不平等。机会的不平等和条件的不平等往往是交互的（例如教育、医疗和收入即可算是机会也可看成是条件）。罗尔斯对基本公共品的主张有助于驳斥这种浅薄的反对。

[22]“社会和经济不平等……只有当有利于社会当中每个人时才具有正当性，尤其是当有利于社会中最弱势的群体之时。”见John Rawls, *A Theory of Justice* (Cambridge, Ma: Belknap press, 1971)。

[23]马克·弗勒巴伊（Marc Fleurbaey）和约翰·勒默尔（John Roemer）最近对这些理论方式进行了拓展并开展了初步的数理应用。见在线技术性附录。

[24]尽管欧洲有共识，但国别之间的差距还是很大。例如欧洲最富裕和生产效率最高的国家通常税率也高（瑞典和丹麦的税收占国民收入的50%~60%），但在最贫穷和相对落后的欧洲国家，税率要低很多（保加利亚和罗马尼亚的税收收入占国民收入不到30%）。见在线技术附录。美国对此并无太大共识。大部分少数民族团体总是激烈反对所有联邦福利项目的合法性，这些团体实际上反对任何形式的社会福利项目。此外，在这种偏激的反对意见的背后似乎也有种族歧视的影子（典型案例就是奥巴马政府推行的医疗改革所引发的争议）。

[25]在美国和英国，即便经济增速较慢，社会国家也在蓬勃发展，这或许是因为当时英美

民众有明显的失落感，感觉后面的国家正在追赶上来，因此有建设福利体系的紧迫感，详见前述（尤其是第二章）。

[26]根据安德斯·比约克隆（anders Bjorklund）和阿诺·勒弗朗（arnaud lefranc）对瑞典和法国的分别研究，对于出生在1940~1950年间的人，代际联系与那些出生在1920~1930年间的人出现了略微下降，但随后在1960~1970年间出生人群中又有回升。见在线技术附录。

[27]要想衡量出生在20世纪人群的社会流动性是有可能的（尽管各国数据的精确程度以及可比程度不同），但要想衡量19世纪的代际流动性却很难，除了遗产继承部分（见第十一章）。但遗产继承问题与技术和劳动收入流动性问题是两个问题。后者才是兴趣所在且是代际流动性的重点。这些研究中的数据并不支持将资本收入的流动性分开考虑。

[28]相关系数在瑞典和芬兰是0.2~0.3，在美国是0.5~0.6，英国（0.4~0.5）与美国水平接近，但跟德国和法国（0.4）也相差不大。有关劳动收入代际相关系数的国际比较（经两种方法确认），请参考马库斯·延蒂（Markus Jantti）的研究。见在线技术附录。

[29]在哈佛读研究生的平均成本在2012~2013年是5.4万美元，包括住宿费用和其他费用（严格讲，学费是3.8万美元）。其他某些大学可能比哈佛还贵，因为哈佛毕竟还有着庞大的基金会（见第十二章）。

[30]见G. Duncan and R. Murnane, *Whither Opportunity? Rising Inequality, Schools, and Children's Life Chances* (New York: Russell Sage Foundation, 2011)。见在线技术附录。

[31]见Jonathan Meer and Harvey S. Rosen, "altruism and the Child Cycle of alumni Donations," *American Economic Journal: Economic Policy* 1, no. 1 (2009): 258-86。

[32]这不是说哈佛仅仅从全国最富的2%家庭里面招生。这只是表明，如果不是生于富贵之家，那么要想进哈佛的机会就会大大减少，而如果家庭财富是在全国前2%以内，那么进入哈佛的机会就大大增加，这里说的是平均数概念。见在线技术附录。

[33]美国高校学生家长的平均财富等相关基础数据现在很难获得，更别说有任何的研究文献可供参考。

[34]英国高校的最高学费从1998年的1 000英镑涨到了2004年的3 000英镑和2012年的9 000英镑。学费在英国高校财务总收入中的比重达到20世纪20年代时的最高水平并与美国相近。见Vincent Carpentier, "public-private Substitution in Higher Education," *Higher Education Quarterly* 66, no. 4 (October 2012): 363-90。

[35]巴伐利亚和下萨克森邦从2013年初开始取消每学期500欧元的大学学费，与德国其他地方一样提供免费高等教育。在北欧国家，大学学费从来没有超过每学期数百欧元的水平，这与法国的情况相似。

[36]在中小学教育阶段也存在同样的问题，最弱势的中小学所配备的师资力量通常是最薄弱的或接受培训最少的，因此这些弱势中小学的学生所实际享受到的人均公共教育资源投入实际上是低于平均水平的。这种情况最令人遗憾，因为实际上小学阶段的公平最有利于减少教育机会的不均等。见thomas piketty and M. Valdenaire, *L'impact de la taille des classes sur la réussite scolaire dans les écoles, collèges et lycées français* (paris: Ministère de l'Education Nationale, 2006)。

[37]与哈佛相同，平均家长收入水平也并不意味着巴黎政治学院仅仅招收来自10%最富家庭的考生。有关2011~2012年巴黎政治学院学生家长财富的分布情况，请见在线技术附录。

[38]根据众所周知的大学排名，2012~2013年全世界顶尖的100所大学中有53所在美国，欧洲只有31所（其中英国9所），但如果我们看全球最好的500所大学，那么情况就有了变化（美国有150所而欧洲则有202所，其中英国有38所）。这表明美国800所高校的分化（见第十二章）。

[39]但请注意，与其他开支相比（例如养老金），如果要把高等教育从投入低水平（在法国仅占国民收入的1%）调整到高水平（瑞典和美国占国民收入的2%~3%），是相对容易做到的。

[40]例如巴黎政治学院目前就有这样的学费系统，如果家长收入很低，那么学生学费全免，如果家长收入高于20万欧元，那么学费则为1万欧元。这样的系统对于搜集家长收入状况数据是有利的（可惜这些数据几乎没有人研究）。与斯堪的纳维亚式的公共资金支持相比，这样的学费设计接近于累进所得税，只是家长所支付的额外款项是用于自己的孩子而不是别人的孩子。这显然符合其个人利益而不是公共利益。

[41]澳大利亚和国会会给来自普通家庭的学生提供“收入相关助学贷款”。这是要等学生以后收入达到一定水平之后再偿还的贷款。这是对普通家庭学生提供的所得税补贴，而来自富裕家庭的学生通常会获得来自家长的赠予（不用交税）。

[42]见Emile Boutmy, *Quelques idées sur la création d'une Faculté libre d'enseignement supérieur* (Paris, 1871)。另见p. Favre, “les sciences d'Etat entre déterminisme et libéralisme: Emile Boutmy (1835–1906) et la création de l'Ecole libre des sciences politiques,” *Revue française de sociologie* 22 (1981)。

[43]有关团结社会模型的分析 and 辩护，请见André Masson, *Des liens et des transferts entre générations* (Paris: Editions de l'EHESS, 2009)。

[44]见图10.9~ 图10.11

[45]请回想，正是这种波动性才使得现收现付制在“二战”之后推行：那些在1920~1930年将毕生积蓄都投入到金融市场的人几乎在一夜之间变得一无所有，因此没有人会希望再去尝试那种在“二战”前就曾推行过的注重积累投资的强制养老金体系（例如法国在1910~1928年时就曾按法律推行过这种积累投资型养老体制）。

[46]瑞典在20世纪90年代的改革就大致实现了这样的目标。瑞典系统也可经过改良而用于其他国家。见Antoine Bozio and Thomas Piketty, *Pour un nouveau système de retraite: Des comptes individuels de cotisations fi par répartition* (Paris: Editions rue d'Ulm, 2008)。

[47]当然也可设想有一种养老金体系可以将现收现付制以及小额储蓄固定回报结合起来。如前面章节所述，如果储蓄较少，那么要想获得平均资本收益是很难的（不光不赔钱就行了）。从某种意义上说，瑞典的养老金体系至少有部分（很小）用于资本化投资。

[48]在此我引述了Julia Cagé和Lucie Gadenne的主要研究成果，见Julia Cagé and Lucie Gadenne, “the Fiscal Cost of trade liberalization,” *Harvard University and Paris School of Economics Working paper no. 2012-27* (see esp. figure 1)。

[49]贫穷国家如今面对的某些医疗和教育问题是具有特殊性的，因此无法通过汲取如今发达国家的过往经验加以解决（例如“非典”疫情）。因此某些所谓的试验甚至试点应该是有正当理由的。见Abhijit Banerjee and Esther Duflo, *Poor Economics* (New York: Public Affairs, 2012)。作为一般规律，我认为发展经济学通常都会忽略那些现实的历史经验，在本书的讨论中即指忽略了缺乏税源情况下建设社会国家的难度。其中造成困难的一个重要原因当然是殖民历史（在此，随意的试点或许可以有些裨益）。

[50]见Thomas Piketty and Nancy Qian, “income inequality and progressive income taxation in China and India: 1986–2015,” *American Economic Journal: Applied Economics* 1, no. 2 (April 2009): 53–63。中印之间的差距与中国劳动力丰富有很大关系。历史表明，现代财税制度与社会国家的建设进程和工薪族崛起通常有着密切关系。

第十四章

反思累进所得税

上一章考察了社会国家的结构和演变，重点关注社会公共需求的本质以及相关的社会支出（如教育、医疗、退休等）。我们将税负总水平视为给定，然后刻画了其演变过程。在本章和下一章，我们将更细致地考察税收和其他政府收入的结构，以兹未来借鉴，而这种收入也正是社会国家形成的不可或缺的元素。20世纪在税收方面的一个主要创新是累进所得税的产生和发展。这一制度在消弭收入不平等上起到重要作用，但目前却遭遇国际税收竞争的严重威胁。这一险境的造成也可能是由于该制度的思想根基从未厘清，因为该制度实属应急之策，根本无暇细思。累进遗产税也面临同样的问题，它是20世纪第二大财政创新，在近几十年中也遭遇挑战。不过，在我进一步仔细考察这两种税负之前，首先要在累进税的大框架内对两者进行定位，并考察其在现代收入再分配中的作用。

累进税问题

税收不是一个技术问题。它很大程度上是一个政治和哲学问题，也许是最重要的政治问题。没有税收，社会就没有共同命运，集体行动也就无从谈起，这是常理。每个重要政治巨变的核心都包含着财政革命。当革命议会投票废止了贵族和牧师的财政特权，建立起普遍征税的现代税负体系时，法国旧制度^①就寿终正寝了。当英属殖民地的臣民决定掌握自身命运、设定自己的税制时，美国独立战争就爆发了（“无代表，不纳税”）。两个世纪后虽然内容有所不同，但问题的核心则始终如一。主权国家之公民，如何能够民主地决定其愿意为如教育、医疗、退休、消减不平等、就业、可持续发展等公共目标贡献多少资源？事实上，采取何种具体的税收形式也因此而成为任何社会中政治冲突的症结。最终目标是在此问题上达成一致，即谁必须以何种原则支付什么，由于人与人千差万别，这绝非易事。特别是人们赚到的收入不同，拥有的资本也不同。在每个社会，都会有人工资收入很多但遗产继承很少，也会有人正

好相反。幸运的是，两种财富来源从来都不完全相关。有关理想税收体系的观点也相应地各不相同。

人们常常把税收分为所得税、资本税和消费税。差不多在所有时期都存在不同比例的三类税负。然而，这种分类并不能排除模棱两可的情况，分界线并非总是很清楚。例如，除劳动收入外，所得税原则上也适用于资本收入，因而也算是一种资本税。资本税通常包括对任何来自资本的收入现金流的课税（比如企业所得税），以及任何对资本存量价值的课税（比如房产税、遗产税或财产税）。在现代社会，消费税包括增值税，以及对进口物品、酒类、汽油、烟草和服务的征税。消费税自古存在并且常常最为大众所痛恨，更是底层民众最沉重的负担（让人想起法国旧制度下的盐税）。由于不直接取决于纳税人的收入和资本，它们通常被称作“间接税”：它们并不直接交付而是作为所购商品售价的一部分间接支付。在理论上可以设想一种直接消费税，基于每个纳税人的总消费征税，但是这种税收从来没有出现过。^[1]

20世纪出现了第四类税种：对政府发起的社会保障项目的缴费。这些缴费是一种特殊的所得税，通常仅针对来自劳动的收入（工资和非工资劳动报酬）。进入社会保障基金的款项旨在为替代收入融资，不管是退休工人的养老金，还是失业工人的失业救济。这种征收方式会确保纳税人了解税收的使用目的。有些国家（比如法国）也使用社会缴纳的方式来支付其他社会支出，比如医疗保险和家庭津贴，使得社会缴费的总额占政府收入的近一半。然而，如此复杂的体系不仅未能厘清税收征缴的目的，实际上还可能掩盖需要考虑的问题。相反，其他国家（比如丹麦）用一个庞大的所得税体系为所有社会支出融资，税收收入被分配到养老金、失业救济、医疗保险，以及许多其他领域。实际上，这些由于税收的不同法定类别产生的区别在一定程度上不是很重要。^[2]

抛开对定义的吹毛求疵，刻画不同种类税收的一个更恰当的标准是，它在何种程度上是比例税或者累进税。当其税率对每个人都一样时，该税种被称为“比例税”（也被称为“单一税”）。当其对某些人的税率高于其他人时，不管是因为这些人挣钱更多，或是拥有财富更多，抑或是消费更多，该税种即为累进的。当其税率对富人降低时，该税收就是累退的。这或许是因为他们取得了部分税收豁免（或是合法的，比如财政最优化的结果，或是非法避税），也或许是因为法律强行规定了一个累退税率，比如著名的“人头税”，1990年撒切尔夫人因此让出了首相

在现代国家财政中，总税收支付往往与个人收入成比例，尤其是在总额比较大的国家。这并不奇怪：征收一半的国民收入投入雄心勃勃的社会福利项目，却不让每个人都做出实质性贡献，这是不可能的。此外，现代财政和社会国家发展所遵循的普遍权利逻辑也与比例税或者轻微累进税的思想非常符合。

然而，据此即认为累进税在现代收入再分配中无足轻重那就错了。首先，即使对大多数人来说税收比例较为接近，但最高收入者和最大财富拥有者被课以显著的更高（或更低）税率，这一事实本身就会对收入不平等的结构产生重大影响。特别是有证据表明，对超高收入和巨大财产课以累进税，一定程度上解释了为什么自1914~1945的冲击后，财富集中程度从未达到“美好年代”时期的水平。相反，自1980年以来，美国 and 英国收入累进税的大幅下降（即便两国都曾经是“二战”后累进税的引领者），也许能够解释超高水平收入的增加。同时，在当前资本自由流动的世界中，国家间的税收竞争开始增强，这让许多国家免除了累进所得税中对资本收入的征税。欧洲的情况尤其如此，那些相对较小的国家早已被证实无力达成协调的税收政策。其结果就是无休止的竞次（race to the bottom）^③，导致降低公司税的税率，免除对利息、红利和其他金融收入的征税等，而其后果都要由劳动收入来承担。

后果之一就是在大多数国家对顶层收入者而言，税收已经变为（或很快变为）累退的。例如，2010年对法国税收的一个详尽研究考察了所有的税收形式后发现，整个税收（平均占国民收入的47%）的平均税率随着收入等级是下降的：收入分配底层的50%人口，其税率为40%~45%；往上的40%的人口，其税率为45%~50%；然而，收入顶端的5%甚或1%，其税率却更低；收入顶层0.1%的人口，税率只有35%。穷人的高税率反映了消费税和社保缴费在税收中的重要性（二者占法国税收收入的3/4）。对中产阶层的轻微累进，归因于所得税的重要性也在逐步增加。相反，收入顶层的明显累退反映了在这个水平上资本收入的重要性，资本收入的税收很大程度上从累进税中豁免了。这一效应要大于资本存量税的效应（资本存量税是所有税种中最为累进的）。[4]所有信号都表明，在欧洲其他地方（在美国也很可能），税收也遵循近似的钟形曲线，形状很可能要比此处的粗略估计更明显。[5]

如果将来社会顶层阶层的税收变得更加累退，其对财产分配不均的

动态影响可能会很显著，从而导致资本的高度集中。显然，最富裕公民的这种财政脱离（fiscal secession）通常可能会对财政共识（fiscal consent）产生巨大损害。支持财政和社会国家的共识在低增长时期本已脆弱，而这时这种共识会被进一步削弱，特别是在中产阶级那里，他们显然无法接受自己比上层社会纳税更多。个人主义和利己主义将蓬勃而起：既然整个体系不公正，为什么要继续为他人埋单？如果现代社会国家想要继续保持生命力，基本税收体系保持最低限度的累进很必要，或者至少不能在收入顶层发展为明显的累退。

此外，只通过考察顶层收入者的纳税程度来评判税收体系的累进性，显然没有把财富继承纳入考虑，而其重要性正在增加。[\[6\]](#)实际上，财产的税负要比收入轻得多。[\[7\]](#)这使得被我称为“拉斯蒂涅难题”的情形更加恶化。如果按照有生之年总资源的积累将个人分类（包括劳动收入和资本化的财产继承，这是更合适的考察累进税的评判标准），对顶层阶层而言，钟形曲线将比仅仅考虑劳动收入的情形有更加显著的累退。[\[8\]](#)

最后一点值得强调的是：就全球化对富裕国家低技术工人产生的严重冲击而言，一个更加累进的税收体系原则上是合理的，而这又增加了整个问题的复杂性。无可否认，如果想要保持总税收占50%的国民收入，每个人支付相当的数量是不可避免的。然而，可以很容易地构想一个更加大幅度的累进税体系，而不是轻微累进（不考虑最高阶层）。[\[9\]](#)这不能解决所有问题，但足以显著改善低技术工人的状况。[\[10\]](#)如果税收体系不能更加累进，在自由贸易中得益最少的人会大力反对它，这毫不奇怪。为了确保每个人都从全球化受益，累进税不可或缺，越来越多的累进税明显缺位，可能最终会侵蚀经济全球化的根基。

基于所有这些理由，累进税是社会国家的关键要素：它在社会国家的发展和20世纪不平等结构的转型中占据核心地位，为确保未来社会国家的活力，它仍然至关重要。但是累进税目前面临严重威胁，不仅在理论上（因为它的各种功能从未充分讨论过），也在政治上（因为税收竞争使得全部收入类别在一般规则下获得豁免）。

20世纪的累进税：混乱中的昙花一现

简单回顾一下，我们是如何达到当前的认识的？首先，累进税是两

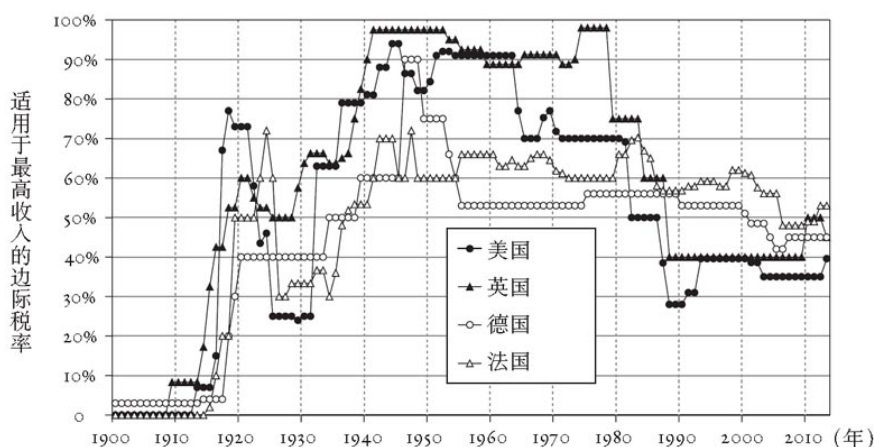
次世界大战的产物，同时也是民主政治的产物，认识到这一点很重要。它是在混乱环境中被临时采用的急救措施，这也是为何它的各种作用未能充分厘清，为何它在今天遭遇挑战的部分原因。

诚然，许多国家在第一次世界大战爆发前就采用了累进所得税。在法国，设定“一般所得税”的法律于1914年7月15日通过（在被参议院否决了几年之后），它是对即将发生冲突所产生的可预见的财政需要的直接回应；如果不是宣战迫在眉睫，这个法律仍然不会被批准。^[11]除了这个例外，大多数国家采取累进所得税是同往常一样经过深思熟虑后由国会正式议程批准的。例如，这样的税种1909年在英国被采用，1913年在美国被采用。几个北欧国家、一些德意志国家和日本甚至更早就采用了累进所得税：丹麦在1870年，日本在1887年，普鲁士在1891年，而瑞典在1903年。到1910年，尽管不是所有发达国家都已经采用了累进税制，但是将累进制原则以及将其运用于所有收入领域（即劳动收入和各种资本收入之和，劳动收入包括工资收入和非工资劳动收入，资本收入包括租金、利息、红利、利润，以及其他形式的资本收益）的国际共识正在形成。^[12]对很多人来说，这个体系看起来是更加公正和有效的分摊税收的方法。全部收入衡量每个人的纳税能力，而累进税则提供了一个限制由工业资本主义造成的收入不均衡的办法，同时，也保持了对私人财富和竞争力的尊重。当时发表的许多书籍和报告帮助普及了这一思想，虽然许多人（尤其是在法国）仍然对累进的基本原则保持敌意，但这一思想也赢得了一些政治领导人和自由派经济学家的支持。^[13]

可以因此说累进所得税就是民主政治和普遍选举权的自然结果吗？实际上，问题要更为复杂。确实，在第一次世界大战前，即使极高收入者的税率也非常低。各国都是如此，毫无例外。在图14.1中，由世界大战带来的政治冲击之强度非常清楚，该图显示了从1900年到2013年美国、英国、德国和法国的最高税率（即最高收入等级的税率）的演变。1914年之前最高税率都停滞在微不足道的水平，战后则开始飙升。这些曲线在富裕国家中很有代表性。^[14]

在法国，1914年所得税法规定的最高税率仅为2%，只适用于非常少的纳税人。只是在第一次世界大战后，在面临迥异的政治和财政背景时，最高税率才被提高到“现代”水平：1920年为50%，1924年为60%，1925年甚至达到72%。尤为引人注目的是，1920年6月25日，拥有“国

家联盟”(National Bloc)多数票的所谓蓝天议会(blue-sky Chamber, 法兰西共和国历史上最右翼的众议院之一)通过了一项法律,将最高税率提高到50%,实际上这被视为所得税的第二次生命而该议会的主要代表成员在战前激烈反对最高税率为2%的所得税。右翼在累进税制上立场的截然反转,当然归因于战争造成的糟糕财政状态。战争期间政府积累了相当多的债务,虽然在例行讲演中一个接一个的政治家宣称“德国将会赔付”,但每个人都知道必须找到新的财源。战后物资短缺和对印钞机的依赖将通货膨胀推到前所未有的高度,以至于工人的购买力停留在1914年的水平之下,1919年5月和6月的几次罢工险些使国家陷入瘫痪。在这种环境下,政治倾向几乎无关紧要:新财源不可或缺,没人认为那些最高收入者应该独善其身。1917年的布尔什维克革命每个人都记忆犹新。正是在这种混乱和躁动的情况下,现代累进所得税产生了。[15]



在美国,所得税的最高边际税率(适用于最高收入)从1980年的70%下降到1988年的28%。

图14.1 1900~2013年最高所得税税率

资料来源: piketty.pse.ens.fr/capital21c

德国的情况特别有趣,因为德国在战前20多年已经有累进所得税。在整个和平时期,税率从未显著提高。在普鲁士,1891~1914年最高税率稳定保持在3%,然后在1915~1918年提高到4%,在急剧变化的政治环境下,最终在1919~1920年飚升到40%。在美国,接受一个大幅度累进所得税制在理论上和政治上的准备要比其他国家都充分,而这也引领两次世界大战之间的潮流,其最高税率也是直到1918~1919年才陡然增加,先到67%,又到77%。在英国,1909年最高税率设为8%,这在当

时是相当高的水平，但是直到战后才再一次突然提高到并超过40%。

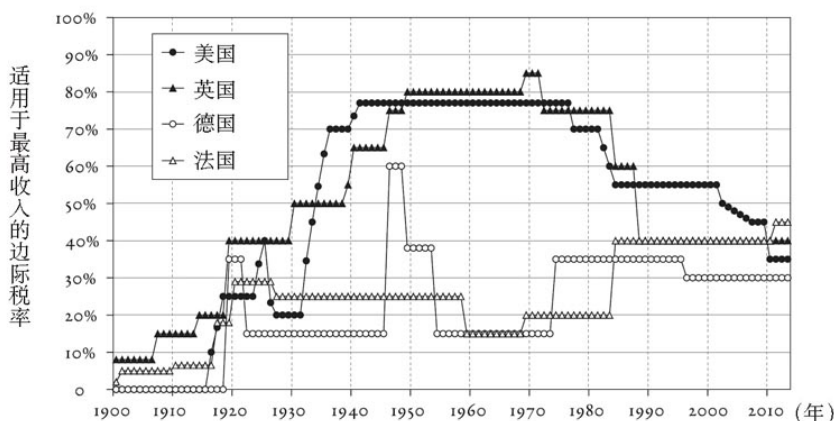
当然，我们无法预测如果没有1914~1918年的冲击会发生什么。一场运动显然已经发起。然而，有一点似乎可以肯定，即如果没有这一冲击，迈向更加累进的税制的步伐无疑会慢得多，而且最高税率可能也绝不会达到它曾经达到的高度。1914年之前执行的税率，包括最高税率，总是在10%以下（通常在5%以下），这跟18世纪和19世纪的税率并无多大不同。尽管19世纪末20世纪初才出现针对全部收入的累进税，但是之前也存在其他形式的所得税，通常对不同收入有不同的规则，而且常常是固定税率或接近固定的税率（例如，允许某固定数目抵扣后的统一税）。大多数情况下税率在5%~10%（至多）。例如，分类所得税就是如此，对每种类型的收入（土地租金、利息、利润、工资等）使用单独税率。英国在1842年采用了这样的分类税，直到1909年“附加税”（一种对全部收入的累进税）产生之前，它都一直是所得税的英国版本。^[16]

在法国旧制度下，也有各种形式的直接所得税，比如taille、dixième和vingtième^②，典型的税率为5%或10%（正如名称所表明），适用于某些但并非全部收入，有很多的免税条目。1707年，沃邦提议一个名为“dixième royal”的税收，规定以10%的税率向所有收入征税（包括贵族和教会的地租），但它从未全面实施。不过，在18世纪的进程中，有各种改善税制的尝试。^[17]革命的立法者，出于对衰落的君主政体的宗教法庭裁判官调查方法怀有的敌意，或是出于敏锐的保护新兴工业资产阶级免于承担过重税负的目的，选择建立一种“指标”税制：税收计算基于那些能反映纳税者纳税能力而不是实际收入的指标，实际收入则不必申报。例如，“门窗税”基于纳税人主要住宅的门窗数量，这被视作财富的标志。纳税人喜欢这个体系，因为不用进入纳税人家里，更不用说检查账簿，当局就能确定纳税额。新体系下最重要的税收是1792年的不动产税，基于纳税人拥有的所有不动产的租赁价格确定纳税额。^[18]所得税基于平均租赁价格的估计值，该值每10年修订一次，当局也同时盘存法国的全部地产；纳税人不要求申报其实际收入。由于通胀水平很低，这不会造成多少差异。实际上，这种不动产税等同于针对租金的统一税，与英国的分类税并无太大不同。（其有效税率随时间和地区不同而变化，但从未超过10%。）

为了壮大这一体系，初生的法兰西第三共和国在1872年决定对来自金融资产的收入课税。这是针对利息、股息和其他金融收入的统一税，

当时很快在法国扩散，但几乎又被全部免除，即便相似的收入在英国要纳税。然而，跟1920年以后的税率评价标准相比，该税率设定得也非常低（1872~1890年为3%，1890~1914年为4%）。直到第一次世界大战，无论应纳税收入有多高，似乎所有发达国家都认为对收入征收超过10%的税率是不合理的。

法兰西第三共和国的累进税



美国最高遗产税边际税率（适用于最高遗产继承额）从1980年的70%下降到2013年的35%。

图14.2 1900~2013年最高遗产税税率

资料来源：piketty.pse.ens.fr/capital21c

有趣的是，对于累进遗产税来说也是如此。累进遗产税是20世纪早期第二重要的财政创新。直到1914年，遗产税税率仍保持在非常低的水平（见图14.2）。第三共和国治下的法兰西再次成为标志性案例：这个国家本应培养公民对于公平思想的真正热爱，其男性普选权也在1871年恢复，然而，却在近半个世纪里顽固地拒绝全面接受累进税制。这种态度一直没有真正转变，直到第一次世界大战的爆发使它不可避免地改变了。无可否认，遗产税是由法国大革命建立的，从1791年到1901年一直大体上严格保持稳定，1901年2月25日的法律使其成为累进税。然而，事实上改变并不大：1902~1910年最高税率被设为5%，然后1911~1914年是6.5%，并且每年只适用于少数财产。在富裕的纳税人看来，这个税率似乎过高。很多人认为，确保“儿子能够继承父亲的财产”是一个“神圣的职责”，这样就可以使家族财富永远流传下去，而这种

直接的传承不应承担任何类型的税收。[19]不过，低遗产税实际上未能阻止财产很大程度上原封不动地从一代传至下一代。在1901年改革后，最富有的1%的遗产平均有效税率不超过3%（相较而言，19世纪实行比例税体制下为1%）。事后来看，一切都很清楚，改革对当时已经在进行的财富积累和高度集中过程几乎没有任何影响，遑论彼时人们的思想和信念。

此外，令人惊诧的是，在法国“美好年代”的经济和金融精英中明显占据大多数的累进税制的反对者，他们频繁假惺惺地以如下论点解释自己的观点：法国作为自然的平等主义国家，没有必要使用累进税。一个特别典型和有教育意义的例子是保罗·勒鲁瓦 - 博利厄，他当时是最有影响力的经济学家之一，在1881年发表了著名的论文《关于财富分配和环境不平等减小之趋势》（*Essai sur la répartition des richesses et sur la tendance à une moindre inégalité des conditions*，这篇论文讨论了财富分配以及不平等状况削减的趋势），这是一本第一次世界大战前夕再版多次的著作。[20]勒鲁瓦 - 博利厄实际上没有任何数据来证明其“不平等削减之趋势”的观点。但是没关系，基于完全无关的统计，他设法提出一个并不令人信服的模糊论据，来说明收入不平等程度正在减小。[21]有时他似乎注意到他的论据是错误的，于是他就简单指出不平等的减少迫在眉睫，但无论如何也不能阻挠商业和金融全球化令人惊叹的进程，这种全球化使法国储蓄者可以投资巴拿马和苏伊士运河，并且投资可以很快扩展到独裁的俄国。显然，勒鲁瓦 - 博利厄着迷于当时的全球化，也极度惧怕突然的革命可能会让这一切陷入险境。[22]当然，只要不妨碍冷静分析，这种痴迷就并非一定要遭受谴责。1900~1910年法国的最大问题不是布尔什维克革命已然迫近（当时并不比今天更可能发生一场革命），而是累进税制的出现。勒鲁瓦 - 博利厄及其“中间右派”（相较于主张君主政体的右派）同僚认为，累进税存在一个不可辩驳的错误观点，因而头脑健全者都应该极力反对：他坚称，法国成为一个平等主义国家得益于法国大革命，革命重新分配了土地（在一定程度上），尤其是建立起和民法一致的法律面前人人平等，革命还建立了平等的财产权和自由契约权。所以，累进税和没收性税负没有必要。当然，他还认为，这种税收可能在英吉利海峡对岸的英国非常有用，而不是在法国，因为那是一个阶级分化的贵族社会。[23]

碰巧的是，如果勒鲁瓦 - 博利厄去翻阅税务当局在1901年改革后不久发布的遗嘱档案，他就会发现共和政体的法兰西，在其“美好年代”的

财富集中程度与君主政体的英国几乎一样。在1907年和1908年的国会辩论中，所得税的拥护者频繁提及这一事实。[\[24\]](#)这个有趣的例子说明，即使是低税率的税收也可以是知识的来源和促进民主透明的力量。

在其他国家，遗产税也在第一次世界大战后开始转型。在德国，对巨额遗产课税的思想在19世纪末和20世纪初的国会辩论中被广泛讨论。社会民主党领导人，从奥古斯特·倍倍尔（August Bebel）和爱德华·伯恩斯坦（Eduard Bernstein）开始，就指出遗产税可以减轻工人沉重的间接税务负担，从而改善他们的处境。但是魏玛共和国国会不会同意这一新税收：1906年和1909年改革确实制定了一个非常小的房地产遗产税，但是对配偶和子女的遗产（即遗产的最大部分）全部豁免，不管数额有多巨大。直到1919年，德国的遗产税才扩展到家庭遗产，并且最高税率（针对最高额的遗产）突然从0增加到35%。[\[25\]](#)战争及其引发的政治变革所起的作用绝对重要，否则，很难想象如何打破1906~1909年的僵局。[\[26\]](#)

图14.2显示，在20世纪之初，英国的最高遗产税率曲线呈现出轻微上扬的趋势，其上升幅度要稍微大于所得税。最高遗产税率从1896年改革以来的8%升至1908年的15%，这是相当大的比例。在美国，联邦遗产和赠予税直到1916年才建立，但其税率很快就上升至高于法国和德国的水平。

过高收入的没收性税收：一项美国发明

当我们审视20世纪累进税制的历史，就会惊奇地发现英国和美国走在其他国家前面有多远，尤其是后者，美国创造了对过高收入和财产的没收性税收。在这点上，图14.1和图14.2显示得非常清楚。不管是在两国国内还是国外，这一发现与1980年以来大多数人对英国和美国的看法明显相悖，因此值得我们来一探究竟。

在两次世界大战期间，所有发达国家都开始尝试非常高的税率，常常是以相当不规则的方式。然而美国是第一个尝试实行超过70%税率的¹国家，先是在1919~1922年针对收入，然后在1937~1939年针对遗产。当一个政府对特定水平的收入或遗产以70%或80%的税率征税时，主要目的显然不是要提高附加收入（因为这些非常高等级的税收从未带

来很大收入)，而是要终结这类收入和巨额遗产，立法者开始以这样或那样的理由认为其具有社会不可接受性和经济上的非生产性，或者，即便不是终结，至少也要让其保持高昂的维持成本，并极力阻碍其发展。然而，政府也没有做出绝对禁止或征用的声明。当以强有力的激进方式修正私人激励时（但也总是遵循在民主辩论中讨论得出的规则），自由竞争和私人产权得到尊重，在此意义上，累进税是一个相对开明的消减不平等的方法。累进税因而代表在社会正义和个人自由之间的一个理想折中。美国和英国在其整个历史进程中表现出对个人自由的高度重视，选择比其他国家更加累进的税收体系，这绝非偶然。不过，值得注意的是，欧洲大陆国家，尤其是法国和德国，在第二次世界大战后探索了其他道路，例如采取企业公有制和设定高管薪酬。这些措施也来自民主审议，一定程度上是对累进税的替代。[27]

另外，更为具体的因素也发挥着作用。在镀金时代，美国的许多观察家担心美国会变得日益不平等，偏离建国先驱们的理想越来越远。在威尔福德·金1915年关于美国财富分配的书中，他担心国家正在变成他在欧洲看到的极不平等社会。[28]1919年，时任美国经济学会主席的欧文·费雪进行了更进一步的研究。他选择美国的不平等问题作为自己主席演讲的主题，并且毫不含糊地告诉同僚，不断提高的财富集中度是美国最重要的经济问题。费雪认为威尔福德·金的估计令人震惊。“2%的人口拥有超过50%的财富”和“2/3的人口几乎一无所有”的事实让他觉得像“一个不民主的财富分配”，这威胁了美国社会的整个基础。他指出，与其任意限制利润份额和资本回报（费雪提及这些可能仅仅为了反对它们），不如针对最高遗产征收重税（他提出的税率是遗产规模的2/3，如果遗产超过三代则上升到100%）。[29]看到费雪比勒鲁瓦 - 博利厄更为担心不平等问题是多么令人吃惊，即便后者生活在一个更为不平等的社会。担心重蹈欧洲覆辙无疑是美国醉心累进税的原因之一。

而且，20世纪30年代的“大萧条”严重冲击了美国经济，许多人责备经济和金融精英们为了自己致富而把国家推向破产。（记住，20世纪20年代后期顶层收入人群的收入占美国国民收入的份额达到峰值，这主要缘于股票市场的巨大资本利得。）罗斯福1933年当权，当时经济危机已经持续3年，全国1/4的人口失业。他立刻决定大幅提高最高所得税税率，该税率在20世纪20年代后期已经被降至25%，在胡佛灾难性的总统任期内又被下调。最高税率在1933年升至63%，然后1937年又升至79%，超过了1919年的纪录。1942年的《胜利税法》（Victory tax

act) 将最高税率提至88%，由于各种附加税，1944年又上升到94%。此后最高税率稳定在90%上下，一直持续到20世纪60年代中期，不过在20世纪80年代早期又跌至70%。总的来说，在1932~1980年几乎半个世纪期间里，美国联邦所得税的最高税率平均为81%。[\[30\]](#)

有一点必须强调，没有哪个欧洲大陆国家曾使用过如此高的税率（除了特殊情况，至多几年，而不是长达半个世纪）。特别是，法国和德国的最高税率从20世纪40年代后期到80年代在50%~70%波动，从未高达80%~90%。唯一的例外是1947~1949年的德国，当时税率为90%，但是这个时期税收计划由占领国（实际上是美国当局）设定。1950年，德国一经恢复财政主权，很快就恢复到与其传统一致的税率，在几年内最高税率跌至略高于50%的水平（见图14.1）。我们在日本也看到过完全一样的现象。[\[31\]](#)

如果审视遗产税，盎格鲁 - 撒克逊人对累进税制的喜爱显得尤为清晰。在美国，最高遗产税税率在20世纪30年代到80年代保持在70%~80%，而法国和德国的最高税率从未超过30%~40%，除了1946~1949年的德国（见图14.2）。[\[32\]](#)

唯一能和遗产税税率峰值时的美国匹敌甚至超越的国家是英国。在20世纪40年代的英国适用于最高收入以至于最高遗产的税率是98%，70年代再次达到峰值——绝对是历史纪录。[\[33\]](#)也请注意，这两个国家严格区分“劳动收入”和“非劳动收入”这两个概念。劳动收入来自劳动，包括工资和非工资补偿；非劳动收入即资本收入，包括租金、利息、股息等。图14.1所示，美国和英国最高税率适用于非劳动收入。有时，针对劳动收入的最高税率要稍微低一些，尤其是在20世纪70年代。[\[34\]](#)这一区分令人关注，因为这种财政术语的翻译反映了对高收入的质疑：所有高得过度的收入都令人怀疑，但非劳动收入比劳动收入更加让人怀疑。目前在很多国家资本/收入比劳动收入更加受到善待，这种今昔反差让人瞠目。也请注意，虽然适用最高税率的阈值随着时间不断变化，但其值一直非常高：用2000~2010年这10年的平均收入来表示的话，阈值通常在50万到100万欧元之间。就当下的收入分配而言，最高税率适用于不到1%的人口（大致在0.1%和0.5%之间的某处）。

对非劳动收入征收比劳动收入更重的税负这一要求，反映了与大幅度累进遗产税一致的态度。从长期视角看，英国的例子十分有趣。英国是19世纪和20世纪初财富集中度最高的国家，在那里，巨额财产经受的

冲击（破坏、征用）没有欧洲大陆沉重，然而英国却选择自己施加财政冲击——没有战争时期那么猛烈但也绝不可忽视：在1940~1980年最高税率在70%~80%或更高。20世纪以来没有其他国家在遗产税方面贡献过更多思想，特别是在两次世界大战期间。[\[35\]](#)1938年11月，约书亚·威治伍德在其1929年关于遗产继承的经典著作的新版序言中，赞同其同胞伯特兰·罗素的观点，“金权民主主义”（plutodemocracies）及其世袭精英未能阻止法西斯主义的崛起。他确信“没有将经济体系民主化的政治民主具有天生的不稳定性”。在他眼中，经济民主化是必不可少的，而大幅度累进遗产税是导致经济民主化的主要工具。[\[36\]](#)

高管薪酬的骤增：税收的作用

经历了从20世纪30年代到70年代对平等的巨大热情后，美国和英国以同样的热情猛然转向相反的方向。过去30年，其所得税的最高边际税率跌至法国和德国的水平之下，而这一水平曾经显著地高于德国和法国。当后者的税率在1930~2010年稳定保持在50%~60%时（在末期有轻微的减少），英国和美国的税率则从1930~1980年的80%~90%降至1980~2010年的30%~40%（1986年里根税改后有一个28%的低点，见图14.1）。[\[37\]](#)20世纪30年代以来，盎格鲁 - 撒克逊国家对财富的态度三番四复。相反，欧洲大陆国家（德国和法国相当典型）和日本对顶层收入的态度则保持不变。在本书第一部分我已表明，这一差异的其中一个解释可能是美国和英国在20世纪70年代突然感到自己被其他国家追上了。其他国家正在追赶的观念，催生了撒切尔主义和里根主义的崛起。无可否认，1950年到1980年的追赶，很大程度上是1914年到1945年欧洲大陆和日本忍受冲击的机械后果。然而英国人和美国人却难以接受：对国家抑或个人，财富等级不光事关金钱，也是荣誉和道德观念的问题。在美国和英国，这一观念的巨大转折后果是什么呢？

如果我们审视所有发达国家就会发现，最高边际所得税税率从1980年至今消减的幅度，与同一时期收入最高1%者占国民收入份额增加规模密切相关。确切地说，这两个现象完全相关：最高税率下降最多的国家，也是最高收入者国民收入份额增加最多的国家（尤其当涉及到大企业高管的薪酬时）。相反，未过多消减其最高税率的国家，顶层收入者国民收入份额的增长要温和得多。[\[38\]](#)如果有人对基于边际生产率理论和劳动供给的古典经济模型信以为真，他可能会试图如此解释：最高税

率的降低激发了高管的才能，增加了劳动供给，提高了生产率。由于他们的边际生产率增加，他们的工资也水涨船高，因而远高于其他国家的高管工资。但是，这种解释并不合理。正如我在第九章所表明的，当涉及解释如何决定最高收入阶层的工资时，边际生产率理论会陷入严重的概念错误和经济学困境（此外还要忍受某种幼稚的设想）。

更加现实的解释是，较低的所得税最高税率完全改变了高管薪酬的决定方式，尤其在最高税率急剧下降的美国和英国。对高管来说，很难说服参与企业事务的其他各方（直接下属、下层工人、股东以及薪酬委员会成员），让他们相信一个大幅度的加薪——比如100万美元——是完全合理的。在20世纪50年代和60年代，英国和美国的企业高管没有理由去争取这种加薪，其他利益相关方也很少倾向于接受，因为无论如何这种加薪的80%~90%会直接给政府。然而，1980年之后游戏完全变了。有证据表明，高管花费相当大的力气去游说其他利益相关方给予他们可观的加薪。尽管客观评价个人对企业产出的贡献很困难，但高级经理发现说服董事会和股东相信其物有所值相对容易，尤其当薪酬委员会成员往往是以狼狈为奸的方式被选出的。

而且，这种“讨价还价能力”的解释与如下事实一致，即1980年以来在发达国家最高边际税率下降和生产率增长之间没有统计上的显著关系。具体来说，决定性的事实是自1980年以来所有富裕国家人均国内生产总值增长率几乎完全一致。与英国和美国的许多人所相信的正好相反，经济增长的真实数据（最好是用官方国民账户数据判断）显示，自1980年以来英国和美国并没有比德国、法国、日本、丹麦或瑞典增长得更快。[\[39\]](#)也就是说，最高所得税税率的降低和最高收入的增长貌似没有刺激生产率（与供给经济学理论的预测相反），或者说至少其对生产率的刺激还不够，以致在宏观水平统计上检测不到。[\[40\]](#)

这些问题仍存在相当多的困惑之处，因为这种对比通常是在短短几年间做的（这一过程几乎可以用来证明任何结论）。[\[41\]](#)或者，也有人会忘了做人口增长数字的校正（这是美国和欧洲国内生产总值增长结构差异的主要原因）。有时，人均产出水平（美国一直高大约20%，在1970~1980年和2000~2010年均如此）被混同于增长率（过去30年两个大陆大致是一样的）。[\[42\]](#)但是，混乱的最主要来源可能是前面所述的赶超现象。毫无疑问，英国和美国的衰落在20世纪70年代结束了。所谓衰落是在当下意义上，即英国和美国的增长率此前低于德国、法国、

斯堪的纳维亚半岛和日本，此后则不再是如此。然而，同样无可辩驳的是，这种收敛的原因非常简单：欧洲和日本已经追上了美国 and 英国。显然，这和20世纪80年代后两个国家的保守主义革命没有多少关系，至少是大致如此的。[43]

毫无疑问，这些问题都充斥着强烈的感情色彩，与民族认同和民族自尊捆绑在一起，以致使人们不能进行冷静的审视。撒切尔夫人拯救了英国吗？没有罗纳德·里根的话，比尔·盖茨的创新会存在吗？莱茵资本主义将吞噬法国的社会模式吗？面对如此严重的关乎存在的焦虑，理性往往无所适从，特别是基于揭示千分之几差别的增长率比较，客观上很难得出完全精确且绝对无懈可击的结论。至于比尔·盖茨和罗纳德·里根，每个人都有自己的个人崇拜。（盖茨发明了计算机或仅仅是鼠标？里根单枪匹马摧毁了苏联还是借助罗马教皇的帮助？）回顾美国经济也许会有所帮助，1950~1970年比1990~2010年更富有创新性，这可通过如下事实判断，即前一时期的生产率增长是后一时期的大约两倍。由于美国在两个时期均处于世界技术前沿，所以这种差异必定与创新步伐有关。[44]最近又出现了一个新的论点：美国经济近些年很有可能会变得更有创新性，不过这些创新没有体现在生产率的数字上，而是溢出到其他富裕国家，这些国家是依靠美国的创新来发展的。然而，美国并非总是因其国际利他主义精神而受到称赞（欧洲经常抱怨美国的碳排放，而穷国则抱怨美国小气），如果证明美国没有把提高的生产率留给自己，那倒是颇为令人诧异的。理论上，那正是专利的目的。显然，这一争论远未到结束的时候。[45]

为了在这些问题上取得一些进展，伊曼纽尔·赛斯、斯特法尼·斯坦特切瓦（Stefanie Stantcheva）和我尝试超越跨国比较，采用一个包含整个发达世界上市公司高管薪酬的新数据库。我们发现，飙升的高管工资可以很好地用讨价还价模型解释（较低的边际税率鼓励高管为了高薪拼命周旋），与假设的管理层生产率提升没有多少关系。[46]我们再次发现高管工资关于“运气”的（即不源于管理才能的工资差异，因为很可能同一行业的其他公司同样做得很好）弹性要大于与“才能”相关的弹性（不能用行业变量解释的差异）。正如我在第九章所解释的，这一发现对“高薪是高管良好业绩的回报”的观点提出了严重质疑。而且，我们发现关于运气的弹性——一般来说指高管获得不能被经营业绩证明的加薪的能力——在最高边际税率较低的国家比较高。最后，我们发现边际税率的变化可以解释为什么高管薪酬在一些国家骤然上升，而在其他国家

却没有。特别地，公司规模差异和金融行业重要性的不同根本不能解释观察到的事实。[47]同样，认为飙升的高管薪酬是由于缺乏竞争，因而竞争更激烈的市场和更好的公司管理与控制可以消除这一问题，这个想法也并不现实。[48]我们的发现表明，只有美国和英国在1980年以前使用的那种劝诫性的税收才能完成这个任务。[49]关于这样一个复杂而综合的问题（包含政治、社会、文化以及经济因素），我们显然无法完全地确信：这正是社会科学之美。例如，涉及高管薪酬的社会规范直接影响我们观察到的不同国家的薪酬水平，而这独立于税率的影响，这种说法是可能的。不过，可以得到的证据显示，我们的模型对观察到的事实给出了最好的解释。

反思最高边际税率问题

这些发现对财政累进税的期望程度具有重要意义。实际上它们表明，对最高收入征收没收性税率不仅合理，而且也是遏制我们看到的高薪酬增长的唯一方法。根据我们的估计，发达国家的最优最高税率很可能在80%以上。[50]不要被这一估计表面的精确所误导：没有数学公式或者计量估计能够确切告诉我们多高的税率适用于多高的收入。只有集体评议和民主实验才能做到。然而，可以确定的是，我们的估计适用于非常高的收入，即收入阶层中最高的0.5%或1%。有证据表明，针对超过50万或100万美元一年的收入人群征收大约80%的所得税，不仅不会降低美国的经济增长，而且实际上可以合理限制经济上无效（或甚至有害）的行为，更广泛地分配增长果实。显然，在美国这样规模的国家采取这一政策要比欧洲的小国容易许多，因为这些小国缺乏相互间的紧密财政协调。下一章会更多涉及国际间协调，此处只是简单指出美国足够大，因而可以有效实施这类财政政策。认为所有美国的高管会立即逃到加拿大和墨西哥，有能力和动力运营经济的人都不会留下来的想法，不仅与历史经验不符，也与供我们任意使用的企业层面的数据相悖；此外亦属缺乏常识。适用于一年50万或100万美元以上收入的80%的税率，不会给政府带来大量收入，因为它将很快达到政府的目的：大大消减这一水平的薪酬，但并不会降低美国经济的生产率，因而较低阶层的薪水会上升。政府为了获得其非常需要的收入来发展贫乏的社会，并在医疗和教育上投资更多（同时消减联邦赤字），也必须提高收入分配中较低阶层的税收（比如，对20万美元以上实行50%或60%的税率）。[51]这

样的社会和财政政策美国伸手可及。

然而，似乎不太可能很快采用此类政策。在奥巴马的第二任期内，美国的最高边际所得税税率是否会被提高到40%都不太确定。美国的政治进程已经被1%的人俘获了吗？这个想法在华盛顿政坛的观察者中变得越来越流行。^[52]由于天生乐观和专业偏好的原因，我倾向于带来影响理念和思想的辩论。仔细考察不同的假设和证据，并获取更好的数据，这可以影响政治辩论，并且可能推动事态朝着更有利于普通大众利益的方向发展。例如，正如我在第三部分注意到的，美国经济学家常常低估最高收入的增加，因为他们依赖不合理的数据（尤其是未能体现最高收入的调查数据）。结果，他们将太多注意力放在不同技能水平工人的工资差异上（从长期看是关键问题，但是对于理解为什么1%的人收入那么多并不是很相关——从宏观视角看这是占主导地位的现象）。^[53]因此，利用更好的数据（例如税收数据）可以最终把注意力集中到正确的问题上。

如上所述，20世纪累进税的历史进程表明，趋于寡头政治的风险是真实存在的，也没有理由对美国的前进方向感到乐观。引发累进税制的是战争，而不是普选的自然结果。如果需要证明的话，法国“美好年代”的历程即可证明，当经济和金融精英必须维护自身利益时，其虚伪程度让人触目惊心——这也包括经济学家，他们在美国当前的收入分配中占据令人嫉妒的地位。^[54]一些经济学家怀有保护一己私利的不良倾向，却难以置信地宣称他们在捍卫公众利益。^[55]虽然缺乏这方面的数据，但是美国两党的政治家看起来比其欧洲同行更富裕，与普通美国民众也格格不入，这可能解释了为何他们倾向于混淆其自身利益和大众利益。如果没有猛烈的冲击，目前这种平衡很可能还要持续相当长的一段时间。先驱们的平等思想逐渐被淡忘，新大陆濒于变成21世纪全球经济中的旧欧洲。

①旧制度（ancien Régime），特指法国从15世纪到18世纪这段时期，即从文艺复兴末期到法国大革命。——译者注

②均为法语，是税种名称。——译者注

[1]英国经济学家尼古拉斯·卡尔多（Nicholas Kaldor）提出了这种税收，下文将有更多涉及。不过，对卡尔多来说，它是累进所得税和累进房地产遗产税的补充，以确保后者不被规避。它并非某些人说的是对这些税种的替代。

[2]例如，1990年法国的社会缴费延伸到除了雇用收入之外的收入流量（包括资本收入和退休收入），以形成所谓的“广泛社会缴费”（contribution sociale généralisée，或CSG），依照国际规范，相应收入被重新归类为所得税。

[3]1988年实行1991年废止的人头税是一个地方税，要求每个成人支付相同数额，不论其收入和财富，所以富人的税率低。

③一种社会经济现象，指政府为了吸引或保持其管辖区域内的经济活动，对经济环境和税收解除管制，往往会导致低工资、恶劣的工作条件和环境破坏。——译者注

[4]见Camille landais,thomas piketty,and Emmanuel Saez,Pour une révolution fi Un impôt sur le revenu pour le 21esiècle (paris: le Seuil,2010),pp. 48–53。也可以参考网址www.revolution-fiscale.fr。

[5]特别是这个估计未能计入隐藏在避税天堂（tax haven）的收入（正如第十二章所述，其数目巨大），并且假设各个水平收入和财富的“避税手段”（tax shelter）是相同的（这很可能导致高估顶层的实际税率）。还请注意，法国的税收体系异常复杂，有很多特别种类和交叉税收。（例如，法国是发达国家中唯一没有从来源扣除所得税的，即便社保缴费也总是从来源扣除。）这种复杂性使得这一系统更加累退和难于理解（比如养老金体系很难理解）。

[6]来自继承资本的唯一税收收入在累进所得税项下（和其他资本收入一起），而不是继承资本本身。

[7]例如，在法国，财产和馈赠的平均税率仅为5%；即使对1%最高阶层的遗产也只有20%。见在线技术附录。

[8]见图11.9~ 图11.11和在线技术附录。

[9]例如，不是给底层的50%课税40%~45%，往上的40%课税45%~50%，而是给底层课税30%~35%，第二层课税50%~55%。

[10]假定代际流动性较低，这也将更为合理（就第十三章讨论的正义标准而言）。见在线技术附录。

[11]这一法律设定的“一般所得税”（impôt général sur le revenu, or iGR）是针对全部收入的累进税，是当今所得税的先驱。它在1917年7月31日的法律中被修订，设定了cédulaire tax（对不同收入类别差别征税，比如公司利润和工资）。这一法律是今天公司所得税的先驱。关于从1914~1917基本改革以来法国所得税的混乱历史的细节，见thomas piketty,Les hauts revenus en France au 20esiècle: Inégalités et redistribution 1901–1998 (paris: Grasset,2001),233–334。

[12]累进所得税主要针对高资本收入（其实每个人都知道这是收入分层的主导因素），认同资本收入的特殊豁免，这绝不会发生在任何国家的任何人身上。

[13]例如，美国经济学家埃德温·塞利格曼（Edwin Seligman）在1890年和1910年间发表的很多赞扬累进所得税的著作被翻译成多种语言，激起热烈讨论。有关这个时期的这些争论，见 pierre Rosanvallon,La société des égaux (paris: le Seuil,2011),227–33。另见Nicolas Delalande,Les batailles de l'impôt: Consentement et résistances de 1789 à nos jours (paris: le Seuil,2011)。

[14]最高税率通常是一种“边际”税率，就其仅适用于“边际”或特定阈值以上的部分收入而言。最高税率通常适用于少于1%的人口（有些情况下少于0.1%）。要对累进税有一个全面了解，最好考察收入分配不同百分位数的有效税率（可能低得多）。然而，最高税率的演变仍然引人关注，它给出了最富有者有效税率的上限。

[15]图14.1所示最高税率不包括1920年引入的25%增加，针对没有孩子的未婚纳税人和“婚后两年仍然没有孩子”的已婚纳税人。（如果包括这个增加，则1920年的最高税率为62%，1925年为90%。）当提及通过税率来表达一个国家的希望和恐惧时，这一有趣的法律条款证明了法国对出生率的痴迷和立法者的无限遐想。从1939到1944年，该条款被重新命名为“家庭补偿税”（family compensation tax），并且通过家庭份额制度（family quotient system，在此制

度下，通常应得两个份额的没有孩子的已婚夫妇，如果在“婚后三年”仍然没有孩子，就会被减低到1.5个份额）延长到1945~1951年。注意，1945年制宪大会（Constituent assembly）比1920年国家联盟的设定增加了一年宽限期。见Les hauts revenus en France,233-334。

[16]英国更早尝试针对全部收入的累进税是在拿破仑战争期间，而美国也在南北战争期间尝试过，但是这两次税收都在战争结束后即很快废止。

[17]见Mirelle touzery,L'invention de l'impôt sur le revenu: La taille tarifée 1715-1789 (paris: Comité pour l'histoire économique et financière,1994)。

[18]商业库存和资本有单独的税，名为patente。关于quatre vieilles税收体系（四种直接税，和不动产税一起，构成1791~1792年产生的税收体系的核心），见Les hauts revenus en France,234-239。

[19]一名19世纪的国会议员在谈到累进遗产税时说：“按照《民法》（Civil Code）制定人的观点，当儿子继承父亲财产时，严格来说没有财产转移而只是继续享有。如果这一原则被视为绝对，那么任何对直接馈赠的税收都要排除。无论如何，在设定税率上的极端节制是必不可少的。”见同上第245页。

[20]1880年到1916年任巴黎自由政治学堂（Ecole libre des Sciences politiques）和法兰西学院（Collège de France）教授，是当时保守主义经济学家中开拓殖民地的坦率捍卫者，也是《法国经济学家》（L'économiste français）的编辑。该周刊很有影响力，大致相当于现在的《经济学人》，尤以没有底线和经常无辨别力地热情袒护当时强权的利益而著称。

[21]例如，他欣慰地注意到，在法国接受救济的穷人数量从1837年到1860年增长了40%，而救济办公室的数量也几乎翻倍。除了从这些数据推出实际的穷人数量减少需要非常乐观之外（勒鲁瓦 - 博利厄毫不犹豫地这样做），在经济增长背景下穷人数量的绝对减少显然不能告诉我们任何关于收入不平等演变过程的信息。见同上第522~531页。

[22]有人觉得几年前汇丰（HSBC）贴满机场墙壁的广告和他有关：“我们看到一个满是机会的世界。你呢？”

[23]当时另一个经典论据是，要求纳税人申报收入的“质询”程序可能适合于德国这样的“独裁”国家，但会立刻被法国这样的“自由人民”所拒绝。见Les hauts revenus en France,481。

[24]比如，当时的财政部长约瑟夫·卡约（Joseph Caillaux）谈道：“我们曾经被引领去相信和宣称，法国是一个财富较少的国家，是一个资本分散成无限碎片的国家。新遗产税制度提供给我们的统计数据，强迫我们要避开这一立场.....先生们，我不能向你们隐藏事实，这些数字改变了我的一些先入之见。这个事实是，少部分人拥有这个国家的大部分财富。见Joseph Caillaux,L'impôt sur le revenu (paris: Berger,1910),530-32。

[25]关于德国的辩论，见Jens Beckert,tr. thomas Dunlap,Inherited Wealth,(princeton: princeton University press,2008),220-35。图14.2所示的税率所涉为直系转移（从父母到子女）。在法国和德国，其他遗产的税率总是要更高。在美国和英国，税率一般不依赖于继承人的身份。

[26]关于战争在改变对遗产税态度方面的作用，见Kenneth Scheve and David Stasavage,“Democracy,War,and Wealth: Evidence of two Centuries of inheritance taxation,”American Political Science Review 106,no. 1 (February 2012): 81-102。

[27]举个极端的例子，苏联从来都不需要对过高收入和财富采取罚没性税收，因为其经济体系对主要收入分配采取直接控制，宣称几乎所有私人财产为非法（诚然，是以对法律不太尊重的方式）。苏联有时确实有所谓税，但相对来说微不足道，税率也非常低。中国的情况也一样。下一章再说这个问题。

[28]怀着对勒鲁瓦 - 博利厄的敬意，威尔福德·金把法国和英国、普鲁士放入同一联盟，实

质上是正确的。

[29]见Irving Fisher, "Economists in public Service: annual address of the president," *American Economic Review* 9, no. 1 (March 1919): 5–21。费雪的灵感主要来自意大利经济学家欧亨尼奥·雷吉纳罗苏 (Eugenio Rignano)。见G. Erreygers and G. Di Bartolomeo, "the Debates on Eugenio Rignano's inheritance tax proposals," *History of Political Economy* 39, no. 4 (Winter 2007): 605–38。前一代积累的财富要比传承几代的旧财富纳税少, 这一思想非常有趣, 在某种意义上, 前者很大程度上要比后者更加规避双重征税, 即便两种情况下均涉及不同世代和不同个人。不过, 将这一思想形式化并且实际实行很困难 (因为遗产常常变化莫测), 这也很可能是它为什么从未被尝试的原因。

[30]这里的联邦税也应该加上州所得税 (通常为5%~10%)。

[31]日本最高所得税税率在1947~1949年升至85%, 是由美国占领方设定的, 在日本重拾其财政主权后, 于1950年立刻降至55%。见在线技术附录。

[32]这是适用于直系财产继承的税率。在法国和德国, 适用于兄弟、姐妹、表亲和非亲属的税率有时会比较。例如, 法国目前的非亲属遗产税税率为60%。但是税率从未达到70%~80%的美国和英国子女的税率。

[33]98%的最高纪录从1941年到1952年在英国实行, 1974年到1978年再次实行。全部序列见在线技术附录。在1972年的美国总统竞选中, 民主党候选人乔治·麦戈文 (George McGovern) 走得如此之远以致提出对最大遗产继承征收100%的税率 (当时税率为77%), 作为其保证最低收入计划的一部分。麦戈文被尼克松以压倒性优势击败, 标志着美国对收入再分配的热衷开始走向终结。

[34]例如, 当英国1974年到1978年最高资本所得税税率为98%时, 最高劳动所得税税率为83%。见补充图S14.1, 在线可得。

[35]英国的思想家, 如约翰·斯图亚特·穆勒 (John Stuart Mill), 在19世纪已经仔细思考过遗产继承。在两次世界大战期间, 当更加复杂的遗嘱数据可以获得时, 这种思考更加深入。战后, 在詹姆斯·米德 (James Meade) 和安东尼·阿特金森 (Anthony Atkinson) 的工作中, 这一思考在继续 (我此前引用过)。还值得一提的是, 尼古拉斯·卡尔多针对消费 (实际上是奢侈消费) 的累进税的有趣提议, 直接来自他关于懒惰的食利者付出更多的想法。他怀疑他们通过使用信托基金逃避累进遗产税和所得税, 不像他这样的大学教授, 按要求支付所得税。

[36]见Nicholas Kaldor, *An Expenditure Tax* (London: Allen and Unwin, 1955)。见Josiah Wedgwood, *The Economics of Inheritance* (Harmondsworth, England: Pelican Books, 1929; new ed. 1939)。威治伍德小心翼翼地分析各种发生作用的力量。例如, 他说明慈善捐助并不重要。他的分析让他得出结论, 只有一种税收能达到他想要的平等。他也说明法国1910年的财产几乎和英国一样集中, 据此他认为平等主义的财产分配, 像在法国那样, 虽然值得拥有, 但是明显不足以实现社会平等。

[37]例如, 我已经在所得税中包括了整体社会贡献 (generalized social contribution, 当前为8%), 这使得当前的最高税率为53%。全部序列见在线技术附录。

[38]这不仅在美国和英国 (在第一组), 以及德国、法国和日本 (在第二组) 成立, 也在另外18个经济合作与发展组织国家成立, 我们在WTID有这些国家的收入数据, 让我们能研究这个问题。见Thomas Piketty, Emmanuel Saez, and Stefanie Stantcheva, "Optimal taxation of top labor incomes: tale of three Elasticities," *American Economic Journal: Economic Policy*, forthcoming (fig. 3)。也请见在线技术附录。

[39]见Piketty et al., "Optimal taxation of top labor incomes," figs. 3 and A1 and table 2。这些结果覆盖18个国家, 在线技术附录亦可获得。这个结果并不依赖于起始时点的选择。在所有情况下, 降低最高边际税率和经济增长率之间都没有统计上的显著关系。即便是从1980年开

始，而不是1960年或1970年，也不能改变结果。富裕国家1970~2010年间的经济增长率，见本书表5.1。

[40]我们可以排除劳动供给弹性大于0.1~0.2，并且证明下面描述的最优边际所得税税率。所有理论论证和结果的细节见piketty et al., “Optimal taxation of top labor incomes”，在线技术附录也有总结。

[41]要获得有意义的增长比较，重要的是比较期间要选取相当长时间（最少10~20年）。在较短的期间内，增长率会由于各种原因而变动，不可能得出任何有效的结论。

[42]人均国内生产总值的差异来源于如下事实，美国公民要比欧洲人工作时间长。根据标准国际数据，在美国和欧洲大陆最富裕国家，每工作小时的国内生产总值大约是一样的（但是英国明显较低：见在线技术附录）。

[43]特别见图2.3。

[44]美国的人均国内生产总值在1950~1970年一年增长2.3%，1970~1990年增长2.2%，1990~2012年则增长1.4%。见图2.3。

[45]美国及世界其他部分创新的思想最近来自Daron acemoglu, , James Robinson, and thierry Verdier, “Can’t We all Be More like Scandinavians? asymmetric Growth and institutions in an interdependent World, ” (Mit Department of Economics Working paper no. 12-22, august 20, 2012)。这实质上是一篇理论文章，其最主要的事实基础是美国的人均专利数量高于欧洲。这很有趣，但是至少部分原因是不同的法律惯例，而且，无论如何创新国家应该明显保持较高的生产率（或者更大的国民收入）。

[46]见piketty et al, “Optimal taxation of top labor incomes,” fig. 5, tables 3-4。这里概述的结果基于40个国家近3 000家企业的详细数据。

[47]Xavier Gabaix and augustin landier认为，飙升的高管薪酬是企业规模增大的机械后果（据说这增加了更加有才能经理的生产率）。见“Why Has CEO pay increased So Much?” Quarterly Journal of Economics 123, no. 1 (2008): 49-100。问题是这个理论完全基于边际生产率模型，不能解释数据中观察到的巨大国际差异（公司规模几乎在所有地方都增加相同的比例，但是薪酬却没有）。作者只信赖美国数据，这很不幸地限制了实证检验的可能性。

[48]许多经济学家捍卫这一思想，即更大的竞争可以消减不平等。见Raghuram G. Rajan and luigi Zingales, Saving Capitalism from the Capitalists (New York: Crown Business, 2003), and l. Zingales, A Capitalism for the People (New York: Basic Books, 2012), or acemoglu, Robinson, and Verdier, “Can’t We all Be More like Scandinavians”。有些社会学家也持此观点：见David B. Grusky, “Forum: What to Do about inequality?” Boston Review, March 21, 2012。

[49]与经常被宣称但很少被证明的一个想法相反，没有证据表明，在1950~1980年间高管用私人飞机和豪华办公室等手段来补偿低工资。相反，所有证据都表明，这些额外福利从1980年开始增加。

[50]精确的数字是82%，见piketty et al., “Optimal taxation of top labor incomes,” table 5。

[51]注意，在这个理论模型中，累进税扮演两种非常不同的角色（在累进税的历史中也一样）：罚没性税率（对收入分配中最高的0.5%或1%，税率大约为80%~90%）会终止不合适的和无用的补偿，非罚没性高税率（对最高5%或10%征收50%~60%的税）则可以在来自90%的底层的税收之外提高财政收入来为社会国家融资。

[52]见Jacob Hacker and paul pierson, Winner-Take-All Politics: How Washington Made

the Rich Richer——And Turned its Back on the Middle Class (New York: Simon and Schuster,2010); K. Schlozman , Sidney Verba , and H. Brady,The Unheavenly Chorus: Unequal Political Voice and the Broken Promise of American Democracy (princeton: princeton University press,2012) ; timothy Noah,The Great Divergence (New York: Bloomsbury press,2012)。

[53]见Claudia Goldin and lawrence F. Katz,The Race between Education and Technology,The Evolution of U.S. Educational Wage Differentials,1890–2005 (Cambridge,Ma: Belknap press and NBER,2010),Rebecca M. Blank,Changing Inequality (Berkeley: University of California press,2011) and Raghuram G.Rajan,Fault Lines (princeton: princeton University press,2010)。

[54]由于技能相似，私人部门，尤其是金融部门，提供的工资使得学院经济学家的薪酬提升。见第八章。

[55]例如，利用深奥的模型企图证明最富有的人应该缴纳零税赋，甚至要接受补贴。关于这些模型的简明文献，见在线技术附录。

第十五章 全球资本税

为了管理21世纪的全球承袭制资本主义，反思20世纪的财政和社会模型并使之适用于今天的世界仍是不够的。无可否认，适当更新20世纪的社会民主主义和财政自由主义程序是必要的，正如我在前两章尝试表明：社会国家和累进所得税，是20世纪非常重要的创新，并且一定会在未来继续扮演核心的角色。然而，如果民主政治想要重获21世纪全球化金融资本主义的支配权，它就必须创造出新的工具来应对目前的挑战。理想的工具是全球累进资本税，配合非常高度的国际金融透明度。这种税收制度提供了一个好方法，来避免无休止的不平等的螺旋上升，并且能够控制令人担忧的全球资本集中。无论实际决定采用哪种工具或规章，这个理想工具都是一个标杆。我将首先从实践层面分析这一税收制度，然后从禁止高利贷到中国的资本管制，转入关于资本主义管理的一般思考。

全球资本税：一个有用的乌托邦

全球资本税的想法是一个乌托邦。很难想象世界各国近期能够在这问题上迅速达成一致。为了达到目标，他们必须建立一个能够适用于全世界财富的税收安排，然后决定如何分配税收收入。虽然这个想法是一个乌托邦，但基于如下几个原因它仍然有用。首先，虽然在可预见的将来不会有类似这一理想的制度付诸实践，但它仍然可以作为一个有价值的参考点，一个可以用来衡量其他备选方案的标准。无可否认，全球资本税需要一个非常高的，并且无疑是不现实的国际合作水平。然而，那些愿意朝着这个方向进展的国家很可能从区域合作（例如在欧洲内部）逐步改进。除非这样的事情发生，不然民族主义的防御性反应极有可能出现。例如，大家可能看到各种形式的保护主义的回归，并伴有资本管制的踪影。不过，因为这种政策很少有效，它们不但成功的可能性不高，而且容易导致国际紧张局势。保护主义和资本管制实际上是不能令人满意的全球资本税的理想替代品，全球资本税具有诸多优点：既

能保持经济的开放性，又能有效规范全球经济，并且公平地在国家之间以及一国之内分配利益。很多人会认为全球资本税是一个危险的错误观念并拒绝它，就像一个多世纪以前，所得税在它的时代被拒绝一样。但是仔细观察就会发现，这个解决方案远没有其替代方案危险。

立即拒绝全球资本税会令人格外遗憾，因为逐步向着这个理想解决方案一步步前进是完全可能的，首先是洲或者区域水平，然后可以安排区域间更紧密的合作。从最近美国和欧盟关于银行数据自动分享的讨论中，可以看到此类路径的典型方法。而且，各种形式的资本税已经在很多国家存在，尤其是在北美及欧洲，这显然可以作为一个起点。存在于中国及其他新兴国家的资本管制也为我们提供了有用的教训。然而，在这些现有措施和理想资本税之间仍然存在重要差异。

首先，目前正在讨论的银行信息自动共享的提议还不够全面。不是所有的资产类型都被包括在内，并且预期的惩罚也明显不足以获得想要的结果（尽管美国新的银行管制要比目前欧洲存在的任何法规都更有野心）。争论才刚刚开始，除非有相对较严的约束强加给银行，甚至强加给那些金融不透明的国家，否则不太可能产生实质性的结果。

金融透明和信息共享问题与理想资本税密切相关。如果对未来所有信息的用途没有一个清晰的概念，那么当前的数据分享提议也不太可能获得满意的结果。根据我的想法，这个目标应该是针对个人财富征收年度累进税——就是说，对每个人所控制的净资产征税。对于那些全球最富的人，税收应该基于个人的净财富，即《福布斯》或其他杂志上刊登的财富数字。（收一个这样的税可以告诉我们杂志上所刊登的那些数字是否接近准确。）对于我们其他人，应纳税财富将由所有金融资产（包括银行存款、股票、债券、合营股份，以及参与上市和非上市企业的其他形式）和非金融资产（特别是不动产）的市场价格减去负债来决定。税基就这么多。应该以怎样的税率来征收呢？有人可能会设想，净资产100万欧元以下税率为0%，100万～500万欧元税率为1%，500万欧元以上税率为2%。或者有人可能喜欢对最富有的人征收幅度更高的累进税（例如，对于价值在10亿欧元以上的资产税率为5%~10%）。为普通的平均水平财富设一个最小税率（例如，20万欧元以下税率为0.1%，20万~100万欧元税率为0.5%），这样可能也有好处。

我会在后面讨论这个问题。在这里，最重要的是要记住，我所建议的资本税是一个对全球财富的年度累进税。最大的财富将被征收更重的

税，并且所有形式的资产都将被包括在内：不动产、金融资产和商业资产——没有例外。这是我所建议的资本税与目前在某些国家存在的资本税之间的一个明显区别，虽然那些已经存在的税收制度的重要方面也应该被保留。首先，几乎每个国家都对不动产征税，英语国家有“property taxes”，而法语国家有“taxefoncière”。①这些税收制度的一个缺点就是它们只针对不动产。（金融资产被忽略了，并且是按照资产的市场价格征税而不考虑负债，因此背负很重债务的人将和没有债务的人被征收同样的税。）而且，不动产通常的税率都是统一的，或者接近于统一。即便如此，这种税仍然存在，并且在大部分发达国家产生了大量的税收收入，特别是在说英语的国家（通常占国家财政收入的1%~2%）。此外，在有些国家（例如美国），不动产税依赖于对市价变动自动调整的复杂评价程序，该程序应该普及并延伸到其他的资产分类。在一些欧洲国家（包括法国、瑞士、西班牙以及最近加入的德国和瑞典），也有针对全部财富的累进税收。从表面上看，这些税制在精神上接近我所建议的理想资本税。然而，在实践中，该税种经常因为豁免而漏洞百出。很多资产类别没有被考虑在内，同时其他考虑在内的资产的价值也是根据与其市场价值完全无关的价值来衡量。这就是为什么一些国家决定取消此类税收的原因。为了给21世纪设计出一个合适的资本税，从各种各样的经验中吸取教训是很重要的。

民主和金融透明度

就我提议的资本税而言，何种税收安排最好，并且我们应当期望这种税收带来多少收入？在尝试回答这些问题之前，需提请注意的是，此税种绝不是要替代所有现存税收。它只是现代社会国家所依赖的其他收入流中相当温和的补充：国民收入的几个百分点（至多3%~4%——仍然不能忽视）[1]。资本税的最主要目的不是为社会国家融资，而是管理资本主义制度。首先，其目标是终止无限增加的财富不平等；其次，是对金融和银行体系施加有效管理以避免危机。欲达此两端，资本税需先提高民主和金融透明度：谁在全世界拥有何种资产应该清晰透明。

为什么透明度目标如此重要？设想一个非常低的全球资本税，比如说所有资产的统一税率为0.1%每年。来自这一税负的收入当然有限，假设：如果全球私人资本存量大约是5年的全球收入，这一税收将产生相当于全球收入0.5%的收入，由于资本/收入比的差异，各国之间会有微

小的不同（假设税收在财产拥有人居住国征缴而不是财产本身所在地——这一假设并非理所当然）。即使如此，这一有限税收也已经发挥了非常有益的作用。

首先，它会产生有关收入分配的信息。全世界各国政府、国际机构和统计部门将终于能够提供有关全球财富演变的可靠数据。广大民众将不再被迫去依赖《福布斯》和来自全球财富经理的虚有其表的金融报告，以及其他非官方来源，去填补官方统计的空白。（回想一下我在第三部分探究了这些非官方来源数据的缺陷）。与此相反的是，他们将有权使用公共数据，这些数据基于法律强制下清晰规定的方法和信息。民主政治的利益将是巨大的：理性探讨当今世界面临的巨大挑战非常困难——社会国家的未来，过渡到新能源的成本，发展中世界的国家建设等等——因为全球财富分配仍如此不透明。有人认为，世界上的亿万富翁如此有钱，以很低的税率向他们征收就足以解决世界上所有问题。其他人则认为，亿万富翁如此之少，向他们征收再多的税也是杯水车薪。正如我们在第三部分看到的，事实介于这两种极端情况之间。就宏观经济而言，可能不得不在财富分级方面降低一些（以1 000万到1亿欧元分级而不是10亿），以获得足够大的税基来产生影响。我也观察到了一些财富分配的客观趋势：没有全球资本税或一些类似政策，全球最富1%人群所拥有的财富占全球财富的份额将继续无限增长，这是巨大的风险——应该会困扰每个人。无论如何，离开了可靠的统计，真正的民主讨论就无法进行。

金融监管的利害关系也相当大。目前负有监督和管理全球金融体系职能的国际组织，以国际货币基金组织为例，仅仅是非常粗略地了解了全球金融资产的分布，尤其对隐藏在避税天堂的资产数量更是如此。正如我已经表明的，全球金融账户并不平衡。（和火星相比，似乎地球永远债台高筑。）在如此浓重的统计迷雾笼罩下的全球金融危机中航行充满了危险。例如，2013年的塞浦路斯银行危机。无论是欧洲当局还是国际货币基金组织，对于存在塞浦路斯的金融资产确切属于谁以及这些资产的数量到底是多少，都知之甚少，因而其提议的解决方案被证明为粗陋而无效的。下一章我们会看到，金融透明度的提高，也许是通过仔细的校准和对资本征收特殊累进税，不仅将为稳定的年度资本税打下基础，也将为更加公正和有效地处理银行危机（如塞浦路斯的情况）铺平道路。

一个0.1%的资本税本质上更多是一种强制申报法律而不是真正的税收。每个人都会被要求向全球的金融当局报告资本资产的所有权情况以获得法律认可，并伴随着由此而来的各种好处和坏处。值得注意的是，这正是法国大革命通过强制报告和土地登记调查达到的成果。资本税将是一种全世界性的金融登记调查，目前还不存在这种制度。[2]理解“税收不仅仅是税收”非常重要，它也是一种定义规范和种类的方法，并将经济活动限制在法律框架内。事实也一直如此，特别是对土地所有权而言。[3]第一次世界大战前后，开征新税需要明确定义收入、工资和利润。这一财政创新继而促进了会计标准的发展，这些标准此前并不存在。资本税的主要目标之一就是重新定义各种资产类型，设定资产、负债和净财富的评估标准。在目前实行的私人会计标准下，规定的程序不完善且常常模棱两可。这些缺陷造成了2000年以来的许多金融丑闻。[4]

最后，资本税将迫使政府解释并拓宽有关自动共享银行数据的国际协议。原则非常简单：国家税务机关应该收集得到其需要的所有信息来计算每位公民的净财富。实际上，资本税应该以所得税目前在许多国家运行的方式同样运行，收入数据通过雇主提供给税务机关（例如，在美国是经过W-2和1099表）。应该有同样的资本资产报告（甚至收入和资本报告可以合并成一张表）。所有纳税人将会收到一张列明其资产和负债的表，正如报告给税务机关的一样。美国许多州都用这种方法管理不动产税：纳税人收到一张显示其拥有的任何不动产当前市场价值的年度表，政府基于相关可比财产可观测交易价格来计算。当然，纳税人可以用合理的证据质疑这些估值。在实际中，修正非常罕见，因为不动产交易数据很容易获得且很难辩驳：几乎每个人都知道当地市场不动产价值的变化，并且当局有可供任意使用的综合数据库。[5]顺便提请注意，这种报告的方法有两个好处：让纳税人的生活变得简单，消除稍稍低估其所拥有资产价值这一不可避免的诱惑。[6]

把这种报告制度扩展到所有类型的金融资产（和债务）是必要的，也是完全可行的。对于和国内金融机构相关的资产和负债，这可以立刻完成，因为大多数发达国家的银行、保险公司和其他金融中介已经被要求向税务机关告知其所管理的银行账户和其他资产。例如，在法国，政府知道X先生拥有一套价值40万欧元的公寓和价值20万欧元的股票组合，以及10万欧元的未清偿债务。政府因而就可以发给他一张表格，显示这些不同账户（包括他的净财富50万欧元），并附上可进行合理修正

或补充的请求。这种适用于全部人口的自动系统，要比要求所有人诚实申报其财富的陈旧方法更好地适应21世纪。[\[7\]](#)

一个简单的解决方案：银行信息自动传送

走向全球资本税的第一步，应该是把银行数据自动传送扩展到国际水平，以便在发给每位纳税人的预先计算的资产申明中纳入其在海外银行的资产信息。我们应该明白，这样做没有技术障碍。在像美国这样有3亿人口的国家里，银行数据已经与税务机关自动分享了，6 000万人口的法国和8 000万人口的德国也一样，因此，纳入开曼群岛和瑞士的银行就会彻底增加数据处理量这一说法显然缺乏理由。当然，避税天堂常常提出其他借口来维护银行机密，其中之一是对所谓政府滥用信息的担忧。这并不是非常令人信服的论据：很难解释为什么不将上述原则同样应用于那些（对政府滥用信息）不谨慎的人，他们把钱存在自己纳税国家的银行账户里。为什么避税天堂捍卫银行机密，最可能的解释是其客户可以规避纳税责任，而避税天堂则可以从分一杯羹。显然，这跟市场经济的基本原则没有任何关系。没有人拥有自己设定税率的权利。对个体而言，他没有权利从自由贸易和经济一体化中攫取利润而让他人为自己埋单。这是赤裸裸的盗窃。

到目前为止，改变这些现实最彻底的尝试是美国2010年采用的《外国账户税务合规法案》（Foreign account tax Compliance act, FATCA），该法案将在2014年和2015年分阶段逐步实施。该法案要求所有外国银行需告知美国财政部关于美国纳税人持有的海外银行账户和投资，以及其可能受益的任何其他收入来源。这远比2003年欧盟关于外国储蓄的方针更有雄心，该方针仅涉及支付利息的存款账户（不涵盖股票投资组合，但并不遗憾，因为大额财富主要以股票形式持有，而这完全被FATCA所涵盖），并且只适用于欧洲银行而不是全世界（又与FATCA不同）。即便欧洲方针较为软弱且几乎毫无意义，却仍未能实施，因为，尽管自2008年以来经过多次讨论和提议修正，卢森堡和奥地利仍设法与其他欧盟成员国签署一项协议，扩展其对数据自动传送的豁免和保持其仅对正式要求才分享信息的权利。这个系统，也适用于瑞士和欧盟以外的其他地区，[\[8\]](#)意味着为了获取其某一公民的外国银行账户信息，政府就必须掌握接近于欺诈证据的东西。这显然大大限制了发现和控制欺诈的能力。2013年，在卢森堡和瑞士宣布了遵守FATCA条款的

意愿之后，打算将其部分或全部纳入新的欧盟方针的讨论重新开始。这些讨论何时结束？是否最终将导致一个有法律约束力的协议？我们无从知晓。

而且请注意，在此领域政治领导人往往说的多做的少，对我们民主社会未来的平衡来说，这非常令人担忧。即便技术上不成问题，最依赖充盈的税收收入来支付其社会计划的国家（即欧洲国家）也正是进展最差的国家，这一发现令人震惊。这是应付全球化时小国面临困境的一个好例子。已建立数世纪的民族国家发现，它们太小了，以至于不能在当今的全球化承袭制资本主义中强加和实施规则。欧洲国家能够围绕单一货币联合起来（下一章将更广泛地讨论），但是在税收领域却几乎一事无成。对这一失败和其言行不一致难辞其咎的欧盟最大国家的领导人，却仍在不断责备其他国家和欧盟本身，所以没有理由认为事情会在近期改善。

此外，虽然在这个领域FATCA远比任何欧盟方针都更雄心勃勃，但它也有不足之处。一方面，它的语言不够准确或全面，因此有充分理由相信，某些信托基金和基金会可以合法规避任何报告其资产的义务。另一方面，法律规定的制裁惩罚（在美国经营的不符合要求的银行，征收30%的收入附加税）也不够。这可能足以说服某些银行（如需要在美国开展业务的瑞士和卢森堡的大机构）遵守法律，但规模较小的银行也有可能出现回潮，这些银行专门从事海外资产管理，并且不在美国本土开展业务。这些机构，不管位于瑞士、卢森堡、伦敦或者更加边缘的所在，都可以继续管理美国（或欧盟）纳税人的资产而不必传送任何信息给当局，并且完全不受任何惩罚。

很可能获得明显效果的唯一方法就是，不仅对银行也对那些拒绝要求其金融机构提供所需信息的国家自动实施制裁。例如，有人可能会考虑对违规国家实行30%的出口额或更高的关税。需要明确的是，我们的目标不是要对避税天堂强加一个一般的禁运，或与瑞士和卢森堡进行无休止的贸易战。贸易保护主义不能产生财富，自由贸易和经济开放终归符合每个人的利益，假设某些国家不通过分流税基来利用邻国。自动提供全面的银行数据的要求应该作为20世纪80年代以来自由贸易和资本自由化谈判的一部分。但它当时不是，不过，这并不是永远维持现状的充足理由。依靠金融不透明发展起来的国家可能会发现接受改革很难，尤其因为合法的金融服务行业在其发展过程中常常与非法的（或可疑的）

银行活动相伴。金融服务行业响应实体经济真实需要，不管采用何种监管方式，它显然将继续存在下去。然而，如果金融透明度成为标准，避税天堂无疑将遭受巨大损失。[\[9\]](#)一些国家，如果不对其施行制裁，它们是不大可能同意改革的，特别是因为其他国家（尤其是欧盟最大的国家）暂时没有对解决这个问题表现出太大决心。再提请注意，迄今为止欧盟的建立归因于这一思想：每个国家可以有单一市场和自由的资本流动，而不用付出任何代价（或巨大代价）。改革是必要的，甚至是必不可少的，但是认为不通过斗争它就会发生，那就太天真了。因为它把争论从抽象概念和夸张的修辞移到非常重要和具体的制裁上，尤其在欧洲，FATCA是有益的。

最后，注意无论是FATCA还是欧盟方针都并非支持一个全球财富累进税。其目的主要是为税务机关提供关于纳税人资产的信息，用于内部用途，比如识别所得税申报的遗漏。该信息也可以用于识别可能的财产税或财富税规避（在有此税种的国家），但是其重点主要在所得税的执行。显然，这些不同的问题密切关联，并且国际金融透明度是跨国界现代财政国家的关键问题。

全球资本税的目的是什么？

下面假设税务机关对每个公民的净资产头寸完全知晓。是否应该满足于对财富征收税率非常低的税收（比如说0.1%，和强制申报的逻辑保持一致），或者还是征收一个更大幅度的税收？如果是，为什么？关键问题可以重新表述如下。因为存在累进所得税，在大多数国家还有累进遗产税，累进资本税的目的是什么呢？实际上，这三种累进税扮演着各自不同又相互补充的角色。各自都是一个理想税制的基本支柱。[\[10\]](#)资本税有两个明显的正当理由：价值贡献和动机激励。

价值贡献的逻辑非常简单：对非常富有的人而言，收入常常很难界定，只有针对资本的直接税可以正确评估其财富贡献能力。具体来说，设想一个拥有100亿欧元财富的人。查阅《福布斯》排行可以看到，过去30年这个量级的财富增加非常快，对最富有的人（比如利利亚纳·贝当古和比尔·盖茨）而言，其财富的真实增速为每年6%~7%或者更高。[\[11\]](#)从定义看，这意味着其经济意义上的收入，包括股息、资本收益以及其他所有可用来融通消费和增加股本的新资源，共计至少是其资本的

6%~7%（假设该资本实质上未被消费）。[12]把问题简化，假设我们考察的个人享有100亿欧元年收益率为5%，那就是每年5亿欧元。现在，这个人在进行所得税申报时不大可能申报一个5亿欧元的收入。在法国、美国和其他我们研究过的国家中，所得税申报的最大的申报收入一般不大于几千万欧元或美元。来看利利亚纳·贝当古——欧莱雅的女继承人和法国最富有的人。根据媒体发布和贝当古自己披露的信息，其申报的收入每年从未超过500万欧元，或差不多是其财富（目前超过300亿欧元）的万分之一。抛开单个案例的不确定性（它们并不重要），像这样以纳税目的申报的收入，是小于纳税人经济收入的百分之一。[13]

此处的关键点是，没有涉及偷税漏税和未申报的瑞士银行账户（据我们所知）。即使是具有最精致品位和最优雅的人，每年花费5亿欧元的经常费用也不容易。每年从股息（或其他类型的分红）中拿出几百万通常就够了，而剩余收益将进入其资本，该资本在一个专为管理财富而设立的家庭信托或其他特定法人实体中积累，正如大学捐赠基金的管理。

这完全合法并且没有任何内在问题。[14]然而，它确实对税收制度构成挑战。如果有人基于申报收入纳税，而其申报收入只是经济收入的1%，或最多10%，那对该收入以50%甚至98%的税率征税肯定是一无所获。问题是这正是发达国家税收体系的实际运行方式。在财富等级的顶层，有效税率（用经济收入的百分比表示）非常低，这是有问题的，因为它加重了财富不平等的爆炸性动态，尤其是巨额财富能获取更高的收益。其实，税收制度应该减弱这一动态，而不是强化它。

有几种方法来处理这个问题。一是对所有收入都征税，包括累积在信托基金、控股公司和合营公司的部分。一个更简单的解决方案是以财富而非收入为基础计算到期应纳税款。可以假设一个统一的收益率（比如一年5%）来估计资本的收入，并将此收入计入应纳累进所得税的收入中。一些国家，比如荷兰，曾经尝试过，但是在资本的覆盖范围和资本收益率的选择上碰到了一些困难。[15]另一解决方案是直接对个人的全部财富征收累进税。这个方法的重要好处是可以根据财富规模改变税率，因为我们知道实际上更大规模的财富会有更高的收益率。

基于在等级顶端的财富获得的收益非常高，价值贡献论据成为实施累进资本税最重要的理由。根据这一推理，对非常富有的人而言，资本

是比收入更好的价值贡献指标，而收入常常很难度量。因此，对那些相较于财富而言应税收入明显太低的个人来说，除所得税之外，很需要一种资本税作为补充。[16]

不过，有利于资本税的另一个经典论据也不可忽视。它依赖于激励的逻辑。基本思想是资本税是对资本存量寻求最高可能收益率的一种激励。具体地，对一个每年资本收益可达10%的企业家而言，1%或2%的财富税收相对较轻；相反，对于满足于将其财富放在最多每年2%或3%收益的投资上的人来说，这又相当重。根据这个逻辑，资本税的目的是强迫那些不能有效利用财富的人出售资产来支付税收，从而确保这些资产在更有活力的投资人手中。

这一论据有其合理性，但也不宜过分夸大。[17]在实践中，资本收益并非仅依赖于资本家的才能和努力。一方面，平均收益随着初始财富的规模而系统变动。另一方面，个体收益很大程度上是不可预测的和混乱的，并且容易遭受各种经济冲击的影响。例如，为什么一个企业在任意时间点都可能会亏损，这有很多原因。一个仅仅基于资本存量（而非已经实现的利润）的税收体系，将给亏损企业施加不相称的压力，因为其亏损时的税负和获取高利润时的税负是一样的，这可能会让其陷入破产的境地。[18]因此，理想税收体系是激励逻辑（支持资本税）和保险逻辑（支持对来自资本的收入流课税）之间的折中。[19]再者，资本收益的不可预测性也解释了为什么如下税收方式是有效的：即不在遗产继承时刻向继承者一次性课税（通过财产税方式），而是基于资本收入和资本存量价值在其一生中课税。[20]也就是说，所有三种税——针对遗产、收入和资本——均扮演有用而互补的角色（即便对所有纳税人收入都完全可观测，不管其多么富有）。[21]

欧洲财富税的蓝图

将所有这些因素纳入考虑，资本税的理想框架是怎样的，这一税种会带来多少收入？明确一下，我这里所说的是一个永久性的年度资本税，因而税率必须相当温和。一代人只收一次的税种，比如遗产税，可以确定非常高的税率：1/3、1/2甚至2/3，像英国和美国1930~1980年针对最大遗产时的情况。[22]在不常见的情况下对资本征收的一次性特别税也是如此，比如法国1945年对资本征收高达25%的税，占领期间

(1940~1945年)对增加的资本实际上征收100%的税。显然,这种税不能长期征收:如果一个政府每年拿走国民财富的1/4,那么几年后就什么都不剩了。这就是为什么年度资本税的税率必须非常低,大约在百分之几。对有些人来说这可能显得奇怪,但是这确实是非常可观的税率,因为它每年都要对总资本存量征收。例如,不动产税税率往往只有其价值的0.5%~1%,或租金价值的1/10~1/4(假设每年4%的平均租金)。[\[23\]](#)

下一点非常重要,这也是我想坚持主张的:考虑到当前欧洲私人财富极高的水平,一个税率温和的年度累进财富税将会带来可观的收入。例如,采取一个财富税,100万欧元以下税率为0,100~500万欧元税率为1%,500万欧元以上税率为2%。如果应用于所有的欧盟成员国,这一税种将影响2.5%的人口并带来相当于欧盟国内生产总值2%的收入。[\[24\]](#)高回报不足为奇,缘于如下简单事实:当今欧洲的私人财富价值超过5年的国内生产总值,并且这一财富的大部分集中在收入金字塔最顶层的1%人群手中。[\[25\]](#)虽然资本税自身尚不足以为社会国家融资,但是其带来的额外收入的确非常可观。

原则上,通过自己使用这一税种,每一个欧盟成员国都可以产生相似的收入。但是如果没有银行信息在欧盟区域内外自动分享(从非成员国中的瑞士开始),偷税漏税的风险将会非常高。这部分解释了为什么采取财富税的国家(比如法国采用了和我提议的类似的税收安排)通常会允许大量的豁免,尤其是对“商业资产”,以及实际上几乎所有上市和非上市公司的重大利益。这样做让累进资本税的收入大量流失,这就是为什么现存税收产生的收入比上面描述的小那么多的原因。[\[26\]](#)当欧洲国家尝试征收自己的资本税时,会面临诸多困难,一个极端的例子是意大利。2012年,面临全欧洲最为沉重的公共债务的意大利政府对高额的私人财富开征财产税(意大利和西班牙是欧洲私人财富最多的国家之一)。[\[27\]](#)但是,由于害怕金融资产会逃离本国,去瑞士、奥地利和法国的银行寻求庇护,不动产税率设定为0.8%,银行存款和其他金融资产的税率仅为0.1%(特别是股票完全免税),并且没有累进。为什么一些资产只被征收其他资产1/8的税,这一现象不仅很难用一个经济原理解释,而且,整个系统还有一个不幸结果:对财富实行了累退税,因为最大的财富包括的主要是金融资产,特别是股票。这个设计大概无法为新税制赢得社会的认可,它成为意大利2013年大选的主要问题;提出这一税收的候选人——被欧盟和国际机构所恭维——在民意调查中被彻底

击败。问题的症结在于：没有欧盟国家间的银行信息自动共享（它将准许税务机关获得有关每个纳税人净资产的可靠信息，不管这些资产位于何处），一个国家靠自己行动采取累进资本税是非常困难的。更为遗憾的是，因为这一税种特别适合欧洲当下的经济窘境。

假如银行信息实现了自动共享，税务机关也已经拥有关于财富的准确评估（这有一天也许会实现）。那么理想的税收安排是什么？像往常一样，没有数学公式可以给出答案，这是需要民主协商的问题。如下税率大致是合理的：20万欧元以下的净财富税率为0.1%，20万～100万欧元的税率为0.5%。这将代替不动产税，其在大多数国家对有财产的中产阶层而言相当于财富税。新体系将会更加公平也更加有效，因为其目标是所有资产（不光是不动产）以及基于透明的数据和减去抵押债务的市场价值。[\[28\]](#)在很大程度上，这种税单个国家也可以轻而易举地独自实施。

请注意，没有任何理由说高于500万欧元的财富的税率应该限制在2%。因为在欧洲和全世界最大额财富的真实收益是6%~7%或更多，对1亿或10亿欧元以上的财富征收2%以上的税并不过分。最简单也最公平的程序是，以每个财富等级过去若干年可观察到的收益为基础设定税率。这样，累进程度可以调整，以匹配资本收益的演变和期望的财富集中水平。为了避免财富分化（即收入最高的1%或0.1%人群所拥有的财富占总财富的比重稳步增长，这表面上看似似乎是一个最小的期望目标，但对最大额财富以5%的税率征税似乎是必需的。如果选择更有雄心的目标——比如说，将财富不平等降低到比今天更温和的水平（历史表明，对经济增长而言这并不是必需的），那么针对亿万富翁的税收可能要在10%或更高。这里不是解决这个问题地方。但可以肯定的是，就像政治辩论中经常出现的那样，以公共债务收益为参照毫无道理可言。[\[29\]](#)最大额的财富显然不投资于政府债券。

欧洲财富税现实吗？技术上没有任何原因可以否定。这是面对21世纪经济挑战最适合的工具，尤其是在欧洲，私人财富繁荣的程度是“美好年代”以来所未见的。但是，如果旧大陆各国想要更紧密地合作，欧洲的政治制度必须改变。目前唯一强健的欧洲机构是欧洲中央银行（ECB），它非常重要但是显然并不足够。当我们转向公共债务危机的时候，下一章会回到这个问题。在此之前，需要从更广泛的历史视角审视我们所提议的资本税。

历史视角下的资本税

在所有文明中，资本所有者不用劳动就可以获取国民收入的一个可观份额，资本收益率每年通常在4%~5%这一事实都会激起激烈的（常常是愤怒的）抵制，此外还会引发各种政治应对措施出台。禁止高利贷是最常见的政治应对措施之一，在大多数宗教传统中，包括基督教和伊斯兰教，我们都可以发现这样或那样的高利贷形式。希腊哲学家对利息的看法摇摆不定。由于时间之流永不停息，利息原则上可以永无止境地增加财富。亚里士多德特别指出无界限的财富是危险的，而他也注意到“利息”一词在希腊语中本意是“子女”。在他看来，钱不应该“生”出更多的钱。[\[30\]](#)在一个人口低增长甚至零增长的世界，人口和产出世代几乎保持不变，“无穷无尽”显得尤其危险。

不幸的是，禁止利息的企图常常不合逻辑。剥夺有息贷款的合法性，其效果通常是限制了政治或宗教当局认为不合法或没有价值的某类投资及商业金融活动。然而，他们普遍并不质疑资本收益的合法性。在欧洲农业社会时期，基督教当局从未质疑过地租的合法性，因为他们自身从中获益，他们赖以维持社会秩序的集团也从中获益。当时社会禁止高利贷最好视作是一种社会控制方式：某些类型的资本比其他资本更难控制，因此也更令人不安。资本可以给其所有者带来收入，这一基本原则毫无疑问，所有者也无须证明其合理性。当时的思想颇为警惕资本的无限积累。来自资本的收入应该用到健康的方面（例如支付慈善行为），当然不能投入商业或金融风险资产中，这可能会导致疏离真实信仰。土地资产在这方面非常令人放心，因为它只是日复一日年复一年地自我再造。[\[31\]](#)结果，整个社会和宗教秩序也显得不可改变。地租在成为民主的死敌之前，长期被视为社会和谐和源泉，至少对所有者而言。

由卡尔·马克思和其他社会主义作家在19世纪所建议、20世纪在苏联和其他地方付诸实施的资本问题的解决方案要更为激进，即使不谈别的，逻辑上也更加一致。苏联废除了生产资料的私人所有制，包括土地和建筑，以及产业、金融和商业资本（除了很少的小地块和小合作社），从而消除了所有资本的私人回报。禁止高利贷变得更为一般化：剥削率（在马克思那里代表被资本家占用的产出份额）连同私人收益率降到零。伴随资本的零收益，人们（或工人）终于挣脱了连在财富积累枷锁上的锁链。问题在于，私人产权和市场经济不仅仅是让除了劳动力

外一无所有者为资本所统治，它们在协调亿万个体的行动方面也扮演着有用的角色，没有它们就不会如此容易地进行。

对于私人资本及其回报的永恒问题，资本税将是一种较少暴力且更为有效的解决方案。在依赖私人产权和竞争力量的同时，对私人财富征收累进税将以普遍利益的名义重新控制资本主义。每种类型的资本都将以相同的方式征税，没有先验的歧视，“在做出投资决策方面，投资者一般比政府更有优势”这一原则。[\[32\]](#)如果需要，对巨额财富累进的幅度可以非常大，不过这是法治政府的民主辩论问题。对 $r > g$ 导致的不平等，以及对资本回报作为初始资本规模之函数的不平等，资本税是最适当的应对方案。[\[33\]](#)

在这种形式下，资本税是一种新的思路，是明确为21世纪全球化承袭制资本主义所设计的。诚然，土地形式的资产从史前时期就被征税了，但是财产通常以非常低的统一税率征税。财产税的主要目的是通过要求财产登记来保障产权，而不是重新分配财富。英国、美国和法国的革命都遵从这一逻辑：他们设立的税收制度决非旨在减少财富不平等。在法国大革命期间，累进税思想是较为活跃的争论话题，但是最终累进原则被抛弃了。不仅如此，从建议的税率相当低这个意义上说，当时最有勇气的税收提议今天看起来都相当温和。[\[34\]](#)

累进税革命不得不等待20世纪和两次世界大战之间时期的到来。它生于混乱之中，并且主要以累进所得税和累进遗产税的形式出现。不可否认，有些国家（最引人注目的是德国和瑞典）早在19世纪末期或20世纪早期就建立了年度累进资本税。但是美国、英国和法国（直到20世纪80年代）都没有转移到这个方向。[\[35\]](#)而且，在对资本征税的国家，税率也相对较低，无疑是因为这些税收设计的背景和现在非常不同。这些税收也受困于基本技术缺陷：它们不是基于课税对象资产每年可以修订的市场价值，而是基于不经常修订的税务机关的价值评估。这些评估价值与市场价值的差异越来越大，并最终使得税收失去价值。伴随1914~1945年间的通胀冲击，同样的缺陷破坏了法国和许多其他国家的财产税。[\[36\]](#)如此的设计缺陷对累进资本税可能是致命的：每个税收等级的临界值或多或少依赖于比较随意的因素，比如在指定的城镇或地区最后一次财产评估的日期。1960年以后，在不动产和股票价格快速上升的时期，对这种随意性税收的挑战变得越来越普遍，法庭也常常介入（就是否违反平等税收原则进行裁决）。德国和瑞典在1990~2012年间

废除了其年度资本税。这主要是由于其设计陈旧（回到了19世纪），而不是因为税收竞争。[\[37\]](#)

法国目前的财富税（*impôt de solidarité sur la fortune*,或iSF）某种程度上更加现代：它基于各种资产的市场价值，每年可以重新估值。这是因为该税的设立相对较近：20世纪80年代引入，当时通货膨胀（尤其是资产价格）已不能忽视。在经济政策上与其他发达国家保持一致或许有好处：在某些情况下，这会让一个国家领先于其时代。[\[38\]](#)尽管法国的“团结财富税”基于市场价值，在这方面它和理想资本税类似，然而在其他方面它与理想税制非常不同。前已述及，它因大量豁免而漏洞百出，并且是基于自我申报财产的方式持有。2012年，意大利引入一个相当奇怪的财富税，它显示了在目前背景下单个国家凭借自己的力量在实施资本税方面可以走多远。西班牙的情况也十分有趣。西班牙财富税，就像现在已经不存在的瑞典和德国版本，是基于多少有些随意的不动产和其他资产的评估。该税的征收在2008~2010年暂停，然后在2011~2012年严重的预算危机中恢复，但是其结构并未修改。[\[39\]](#)类似的紧张气氛几乎无处不在：鉴于政府不断增长的需要，资本税虽然看起来符合逻辑（当大额财富增长且收入停滞，无论哪个政党当权，政府不可能对这样诱人的财源视而不见），但是在单个国家内合理设计这样的税种非常困难。

总结一下：资本税是一个新想法，需要使之适应于21世纪的全球化承袭制资本主义。税收设计者必须考虑何种税收安排是合适的，应税资产的价值该如何评估，以及关于资产所有者的信息应该如何被银行自动提供和在范围内共享，以便税务机关不需要依赖纳税人自我申报的财产持有情况即可掌握准确数据。

另类监管形式：保护主义和资本管制

资本税没有替代者吗？不，有其他方法管理21世纪的承袭制资本主义，有些已经在世界的不同部分进行尝试了。然而，这些另类监管形式并不如资本税一样令人满意，而且有时候其制造的问题比解决的还要多。如前所述，政府收回经济和金融主权最简单方法是诉诸保护主义和资本管制。保护主义有时是保护一国经济中相对不发达部门的有用方法（直到国内企业预备好了面对国际竞争），[\[40\]](#)也是反对不遵守规则

（金融透明度、健康标准和人权等等）国家的有用武器。对一个国家而言，放弃保护主义或许是愚蠢的。不过，保护主义自身并非繁荣的源泉和财富创造者。历史经验表明，旨在通过保护主义来显著改善民众生活的国家可能会面临巨大的失望。此外，保护主义对阻止 $r > g$ 导致的不平等或财富积累到越来越少的人手中无能为力。

资本管制是另一个问题。自20世纪80年代以来，大多数富裕国家提倡完全和绝对的资本流动自由化，没有控制，也没有各国间关于资产所有情况的信息分享。诸如经济合作与发展组织、世界银行和国际货币基金组织之类的世界组织，以经济科学最新发展的名义来推销同一套措施。^[41]但是，这一运动本质上是由民主选举政府推动的，反映了特殊历史时刻的主导思想，苏联解体和对资本主义和自动调节市场的无限信心是这一时期的标志。自2008年金融危机以来，这种方式是否明智遭遇严重质疑，富国很可能将在未来数十年增加资源进行资本控制。从1998年亚洲金融危机之后开始，发展中国家已经展示了其发展道路。那次危机让很多国家相信（包括印度尼西亚、巴西和俄罗斯在内），国际社会指示的政策和“休克疗法”并不总是明智的，是设定自己道路的时候了。那次危机也鼓励一些国家积累额外的外汇储备。这可能不是对全球经济不稳定的最佳对策，但是它可以让单个国家在不丧失主权的情况下即可应付经济冲击。

中国资本管制的秘密

一些国家经常实施资本管制，不为完全解除资本流动和经常账户管制的大潮所触动，认识到这一点很重要。中国是一个值得关注的例子，其货币从来都不可自由兑换（但是，将来有一天当中国确信积累了足够的储备可以埋葬任何对赌人民币的投机者后，货币兑换可能会放开）。中国也严格控制进入的资本（没有政府批准，不能投资或购买中国的大公司，一般只有当外国投资者满足于占有少数股权时才可获得批准）和流出的资本（没有政府同意，资产不能转移出中国）。资本流出问题目前在中国非常敏感，是中国资本管制模型的核心。这就引出一个非常简单的问题：中国的百万富翁和亿万富翁，他们的名字越来越多地出现在全球财富榜中，他们是否是财富的真正所有者？例如，如果他们愿意，他们能不能把钱转出中国？虽然这个问题的答案笼罩着神秘的面纱，但是毫无疑问，中国的产权概念和欧美是不同的。它依赖于一套复杂且不

断演变的权利和责任。举个例子，一个取得20%中国电信股份的中国巨富，想要带着家人移居瑞士，同时继续保留他的股份并收取数百万欧元的股息。相较于一个俄罗斯寡头，他这样做很可能会非常困难。这一判断基于这样的事实，经常有大量资金离开俄罗斯到达可疑的目的地，而这在中国从未见到，至少到目前为止是如此。无可否认，俄罗斯寡头们必须小心翼翼不得罪总统，因为他可以送他们进监狱。但是，如果能够避开这个麻烦，他们显然可以依靠开发俄罗斯自然资源获得的财富过得很好。在中国这似乎控制得更严格。阅读西方报刊经常可以看到这类比较：中国政治领导人远比其美国同行富有。上述问题可能是众多原因之一。该结论很可能经不起更细致的考察。[\[42\]](#)

我不是要为中国的资本管制制度辩护，它极端不透明，很可能也不稳定。不过，资本管制是管理和遏制财富不平等动态的一种方法。此外，中国有比俄罗斯更加累进的所得税（俄罗斯在20世纪90年代采取统一税，像许多前苏联集团的国家），尽管它仍然不够累进。所得税带来的收入投入教育、医疗和基础设施，其规模远大于其他发展中国家，比如印度，中国显然已经将其远远抛在后面。[\[43\]](#)如果中国愿意，尤其是如果其精英阶层同意，允许民主透明和法治政府与现代税收制度相结合（并不是确定的事），那么中国显然足够强大来实施我此前讨论的累进所得税和资本税。在某些方面，中国比欧洲更有能力迎接这些挑战，因为欧洲必须应付政治分裂和税收竞争的特殊紧张局面，这种局面可能会在未来某个时间到来。[\[44\]](#)

无论如何，如果欧洲国家不能一起协调和有效地管理资本，单个国家很可能采取自己的控制和国家偏好。（实际上，这已经开始了，有时伴随着对国家捍卫者和国内股东的不合理推广，这常常基于虚幻的前提，即他们比国外股东更容易控制。）在这方面，中国拥有明显的优势，将很难被击败。资本税是资本控制的自由形式，能更好地发挥欧洲的相对优势。

石油租金的再分配

当提到管理全球资本主义及其造成的不平等时，自然资源的地理分布（特别是“石油租金”）构成了一个特殊问题。国际财富不平等——以及国家命运——由边界的划定所决定，而很多情况下这是相当随意的。

如果世界是一个单独的全球民主共同体，理想资本税将会以公平的方式重新分配石油租金。国家法律有时通过宣布自然资源是公共财产来这样做。这种法律当然因国而异。希望民主协商能够指出正确的方向。例如，如果明天有人在自家后院发现了比全国财富加起来都多的财富，可能会找出一种方法来修正法律以便以一种合理的方式（希望可以）分享这笔财富。

然而，由于世界不是单独的民主共同体，所以自然资源的再分配常常以非常不和平的方式解决。1990~1991年，就在苏联解体之后，另一个重大事件发生了。伊拉克，一个有3 500万人口的国家，决定入侵其小邻居科威特，仅有100万人口但拥有的石油储备却几乎和伊拉克相同。当然，这在某种程度上是一个区域事件，但它也是后殖民时期大笔一挥的结果：西方石油公司及其政府发现某些情况下和人口少的国家做生意要容易一些（尽管在长期这样的选择是否明智可能存疑）。无论如何，西方强权及其同盟立刻派遣大约90万军队去恢复科威特作为其油田的唯一合法所有者（如果需要证明的话，这证明了当政府选择这样做的时候，它可以动员可观的资源来实施其决定）。这一事件发生在1991年。第一次海湾战争之后，2003年在伊拉克又爆发了第二次海湾战争，西方强权同盟多少显得松散。这些事件的后果在今天依然存在。

基于社会正义和效用，设计最优石油资本税安排，使其在一个全球政治共同体（或甚至在中东的政治共同体）中完美发挥作用并不由我来完成。我只是看到，这个地区财富分配的不平等已经达到了前所未有的水平，如果不是因为外国军队的保护，这种不平等肯定在很久以前就不复存在了。2012年，埃及教育部给所有小学、中学、中专和大学的全部预算不到50亿美元，这个国家有8 500万人口。^[45]往东几百公里的沙特阿拉伯及其2 000万国民享有3 000亿美元的石油收入，而卡塔尔和30万卡塔尔人每年进账超过1 000亿美元。与此同时，国际社会想知道是否应该给埃及发放几十亿美元的贷款，或等这个国家如其所承诺的增加汽水和香烟税。当然，国际规范应该是阻止利用军事力量进行财富再分配，只要其可能这样做就应立即阻止（尤其当侵略者的意图是购买更多武器，而不是建造学校，就像1991年伊拉克的入侵）。但是这种规范应该时刻牢记它的职责，寻求其他途径来实现石油租金更公正的分配，无论是制裁、税收或对外援助的方式，以便给没有石油的国家发展的机会。

通过移民实现的再分配

一个看上去更和平的再分配和管理全球财富不平等的方法是移民。既然转移资本会造成很多困难，有时不如简单地允许劳动转移到工资更高的地方。当然，这是美国对全球再分配的伟大贡献：美国的人口从独立战争时的区区300万增长到今天的3亿，很大程度上归功于持续的移民潮。这也是为何美国变成新的旧欧洲还有很长路要走的原因，正如我在第十四章推测的。移民是将美国合为一体的黏合剂，是阻止资本积累获得其在欧洲的那种重要性的稳定力量，也是使得美国日益扩大的收入差距在社会和政治上可以被忍受的有效屏障。对于美国收入分配底层50%中的相当一部分人而言，由于一个非常简单的原因这些不平等是次要的，他们出生在并不富裕的国家，看到自己处在一个上升通道中。再请注意，凭借移民的再分配机制，使得出生在穷国的人能够通过迁移到富国而大大改善其处境，这近来对欧洲也对美国一样重要。在这方面，旧世界和新大陆的区别可能没有过去那么明显。[46]

然而，需要强调的是，凭借移民的再分配可能是可取的，但只能解决部分不平等问题。即便经由移民的途径，甚或仰仗穷国在生产率方面赶超富国，使得国家间的人均产出和收入得以平衡，但不平等问题——尤其是全球财富集中的动态——仍然存在。借助移民的再分配虽然延缓了问题，但并未省却对新型管理的需要：拥有累进所得税和资本税的社会国家。此外，人们可能会期望，移民将会更容易被富裕社会中相对弱势的成员所接受，如果这项制度可以恰当地保证全球化的经济利益被每个人分享。如果你拥有自由贸易与资本和人力的自由流动，但是却摧毁了社会国家和所有形式的累进税，那么，防御性民族主义和身份认同的诱惑将很可能渐渐变得比英国和美国以前都更加强烈。

最后请注意，欠发达国家将是更加公平和透明的国际税收体系的主要受益者之一。在非洲，资本流出经常大幅超过国外援助的流入。几个富国发起诉讼程序，反对带着不正当获益逃离自己国家的前非洲领导人，这无疑是一回事。但是，建立国际财政协作和数据分享，将使非洲和其他地方的国家能够以更加系统且井然有序的方式去根除这种掠夺，尤其当各种国籍的外国公司和股东至少和肆无忌惮的非洲精英同样有罪时。再一次，金融透明度和全球累进资本税成为正确答案。

①中文均可译为财产税。——译者注

[1]额外收入可以用来削减其他现存税收或者提供附加服务（比如国外援助或债务减记，后面将更多涉及这个问题）。

[2]每个大陆都有特殊的金融机构担当中央仓库（托管银行或结算所），其目的是记录各类资产的所有权。不过，这些私人机构的功能是为正在发行有价证券的公司提供服务，并不记录特定个体的所有资产。关于这些机构，见Gabriel Zucman,“the Missing Wealth of Nations: are Europe and the U.S. Net Debtors or Net Creditors?”Quarterly Journal of Economics 128,no. 3 (2013): 1321–64。

[3]例如，罗马帝国的崩溃结束了帝国的土地税，因而土地所有权和地籍登记也随之而去。peter temin认为这促成了中世纪早期的经济混乱。见peter temin,The Roman Market Economy (princeton: princeton University press, 2012),149–51。

[4]由于这一原因，建立一个低税率的公司净资本税和较高税率的私人财富税是有益的。这样政府就能被迫去设定会计标注，这一任务目前留给了私人会计师协会。关于这一题目，见Nicolas Véron,Matthieu autrer,and alfredGalichon,L'information financière en crise: Comptabilité et capitalisme (paris: Odile Jacob,2004)。

[5]具体地，当局进行所谓“享乐”（hedonic）回归，来计算作为财产不同特征之函数的市场价格。交易数据在所有发达国家均可获得（被用来计算不动产价格指数）。

[6]这种诱惑是所有基于纳税人自我报告的体系的一个问题，比如法国的财富税体系，经常会有异常大量的财富报告只是稍稍在税收阈值之下。有一个明显的轻微低估其不动产价值的趋势，通常低估10%到20%。一个由政府下发的预先计算的申明，将提供一个基于公共数据和明确方法的客观数字，从而将杜绝这种行为。

[7]奇怪的是，在某部长逃避财富税的谎言被揭穿之后，为了正式恢复信心的目的，2013年法国政府再次求助于这个陈旧的方法以获取有关自己部长的资产信息。

[8]例如，海峡群岛、列支敦士登和摩纳哥等等。

[9]这种损失的程度很难估计，不过像卢森堡和瑞士这样的国家，其损失可能占国民收入的10%~20%之多，这将会对生活水平造成实质影响。（像伦敦一样的金融飞地也一样。）在更边缘的避税天堂和超小国家，损失可能高达国民收入的50%以上，在仅作为虚构公司定居的区域甚至可以高达80%~90%。

[10]社保缴费是一种所得税（在一些国家包括在所得税中，详见第13章）。

[11]特别见表12.1。

[12]回顾英国经济学家约翰·希克斯（John Hicks）关于经济意义上收入的经典定义，“一个人或集体的收入是其在某个时段可以消费的最大价值，而其在期初和期末要保持同样富裕。”

[13]即使资本收益为2%（大大低于贝当古的财富在1987~2013年的收益率），300亿欧元的经济收入也将共计6亿欧元，而不是500万欧元。

[14]在法国最大的贝当古财富案例中，还有一个额外的问题：该家庭信托基金由预算部长的妻子管理，她也是一个政党的财务主管，该政党从贝当古那里得到大量捐助。该党在执政期间将财富税降低了2/3，这个故事自然在法国激起很大反响。美国并非是富人施加巨大政治影响力的唯一国家，就像我在前一章所表明的。再请注意，该预算部长的继任者，被揭露在瑞士银行有秘密账户后，不得不辞职。在法国，富人的政治影响力也超越了政治界限。

[15]在实践中，荷兰体系不完全令人满意：很多资产种类被豁免（尤其是信托基金持有的），并且假设所有资产的收益率均为4%，这对一些财富来说太高对其他又太低。

[16]最符合逻辑的方法是，在观察到的每种类型财富的平均收益率的基础上度量这种不足，以便使得所得税安排和资本税安排相一致。有人或许也会把最小和最大税收看作资本收入

的函数。详见在线技术附录。

[17]激励论据是莫里斯·阿莱 (Maurice Allais) 有强烈倾向性的《资本税和货币改革》[*L'impôt sur le capital et la réforme monétaire* (Paris: Editions Hermann, 1977)] 一书的核心, 在书中阿莱走得如此之远, 以至提出彻底取消所得税和所有其他税种而用资本税来替代。考虑到涉及的金钱的总量, 这是一个极端的思想, 并不可取。关于阿莱的论据和其目前的扩展, 详见在线技术附录。广而言之, 资本税的讨论常常将人们推到两个极端 (结果他们要么立刻拒绝, 要么作为唯一的、注定要替代其他所有税种的税而接受)。遗产税也是如此 (或者根本不征收, 或者100%征收)。在我看来, 给这一争论降降温, 让每个论据和每个税种各得其所, 是非常急迫的。资本税是有益的, 但是它不能替代所有其他税种。

[18]对于继续支付高额财产税的事业工人同样如此 (特别当抵押贷款支付没有抵扣)。过度借贷家庭的后果可能很严重。

[19]这种妥协依赖于决定资本收益的个体激励和随机冲击各自的重要性。在某些情况下对资本收入征收比劳动收入更少的税可能更好 (主要依靠资本存量税), 而在其他情况下对资本收入课以重税可能更合理 (像英国和美国1980年之前的情况, 毫无疑问是因为资本收入被看作是非常主观的)。见 Thomas Piketty and Emmanuel Saez, *A Theory of Optimal Capital Taxation*, NBER Working paper 17989 (April 2012), 较短版本见 “a theory of optimal inheritance taxation,” *Econometrica* 81, no. 5 (September 2013): 1851–86。

[20]这是因为在财产转移之时, 这些遗产在接受者一生中的资本化价值是未知的。当1972年巴黎一间价值10万法郎的公寓转给继承人时, 没人知道这一财产在2013年值100万欧元, 并且每年提供的租金超过4万欧元。与其在1972年对此财产施以重税, 不如设定一个较小的遗产税, 但是随着财产价值和收益的增加, 征收年度支付的财产税、租金税, 或许还有财富税, 后者显然更有效。

[21]见 Piketty and Saez, “theory of optimal capital taxation”, 也请见在线技术附录。

[22]见图14.2。

[23]例如, 价值50万欧元的不动产, 其年度税收将在2 500欧元到5 000欧元之间, 租金价值大约每年2万欧元。通过设立, 一个4%~5%的对所有资本的年度税收, 将会耗尽资本的几乎所有国民收入份额, 这显得极不公正也不现实, 尤其已经有资本所得税的情况下。

[24]2013年, 欧洲大约有2.5%的成年人口拥有超过100万欧元的财富, 有大约0.2%的人拥有超过500万欧元的财富。所建议税收的年度收入大约会是3 000亿欧元, 而国内生产总值差不多是15万亿欧元。见在线技术附录和补充表S5.1, 通过详细估算和简单模拟, 可以预计纳税人数量和其他可能税收安排的收入总额。

[25]目前最顶层1%人群拥有大约全部财富的25%, 或大约是欧盟国内生产总值的125%。最富有的2.5%拥有接近40%的财富, 或大约是欧盟国内生产总值的200%。因此, 边际税率为1%或2%的税收会带来大约两个百分点国内生产总值的收入不足为奇。如果这些税率应用于所有财富而仅仅是超过阈值的部分, 收入会更多。

[26]法国的财富税, 被称作“团结财富税” (*impôt de solidarité sur la fortune*, 或ISF), 现在适用于高于130万欧元的财富 (主要住宅做30%的抵扣之后), 在最高等级 (超过1 000万欧元) 其税率从0.7%到1.5%。在允许抵扣和豁免的情况下, 税收产生的收入价值少于国内生产总值的0.5%。理论上, 如果所有人在相关商业中发挥作用, 则该资产被称作商业资产。实际上, 这个条件相当模糊并且容易回避, 特别是因为额外豁免已经添加多年了 (比如“股东协议”允许部分或全部豁免, 如果一伙股东同意在特定时期保持投资)。根据可以获得的数据, 法国最富有个人很大程度上避免了支付财富税。税务机关极少发布每个税收等级的详细数据 (例如, 比从20世纪早期到50年代的遗产税的情况还要少); 这让整个运作更加不透明。详见在线技术附录。

[27]特别见第五章图5.4和后面。

[28]累进资本税将带来相当于3%~4%国内生产总值的收入，其中1%~2%来自对不动产税的替代。详见在线技术附录。

[29]例如，为了证明最近法国的顶层财富税率从1.8%降到1.5%为合理。

[30]见p. Judet de la Combe, “le jour où Solon abolit la dette des athéniens,” *Libération*, May 31, 2010.

[31]实际上，正如我所表明的，土地形式的资产包括土地改良，这逐年渐渐增大，因而在长期土地资本和其他形式的可积累资产并无太大不同。但是，土地资产的积累受制于特定的自然限制，其主导地位意味着经济仅以非常慢的速度增长。

[32]这并不意味着其他“利益相关者”（包括工人、集体和社团等等）应该被拒绝拥有影响投资决策的手段，通过给予其适当的投票权。这里，金融透明度可以发挥关键作用。下一章我们回到这个问题。

[33]着眼于限制 $r > g$ 的影响，资本税的最优税率当然将依赖于资本收益率 r 和经济增长率 g 之间的缺口。例如，在特定假设下，最优遗产税税率由公式 $t = 1 - G/R$ 给定，其中 G 是代际增长率， R 是代际资本收益率（所以，当增长率相对于资本收益率非常小的时候税率接近100%，而当增长率接近于资本收益率时税率接近零）。不过，一般而言，情况要更为复杂，因为理想制度要求一个累进年度资本税。主要最优税率公式的形式和解释见在线技术附录（不过仅仅是为了澄清辩论的术语，而不是提供现成的解决方案，因为有许多力量发挥作用，很难精确评估每个的影响）。

[34]托马斯·潘恩（thomas paine），在其小册子《土地公平》（agrarian Justice, 1795）中，提出了10%的继承税（他认为，这对应于遗产“非积累”的部分，而“积累”的部分是根本不能收税的，即使可以回溯好几代）。法国大革命期间特定的“国家遗产税”提议更为激进。然而，在大量争论之后，该税在直系继承上设定了不到2%的税率。关于这些争论和提议，详见在线技术附录。

[35]虽然美国和英国有大量讨论和很多提议，尤其是在20世纪60年代和21世纪初。详见在线技术附录。

[36]这一设计缺陷源自如下事实：这些资本税产生于19世纪，其时通货膨胀微不足道或几乎不存在，每10年或15年重新评估一次资产价值被认为足够了（对不动产），或者将其价值基于真实交易（常常针对金融资产）。这个评估制度被1914~1945年的通胀严重破坏，此后在经常性通胀的世界力从未令人满意地运行过。

[37]关于德国资本税的历史，从普鲁士时期的设立到1997年的暂停（该法律未正式废除），见Fabien Dell, *L'Allemagne inégale*, PhD diss., paris School of Economics, 2008。关于瑞典的资本税，1947年设立（但是实际上自20世纪初以来作为资本收入的附加税而存在），2007年废止，详见前引Ohlsson和Waldenström的著作以及附录中的参考文献。这些税对最大财富的税率通常保持在1.5%~2%之下，峰值是1983年瑞典的4%（仅适用于很大程度上和市场价值无关的评估价值）。除去税基恶化，这也影响了这两个国家的遗产税，在瑞典财政竞争也起了作用，那里遗产税在2005年废止。这个与瑞典平等主义价值相悖的插曲，是一个好例子，说明小国在保持独立财政政策上越来越无能为力。

[38]财富税（针对大额财富）1981年在法国引入，1986年废止，然后1988年作为“团结财富税”再次引入。市场价值可能会突然变化，这可能看起来给财富税引入了一点任意性，但是它们是这一税收唯一客观和普遍接受的基础。不过，税率和税收等级必须经常调整，必须小心不要允许进款随不动产价格自动上升，因为这可能会激起税收反抗，正如1978年加利福尼亚州采纳著名的第13条建议来限制上升的财产税。

[39]西班牙的税收针对应税资产中大于70万欧元的财富来确定（有30万欧元主要住宅的抵扣），最高税率为2.5%（加泰罗尼亚为2.75%）。瑞士也有年度资本税，因为各州之间的竞争其税率相对较低（小于1%）。

[40]或阻止外国竞争者发展（19世纪早期英国殖民者对印度早期纺织工业的破坏，铭刻在印度人的记忆中）。这可以有持久的结果。

[41]考虑到金融一体化经济收益的罕见估计表明全球收益相当有限（这些研究甚至没有考虑不平等和不稳定的负面影响），这格外令人吃惊。见pierre- Olivier Gourinchas and Olivier Jeanne,“the Elusive Gains from international Financial integration,”*Review of Economic Studies* 73,no. 3 (2006): 715–41。注意，国际货币基金组织对信息自动传输的立场模糊而善变：批准基本原则，但用不那么令人信服的技术论据破坏其具体应用。

[42]媒体上最常见的比较，是将535位美国众议院议员的平均财富（基于政治责任中心收集的财务报表）和70位最富有的中国全国人民代表大会代表的平均财富做对比。美国众议员的平均净财富“仅”为1 500万美元，而中国人大代表的净财富则超过10亿美元（根据2012年胡润报告，这是一个类似福布斯的中国财富排名，基于一套不太清楚的方法）。考虑到两国的相对人口，比较中国人大全部3 000位代表的平均财富将会更合理（好像没有可以获得的估计数据）。无论如何，对这些亿万富翁而言，当选中国人大代表主要是一个表示尊崇的位置（他们不行使立法者的职责）。或许把他们和70位美国最富有的政治捐助者相比会更好。

[43]见N. Qian and thomas piketty“income inequality and progressive incometaxation in China and india: 1986–2015,”*American Economic Journal: Applied Economics* 1,no. 2 (april 2009): 53–63.

[44] 从非常长期的视角看，欧洲长时间从其政治分裂中得到好处（因为国家间的竞争刺激创新，尤其是军事技术），在与中国相比这成为一个障碍之前，见Jean-laurent Rosenthal and R. Bin Wong,*Before and Beyond Divergence: The Politics of Economic Change in China and Europe* (Cambridge, Ma: Harvard University press, 2011)。

[45]见在线技术附录。

[46]在2000~2010年间，几个欧洲国家（意大利、西班牙、瑞典和英国）的永久整合率（the rate of permanent integration，表示为接收国人口的百分比）达到0.6%~0.7%，相较于美国的0.4%和德国和法国的0.2%~0.3%。详见在线技术附录。本次危机以来，这种流动已经开始部分倒转，尤其是在南欧和德国之间。作为一个整体，欧洲的永久性移民在2000~2010年和北美的水平相当接近。不过，北美的出生率仍要高出很多。

第十六章 公共债务问题

政府为其开支筹措资金主要有两种手段：税收和债务。一般而言，从公平和效率上讲，税收要远胜于债务。债务的问题在于它通常必须偿还，因此债务融资有利于那些有钱借给政府的人。从大众利益的立场出发，向富人收税总胜于向富人借钱。然而，总有一些或好或坏的理由，使得政府有时不得不诉诸借贷和积累债务（前提是债务不是前任政府遗留的）。目前，世界上的富国正陷入一场貌似无休止的债务危机。诚然，历史上有公共债务水平更高的例子，像我们在第二部分所看到的：特别是在英国，公共债务两次超过两年的国民收入，第一次在拿破仑战争结束时，第二次在第二次世界大战后。然而，富国现在的公共债务平均大约是1年的国民收入（或90%的国内生产总值），其负债程度之高也是自1945年以来所未有的。尽管发展中经济体在收入和资本上都不及发达国家，但是同时其公共债务水平却更低（平均大约为30%的国内生产总值）。这表明公共债务问题是一个财富分配问题，尤其是在公共领域和私人之间，而不是绝对财富问题。发达国家富有，相反，发达国家的政府却穷困。欧洲是一个最极端的例子：它既有世界上最高水平的私人财富，也有最难解决的公共债务危机——这是一个奇怪的悖论。

我们的探究将从考察高额债务的处理手段入手。这将引导我们去分析中央银行如何监管和再分配资本，以及为什么欧洲统一后过度关注货币问题而忽视税收和债务，而这已经导致僵局。最后，我们将探究，在21世纪的低增长和自然资本潜能退化的可能背景下，公共资本的最优积累及其与私人资本的关系。

削减公共债务：资本税、通货膨胀和财政紧缩

如何显著削减像目前欧洲债务这样大的公共债务？主要有三种方法，可以按不同比例结合使用：资本税、通货膨胀和财政紧缩。针对私人资本的特别税是最公平和有效的解决方案。除此，通货膨胀可以发挥

很大作用：历史上，大多数高额公共债务即如此处理。从公平和效率出发，最差的解决办法是旷日持久的财政紧缩——但这是欧洲目前正在遵循的路径。

我们从回忆当前欧洲的国民财富结构入手。正如我们在第二部分所展示的，大多数欧洲国家的国民财富接近6年的国民收入，且大多为私人所有（家庭）。全部公共资产的价值大致等于全部公共债务（大约是1年的国民收入），所以净公共财富接近零。[\[1\]](#)私人财富（减去债务）大体可以分成相等的两半：不动产和金融资产。欧洲与世界其余部分的平均净资产头寸接近平衡，这意味着欧洲公司和主权债务由欧洲家庭所有（或者，更准确地，欧洲在世界其余部分拥有的财富正好和世界其余部分在欧洲拥有的财富相抵消）。这一现实被金融中介系统的复杂所掩盖：人们将其储蓄存入银行或投资于金融产品，然后银行又把这些钱投资到其他地方。国家间也有相当可观的交叉所有权，这使得情况更加不透明。不过事实依然是欧洲家庭（或至少是那些拥有财富的：记住，财富仍然非常集中，最富有的10%的人群拥有全部财富的60%）所拥有的相当于欧洲全部之所有，包括其公共债务。[\[2\]](#)

在这种条件下，如何将公共债务削减到零？一个解决方案是私有化所有公共资产。根据不同欧洲国家的国民账户，出售所有公共建筑、学校、大学、医院、警察局、基础设施等等，所得之款项大体可以付清所有未清偿债务。[\[3\]](#)最富有的欧洲家庭将变成学校、医院、警察局等等的直接所有者，而不是经由金融投资持有公共债务。其他每个人将不得不为了使用这些资产支付租金，而这些资产将继续提供相关公共服务。虽说很多人对此举双手赞成，但在我看来则是治标不治本。如果欧洲的社会国家要圆满且长久地完成其使命，尤其是在教育、医疗和安全领域，它必须继续拥有相关公共资产。但是，重要的是要理解，就目前状况而言，政府必须为未清偿的公共债务支付沉重的利息（而不是租金），因而其情况和为使用相同资产而支付租金没有太大不同，因为这些利息支付对国库来说同样是沉重的负担。

一个更加令人满意的削减公共债务的途径是征收私人资本特别税。例如，一个针对私人资本的15%的统一税，其收入接近1年的国民收入，因而可以立即偿还所有未清偿公共债务。国家继续拥有公共资产，但是其债务将削减至零并且因此可以不用再支付利息。[\[4\]](#)除了两个本质区别，这一解决方案相当于拒绝履行全部公共债务。[\[5\]](#)

首先，预测债务违约的最终影响总是很困难，即便只是部分违约——就是说，很难知道谁将实际承担成本。就像希腊在2011和2012年由于负债极端过度，不得不部分违约或者全部拒付。债券持有人被迫接受“预留扣减”（haircut）：银行和其他债权人持有的政府债券价值被减记10%~20%或者更多。问题在于，如果大范围使用这一方法——例如，用于整个欧洲而不仅仅是希腊（后者只占整个欧洲国内生产总值的2%），就很可能触发银行恐慌和倒闭风潮。最终的结果可能大相径庭，且很难在事前准确预测，其影响因素包括银行债券持仓的种类、银行的资产负债表结构、债权人的性质、利用家庭储蓄所做投资的特性等。而且，拥有最大资产组合的人很可能将及时重组其投资，从而差不多完全避免了预留扣减。人们有时认为，强加预留扣减是惩罚那些承担最大风险投资者的一种方法。没有什么比这更离谱：金融资产在不断交易，无法保证不出差错，而刚好惩罚到那些应该惩罚的人。特殊的资本税与预留扣减率类似，但其好处是以更加文明的方式来处理事情。每个人都被要求做出贡献，同样重要的是这可以避免银行倒闭，因为最终付款的是财富所有者（自然人），而不是金融机构。然而，如果要征收这种税，税务机构当然需要长期地和自动地获知其管辖下的公民所持有的银行账户、股票、债券和其他金融资产。没有这种金融登记清册（financial cadaster），每个政策选择都将面临风险。

但是财政解决方案的主要优势是，对每个人缴税的需求可以根据其财富规模进行调整。对欧洲全部的私人财富征收15%的特别税并不明智，反而应该实行累进税制，使更多的小额资产免于赋税，而对巨额资产征收更高的税，这样效果更佳。从某种意义上说，这正是欧洲银行方已经在做的，因为在银行倒闭的情况下它通常只担保低于10万欧元的存款。累进资本税是这一逻辑的一般化，因为它允许对征税等级做更细致的划分。可以设想不同层级的数字：对10万欧元以下的存款全部担保，10万到50万欧元之间的部分担保，如此这般，层级越多，情况越有益。累进税也可以适用于所有资产（包括上市和非上市股份），不仅仅是银行存款。如果真想要触及最富有的人，这是必需的，他们很少把钱存在支票账户。

无论如何，想要一下子把公共债务削减到零无疑是操之过急了。举个更现实的例子，假设我们想要把欧盟国家的债务削减大约是国内生产总值的20%，这将把债务水平从目前占国内生产总值的90%降低到70%，离目前欧盟条约设定的最大值60%不远。[\[6\]](#)就像上一章提到的，

一个累进资本税，对100万欧元以下的财富税率为0，100万到500万欧元之间税率为1%，大于500万欧元税率为2%，可以带来相当于2%欧盟国内生产总值的收入。要一次性得到相当于20%国内生产总值的收入，需要使用10倍高的税率：100万以下为0，100万到500万之间为10%，500万以上为20%。[\[7\]](#)有意思的是，为了大幅削减公债，法国1945年使用了特别资本税，其累进税率的范围是从0~25%。[\[8\]](#)

在10年期间使用0、1%、2%的累进税率，并将收入指定用于削减债务，也能得到相同的结果。例如，可以设立一个“偿债基金”（redemption fund），类似德国政府指定的经济学家委员会在2011年提出的。这一提议想要重组欧元区所有高于60%国内生产总值的公共债务（尤其是德国、法国、意大利和西班牙的债务），然后逐步将基金削减到零，但它远非完美。特别是它缺乏民主治理，没有民主治理，欧洲债务的重组是不可能的。不过，这是一个具体计划，可以很容易地和一次性或10年期的特别资本税相结合。[\[9\]](#)

通货膨胀能重新分配财富吗？

总结一下到目前为止的讨论：我们看到特别资本税是削减巨额公共债务的最好途径。这是迄今最透明、公正和有效的方法。但通货膨胀是另一个可能选择。具体来说，由于政府债券是名义资产（即其价格事先设定而不依赖于通货膨胀）而不是实际资产（其价格随经济形势而演变，通常至少和通货膨胀增加得一样快，就像不动产和股份），通货膨胀率的小幅增加足以显著削减公共债务的真实价值。在其他条件不变的前提下，如果一个国家每年的通货膨胀率从2%上升至5%，以国内生产总值百分比表示的公共债务的真实数值，将被削减超过15%——这是一个相当大的比重。

这一解决方案非常吸引人。历史上，这即为大多数高额公共债务的削减之道，尤其在20世纪的欧洲。例如，从1913年到1950年，法国和德国的通货膨胀分别为每年13%和17%。正是通货膨胀使得两国可以在20世纪50年代以非常小的公共债务负担开始重建。尤其是德国，可能是迄今为止在其历史上最肆意利用通货膨胀（连同彻底拒绝履行债务）来削减公共债务的国家。[\[10\]](#)除了特别反对这一解决方案的欧洲中央银行以外，其他所有主要中央银行——美联储、日本银行和英格兰银行——

目前都正在致力于或多或少地明确提高通货膨胀目标，并且也都正在试验各种所谓非传统货币政策，这并非偶然。如果它们成功了——比如，把通货膨胀从每年2%提高到5%（数值不一定是2%和5%），这些国家将会比欧元区国家更快走出债务危机。欧元区国家经济前景不容乐观，其原因不仅是欧洲国家无法进行额外的通货膨胀，也缺乏对欧洲预算和财政联盟的长远未来的明确关切。

确实，理解这一点非常重要，没有特别资本税和额外的通货膨胀，欧洲走出目前存在的高额公共债务负担可能要花费数十年。举一个极端的例子：假设每年通货膨胀率为零且国内生产总值增长率为2%（至少在短期，由于严格预算的明显紧缩效应在欧洲并不确定），预算赤字限定为国内生产总值的1%（考虑到债务利息，这实际上意味着相当程度的盈余）。那么，根据定义，要将债务/国内生产总值比率降低20%需要20年。^[11]如果在某些年份增长降到2%以下而债务上升到1%以上，那么要改变这一局面很容易就要花费三四十年，因为积累资本需要花费数十年，削减债务也要非常长的时间。

在19世纪的英国，可以找到持久的财政紧缩疗法的最有趣的历史范例。如第三章所示，为了使国家摆脱拿破仑战争留下的庞大公共债务，需要一个世纪的基本盈余（从1815年到1914年占2%~3%的国内生产总值）。在这个过程中，英国纳税人在债务利息上的花费要多于教育。这一选择无疑符合政府债券持有人的利益，却未必符合英国人民的普遍利益。英国教育的退步可能要为此后几十年这个国家的衰落负责。无可否认，当时债务超过国内生产总值的200%（并不仅仅像今天的情形一样，是100%），并且19世纪的通货膨胀接近零（而现在普遍接受2%的通货膨胀目标）。因此，有人希望欧盟的财政紧缩可能只需要持续10~20年（最低限度），而不是一个世纪。不过，那也将是一段很长的时间。如此考虑是合理的：即欧洲应该探索更好的途径去迎接21世纪的经济挑战，而不是每年花费国内生产总值的几个百分点去支付债务，同时大多数欧洲国家每年投入到大学的钱还不到国内生产总值的1%。^[12]

也就是说，我们坚持认为，通货膨胀充其量是对累进税的非常不完全的替代，会有一些讨厌的副作用。第一个困难是通货膨胀很难控制：它一旦开始，就不能保证可以停在每年5%的水平。在通货膨胀螺旋中，每个人都希望自己的工资和物价之间的变化是同步并且合意的。这个螺旋很难停止。在法国，从1945年到1948年，通货膨胀连续4年超过

50%。这实际上将公共债务削减殆尽，远较1945年征收的特别资本税激进。但是，数百万的小储户被洗劫一空，而这也使得20世纪50年代持续的老年人贫困问题更加恶化。[\[13\]](#)在德国，物价在1923年增长了1亿倍。德国的社会和经济在此期间遭受了永久的伤害，而这无疑还在继续影响着德国人对通货膨胀的认识。第二个困难是，通货膨胀一旦变得持续并进入预期，政府大多数想要得到的效应都会消失（特别是任何想借钱给政府的人都会要求更高的利率水平）。不可否认，支持通货膨胀的一个论据仍然存在：资本税和任何其他税种一样，会不可避免地剥夺人们将会有效利用的资源（用于消费和投资），相较于此，通货膨胀（至少其理想形式）主要惩罚那些不知道怎么处置自己钱财的人，即那些将太多现金存在银行账户或塞在床垫下的人。它有利于那些已经花掉一切或将一切都投资于实体经济资产（不动产或商业资本）的人，并且更好的是，它有利于那些欠债的人（通货膨胀削减名义债务，使得债务人可以更快站稳脚跟进行新的投资）。在这种理想化版本中，通货膨胀某种程度上是闲置资本的税收和动态资本的激励。这种观点有其合理的成分，不应立刻抛弃。[\[14\]](#)但是，正如我们在考察资本的不平等收益作为初始股本的函数时所示，通货膨胀绝不能阻止数额巨大且充分分散的投资组合，简单利用其规模就获得更高的报酬（即便是资本所有者并没有付出任何个人努力）。[\[15\]](#)

最后，事实上通货膨胀是一个相对粗糙和不精确的工具。它有时在正确方向上重新分配财富，有时则不是。确实，如果在少许通货膨胀和少许财政紧缩之间选择，通货膨胀无疑更可取。但是，在法国有时会听到这样的观点，通货膨胀是几近理想的财富再分配工具（它是这样一种方法：从“德国食利者”那里拿钱，和迫使莱茵河另一边的老龄人口表现出与欧洲其余部分更多的团结一致）。这种观点天真而荒谬。实际上，欧洲的通货膨胀大潮对财富再分配来说会有各种各样意想不到的后果，特别是会损害法国、德国和其他地方那些财产不多的人。相反，那些在莱茵河两岸以及任何其他地方，其财富处于不动产和股票市场的人很大程度上将免于损失。[\[16\]](#)当涉及永久降低财富不平等和削减非常高的公共债务水平时，累进资本税通常是比通货膨胀更好的工具。

中央银行是干什么的？

为了更好地理解通货膨胀，更一般地说，是中央银行在监管和资本

再分配中的作用，从当前危机退后一步来以更宽广的历史视角考察这些问题是有益的。回到金本位制处处是规范的时代，第一次世界大战前，中央银行发挥的作用要比现在小得多。特别是其创造货币的能力，严重受限于现存的金银存量。金本位制的一个明显问题是，总体价格水平的演变主要依赖于发现金银的风险。如果全球黄金存量不变但全球产出增长，价格水平将不得不下降（因为同样的货币存量现在不得不支撑更大数量的商业汇兑）。在实践中这是巨大麻烦的源头。^[17]如果突然发现了巨大的金银矿藏，就像16、17世纪的西属美洲（Spanish america）或19世纪中叶的加利福尼亚，价格会猛涨，这会造成各种问题，且给某些人以不应得的意外之财。^[18]这些缺陷使得世界无论何时重返金本位都非常不可能。（凯恩斯指出黄金是“野蛮的遗迹”。）

然而，一旦停止以贵金属为基础的自由兑换，中央银行制造货币的权力就具有潜在的无限性，因而必须严格管理。这是关于中央银行独立性争论的核心所在，也是很多误解的根源。让我们快速回顾这些争论：在“大萧条”开始阶段，工业化国家的中央银行采取了极端保守的政策：只是在不久之前放弃金本位制，它们拒绝创造必要的流动性来拯救陷入麻烦的银行，这引发了严重的倒闭潮，使得危机更加恶化，将世界推到深渊的边缘。理解这一悲剧历史经验造成的创伤非常重要。从那时起，每个人都同意中央银行的主要功能是确保金融体系的稳定，这要求中央银行担当“最后贷款人”的角色：万一出现彻底的恐慌，它们必须创造必要的流动性来避免金融体系的大面积崩溃。认识到这一点很关键：20世纪30年代以来，这个观点被所有的体系观察者所分享，不管他们对罗斯福新政或第二次世界大战后产生自美国和欧洲的社会国家的不同形式态度如何。确实，对中央银行稳定作用的信心有时好像与对同一时期出现的社会和财政政策的信心成反比。

这个观点在米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨1963年发表的不朽著作《美国货币史》中有明确的阐述。在这本重要著作中，货币经济学的领军人物根据大量历史档案，从微小细节追溯美国货币政策自1867年到1960年的变化。^[19]毋庸置疑，这本书把焦点放在了20世纪的“大萧条”上。对弗里德曼来说，以下表述无疑是合理的：美联储过度的紧缩政策，将股市崩溃转化为信贷危机，使得经济陷入通货紧缩螺旋和前所未有的巨大萧条中。危机的原因主要在货币，因此其解决方案也在货币。从这一分析出发，弗里德曼得出了明确的政治结论：为了确保资本主义经济的正常增长不受干扰，货币政策设计务必保证货币供给的稳定增

长。相应地，货币主义坚持认为，制造了大量政府工作和社会转移支付项目的罗斯福新政，是代价高昂而徒劳的把戏罢了。拯救资本主义不需要福利国家或全能政府：唯一必要的是一个运转良好的美联储。在20世纪六七十年代，尽管美国许多民主党人仍然梦想完成罗斯福新政，但公众已经开始担心相比于当时处于经济快速增长阶段的欧洲，美国会被抛在身后。在这种政治环境下，弗里德曼简单而有力的政治思想具有爆炸性的效果。弗里德曼和其他芝加哥学派经济学家的著作，促进了对不断扩张的政府的质疑，并且制造了使得1979~1980年保守主义革命成为可能的知识氛围。

人们可以明显地从不同角度来重新诠释这些事件：没有任何理由证明，恰当运行的美联储，不能成为恰当运行的社会国家和设计良好的累进税政策的补充。这些制度显然是互补的而不是互相替代的。与货币主义相反，美联储在20世纪30年代早期采用了过度紧缩的货币政策（像其他富裕国家的中央银行一样），丝毫不能说明其他制度的优劣。不过，这并不是让我们感兴趣的地方。事实是，所有经济学家（货币主义者、凯恩斯主义者和新古典主义者）和其他观察家一起，不论其政治谱系，都同意中央银行应该作为最后贷款人，并以一切必要手段来避免金融崩溃和通货紧缩螺旋。这个广泛共识解释了为什么全世界所有的中央银行——在日本、欧洲以及美国——通过承担最后贷款人和金融系统稳定者的角色来应对2007~2008年的金融危机。除了2008年9月雷曼兄弟倒闭，危机中的银行破产被限制在相当有限的范围。不过，关于当前情形下应该采取的“非常规”货币政策的确切性质，却没有达成什么共识。

中央银行实际上是干什么的呢？事实上，清楚认识这一点非常重要：中央银行本身不创造财富，它们重新分配财富。更准确地说，当美联储或欧洲中央银行决定创造额外的10亿美元或欧元时，美国和欧洲的资本不会增加同样的数量。实际上，国民资本不会有一美元或一欧元的改变，因为中央银行进行操作的手段常常是贷款。因此它们导致了金融资产和负债的创造，在其产生的那一刻，即彼此完全平衡。例如，美联储可能借10亿美元给雷曼兄弟或通用汽车（或美国政府），而这些实体则承担了同等的债务。美联储和雷曼兄弟（或通用汽车）的净财富完全没有改变，更不要说美国和全球。实际上，如果中央银行可以简单通过大笔一挥就增加本国或世界的资本，这倒是奇怪的事情。

接下来发生的事情依赖于这种货币政策如何影响实体经济。如果中

央银行发放的贷款能够让接受者渡过难关、避免最终崩溃（这可能会减少国民财富），那么，当形势稳定下来且贷款归还之后，我们可以认为美联储的贷款实际上增加了国民财富，或者说至少是避免了国民财富的损失。另一方面，如果美联储放贷的作用仅限于延缓借贷方的破产时间，甚至还有可能发生阻碍了有活力的竞争者的出现的话，可以认为美联储的政策最终减少了国民财富。两种结果都有可能，而且每一个货币政策都会或多或少地引起两种可能性。全球中央银行限制了2008~2009年衰退的损害，从这个意义上讲，它们帮助增加了国内生产总值和投资，也因此增加了富裕国家和全世界的资本。不过，这类动态变化显然经常是不确定的且面临挑战。确定的是，当中央银行通过借钱给金融、非金融企业或政府来增加货币供给时，不会立刻对国民资本（不管是公共领域还是私人领域）带来影响。[20]

自2007~2008年危机以来，“非常规”货币政策在尝试什么？在平稳时期，为了保证每年1%或2%的低通货膨胀率，中央银行意在确保货币供给和经济活动以相同的步伐增长。特别是，它们通过给银行非常短期（常常不会超过几天）的借款来创造新资金。这种贷款保证整个金融体系的清偿能力。家庭和企业每天存取大量货币，对任何特定银行来说这种存取都不是完全平衡的。2008年以来的主要创新在于对私人银行贷款的期限。美联储和欧洲中央银行开始实施3~6个月的贷款，而不是几天：在2008年第四季度和2009年第一季度，这些期限的贷款数量急剧增加。它们也开始以相似期限向非金融企业贷款。尤其是在美国，美联储也向银行部门提供9~12个月的贷款，并且直接公开购买远期债券。在2011~2012年，中央银行再次扩大其干涉范围。自危机开始以来，美联储、日本银行和英格兰银行购买主权债务，随着债务危机在南欧的恶化，欧洲中央银行也决定如法炮制。

这些政策需要做几处澄清。首先，中央银行通过提供必要的贷款为工人支付工资或者为供应商支付货款，行使权力阻止银行或非金融企业倒闭，但它不能强迫企业投资或家庭消费，也不能强迫经济重新开始增长。它也没有权力设定通货膨胀率。中央银行创造的流动性或许抵挡住了通货紧缩和萧条，但是富裕国家的经济前景依然黯淡，尤其是在欧洲，欧元危机破坏了人们的信心。在2012~2013年，最富有国家（美国、日本、德国、法国和英国）的政府可以以非常低的利率（刚刚超过1%）借贷，这一事实证明了中央银行稳定政策的重要性，但是也表明私人投资者不知道如何处置从货币当局处以接近零利率借来的钱。因此他

们宁愿将其现金以离谱的低利率再借给被视为最可靠的政府。有些国家的利率很低，而另一些国家的利率则高得惊人，这一事实是经济状况反常的标志。[21]

中央银行是强大的，因为它们可以非常快地重新分配财富，在理论上，分配范围也如其期望的一样广泛。如果有需要的话，中央银行可以在几秒钟内创造它想要的任何数量的货币，并将这些资金贷给需要的公司或政府。在紧急情况下（比如金融恐慌、战争和自然灾害），这种立刻制造无限货币的能力是非常宝贵的特性。没有税务机构能够如此快速地去征税：首先需要建立税基，设定税率，通过法律，征收赋税，事先防范可能的挑战等等。如果这是解决金融危机的唯一手段，世界上所有的银行恐怕都已经破产了。能够高效迅速地解决货币问题才是央行最强大的撒手锏。

中央银行的弱点在于很难精确地决定不同的公司适合获得多长期限、多少数量的贷款，还有管理作为结果的金融资产组合的难题。于此有一个结论是，中央银行资产负债表的规模不应该超过特定限度。随着2008年以来引入的所有新的贷款类型和金融市场干预，中央银行资产负债表规模几乎翻番。美联储资产和负债的总额从国内生产总值的10%上升到超过20%；英格兰银行也是如此；欧洲中央银行的资产负债表从国内生产总值的15%扩张到30%。这是令人吃惊的发展，但是其总量相较于私人净财富总量仍相当温和，在大多数富裕国家，私人财富是国内生产总值的500%~600%。[22]

在理论上设想更大的中央银行资产负债表当然是可能的。中央银行可以下决心买下一国的所有企业和不动产，投资于可再生能源工程，为高等院校提供支持，甚至控制整个经济。显然，问题在于中央银行并不胜任这样的活动，也缺乏民主合法性来做尝试。它可以大规模地快速重新分配财富，但也可能在目标选择上犯严重错误（像通货膨胀对不平等的影响就相当有害）。因此，限制中央银行资产负债表的规模更为可取。这也是为什么其运作都在严格授权下，很大程度上致力于维持金融体系的稳定。在实践中，当政府决定救助一个特定的行业分支时，就像美国2009~2010年救助通用汽车那样，是联邦政府，而不是美联储，掌管贷款发放、取得股份、设定条件和绩效目标。在欧洲同样如此：工业和教育政策是国家来决定的事情，而不是中央银行。这个问题并非技术上不可行而是事关民主治理。税收和支出立法的通过需要花费时间，这

一事实并非偶然：当意义重大的国民财富份额要改变时，容不得一丝一毫的疏忽。

在涉及限制中央银行作用的众多争论中，有两个问题特别有趣，一个事关银行监管和资本税的互补性质（塞浦路斯最近的危机凸显了这一问题），另一个事关欧洲目前之制度结构越来越明显的缺陷。欧盟正从事于一个历史上前所未有的实验：那就是尝试在跨越欧洲各国的巨大范围内创建一个无国界的通货体系。

塞浦路斯危机：当资本税和银行监管相遇

中央银行最重要的和不可缺少的作用是确保金融体系的稳定。中央银行是唯一有能力评价构成金融体系各类银行经营状态的机构，并且为了保证支付体系正常运转，可以在需要时给它们提供资金。它有时会得到其他银行监管机构的辅助：例如，通过发行银行许可证和确保银行维持特定的金融比率（为了确保银行相对于贷款和其他被视为高风险的资产，保持足够的现金储备和“安全”资产）。在所有国家，中央银行和银行监管部门（常常隶属于中央银行）一起工作。在当前涉及创立欧洲银行协会的讨论中，欧洲中央银行应该会扮演核心角色。在特别严重的银行危机中，中央银行也和像国际货币基金组织这样的国际组织协同工作。自2009~2010年以来，一个包括欧盟委员会、欧洲中央银行和国际货币基金组织的“三驾马车”通力合作来解决欧洲的金融危机，包括在南欧出现的公共债务危机和银行危机。2008~2009年的衰退导致许多国家的公共债务大幅上升，而这些国家危机前已经负债累累（尤其是希腊和意大利），衰退也导致了银行资产负债表的迅速恶化，尤其是遭受房地产泡沫崩溃影响的国家（最明显的是西班牙）。最终，两个危机是紧密联系的。银行持有政府债券，其确切价值不详。（希腊政府债券的持有者遭受了一次相当严重的损失，虽然当局承诺不会在其他地方重复这一策略，但在这种环境下未来的行动仍不可预测。）只要经济前景持续暗淡，国家财政只会继续恶化。而只要金融和信贷体系仍然在很大程度上持续阻塞，经济前景未来很难改观。

问题在于，不管是三驾马车还是各成员国政府，都不能自动获取国际银行数据或者所谓的“金融登记清册”，该数据将允许它们以有效和透明的方式分配调整负担。为了恢复其公共财政的坚实基础，意大利和西

班牙尝试自己征收累进资本税，我们已经讨论过，这非常困难。希腊的例子更为极端。每个人都坚持希腊向更富有的人收更多的税。这无疑是个绝妙的主意。问题是缺乏足够的国际协调，希腊显然无法自己征收这一既公正又有效的税，因为最富有的希腊人可以很容易地把钱转移到国外，常常是其他欧洲国家。然而，欧盟和国际机构从未采取措施实行必要的法律和监管。[\[23\]](#)缺乏税收收入，希腊因此被迫出售公共资产，常常是以大甩卖的价格卖给希腊本土买主和其他欧洲国民，他们显然更愿意利用这个好机会占便宜而不是给希腊政府缴税。

2013年的塞浦路斯危机是值得考察的有趣案例。塞浦路斯是一个有100万居民的岛国，2004年加入欧盟，2008年加入欧元区。巨额的外国存款催生了塞浦路斯银行部门的快速增长，而这其中俄罗斯的存款占大多数。这些钱被低税率和宽容的当地政府拉进塞浦路斯。根据三驾马车的官方声明，这些俄罗斯存款包括许多非常大的个人账户。很多人因而推测这些存款人是拥有千万甚至10亿欧元的财富寡头——可以在杂志的财富排名中读到的那些人。问题在于，无论是欧盟当局还是国际货币基金组织，都没有公布任何统计数据，哪怕是最粗略的估计。他们多半自身也没有多少信息，因为一个简单原因：他们从未学习掌握必要的工具手段来在这个问题上有所作为，即便这个问题非常重要。这种不透明无助于为这类冲突提供理性的和深思熟虑的解决办法。问题是塞浦路斯的银行已经不再拥有出现在其资产负债表上的那些钱了。显然，它们投资的希腊债券已经贬值，投资的房地产现在也没多少价值。欧盟当局自然会犹豫，在没有某种担保作为回报的情况下是否用欧盟纳税人的钱来救助塞浦路斯的银行，尤其是最后真正将被拯救的是俄罗斯的亿万富翁。

经过数月的深思熟虑后，三驾马车的成员们想出了一个极坏的主意：提议给所有银行存款征收特别税，不到10万欧元的税率为6.75%，超过10万欧元的税率为9.9%。某种程度上这个提议类似于累进资本税，这可能引起大家的兴趣，然而这里有两个重要警告。首先，该税种非常有限的累进性是虚幻的：实际上，塞浦路斯1万欧元账户的小储户和1000万欧元的俄罗斯寡头所适用的税率几乎是一样的。其次，处理问题的欧盟和国际机构从未精确定义税基。该税种似乎只适用于这类银行存款，因此存款人可以通过把资金转移到持有股票或债券的经纪人账户，或投资于不动产和其他金融资产来避税。换句话说，如果这一税收政策最终实施，在给定最大投资组合的构成和重新配置投资机会的前提下，这将很有可能是极端累退的，在2013年3月该税收政策在被三驾马车成

员和欧元区17国财长一致通过后，却遭到塞浦路斯国内的强烈抵制。最终，一个折中的解决方案被采纳：10万欧元以下的存款被免于征税（在提议的欧盟银行协会条款下，这是设想的存款担保上限）。不过，新税收的确切条款仍相对模糊。他们似乎根据实际情况对不同银行采取不同的标准（bank-by-bank approach），但确切的税率和税基尚未阐明。

这个插曲很有趣，因为它显示出中央银行和金融当局局限性。其优点在于可以快速行动，其弱点则是不能正确定向其导致的再分配。结论是，累计资本税不仅可以当作永久税收，还可以在应对重大金融危机时作为特别税来征收。在塞浦路斯的案例中，储户被要求帮助解决危机时没必要感到震惊，因为国家作为一个整体，是要为政府选择的发展战略承担责任的。另一方面，令人感到特别震惊的是，当局却没有想方设法来以公正、透明和累进的方式分摊调整成本。好消息是，这一插曲可能会让国际机构意识到其目前所用工具和手段的局限性。如果有人问有关当局，为什么为塞浦路斯所提议的税收加入如此少的累进性和施加于如此有限的税基，他们立刻会回答：因为某些银行数据无法得到，所以无法采取更大幅的累进性。[\[24\]](#)不幸的是，解决此问题的技术方案几乎唾手可得，但政府似乎并不急于采纳并解决。也许是因为累进资本税面临纯粹的意识形态障碍，这需要花时间来克服。

欧元：21世纪的无国家货币

2009年以来折磨南欧银行的各种危机引出了一个更普遍的问题，这和欧盟的整个体系结构有关。欧洲如何来创造——人类历史上第一次如此大规模地——一种没有国家的货币？由于2013年欧洲的国内生产总值占全球的将近1/4，这个问题不只是关乎欧洲居民的利益，也关乎整个世界的利益。

这个问题通常的答案是欧元的创立——1992年的《马斯特里赫特条约》达成协议，紧跟着柏林墙的倒塌和德国重新统一，2002年1月1日，当遍及欧元区的自动柜员机首次开始提供欧元纸币时，原来的规划成为现实——但这只是一个漫长过程的第一步。货币联盟被期望自然演变进化成政治、财政和预算联盟，以至于成员国之间达成一种更为紧密的协作。但耐心是必要的，联盟必须一步一步前进。某种程度上这无疑是正确的。然而，在我看来，不愿意设计一条抵达期望终点的精确路线——

任何关于因循的路线、沿途的阶段和最后终点的讨论被反复延期——完全可能让整个进程偏离原定的轨道。如果欧洲1992年创造了无国家的货币，那么这么做的原因不单单是实用主义。这种制度安排创立于20世纪80年代末90年代初，当时许多人相信中央银行的唯一目的是控制通货膨胀。20世纪70年代的“滞胀”让政府和人民相信中央银行应该独立于政治控制，将低通胀作为唯一目标。这就是为什么欧洲创造了一个没有国家的货币和一个没有政府的中央银行。2008年的危机打破了中央银行的这一静态幻景，一切都明显指出，在严重经济危机中，中央银行需要发挥重要作用，而目前的欧盟机构完全不能胜任手头的任务。

毫无疑问，给定中央银行无限制造货币的权力，使其受到严格的约束和明确的限制完全合理。没人想授权给国家首脑可以任意替换大学校长和教授的权力，更别说规定教学内容了。出于同样的原因，在政府和货币当局之间的关系上施加严格限制，也没什么可惊讶的。但是中央银行独立性的限度也应该明确。在当前的危机下，据我所知，没有人提议中央银行回到其在第一次世界大战前在很多国家享有的私有地位（在某些国家，大概处于1945年）。[25]具体而言，中央银行是公共机构的这一事实，意味着其领导人由政府（有些情况下由议会）任命。很多时候这些领导人不能在其任期内（通常5~6年）被免职，但是如果其政策被认为不足以解决问题，则可以在任期结束时被替换，这正好为政治控制提供了一个途径。实际上，美联储、日本银行和英格兰银行的领导人被要求与本国民选选举的合法政府密切合作。在这几个国家，中央银行在稳定利率和公共债务，并且使利率和债务处于较低且可预测的水平上发挥了重要作用。

欧洲中央银行面临一系列特殊的问题。首先，欧洲中央银行的地位比其他中央银行更受限制：保持低通货膨胀目标绝对优先于支持经济增长和充分就业。这反映了欧洲中央银行孕育期的意识形态背景。此外，欧洲中央银行不允许购买新发行的政府债券：必须首先让私人银行借款给欧元区的成员国（可能以高于欧洲中央银行向私人银行收取的利率），然后在二级市场购买债券，就像经过许多次考量后，欧洲中央银行对南欧政府的主权债务最终所做的那样。[26]更进一步地说，很明显欧洲中央银行的主要困难在于，它必须处理17个国家的债务，与17个国家政府打交道。在这样的背景下发挥稳定作用很不容易。如果美联储不得不在每个早晨选择是否关注怀俄明、加利福尼亚和纽约的债务，并且要基于每个特殊市场紧张局势的判断，还要在来自全国各个地区的压力

下设定利率和数量，那么，坚持一贯的货币政策也将变得非常困难。

从2002年欧元的引入到2007~2008年危机的开始，整个欧洲的利率差不多是同一的。没人预先料到退出欧元区的可能性，一切似乎都运转良好。然而，当全球金融危机爆发时，利率开始迅速分化。对政府预算的冲击非常严重。当政府经营着接近一年国内生产总值的债务时，利率几个点的不同会有相当大的后果。面临这种不确定性，只要是关于调整带来的负担和社会国家不可缺少的改革，就几乎不可能有冷静温和的民主讨论。对南欧国家来说，几乎没有选择的可能性。在加入欧元区之前，它们可以贬值其货币，这至少可以恢复竞争力，刺激经济活动。在投机的某种程度上来说各国利率，比此前在欧洲货币间汇率上的投机更不稳定，尤其自从跨境银行借贷在迅速发展如此大的比例，以至于少数几个市场参与者的局部恐慌足以引发足够大的资本流动之时，从而影响到像希腊、葡萄牙和爱尔兰，再甚至像西班牙和意大利这样更大的国家。逻辑上，那些失去货币主权的国家应该得到补偿，如果需要，可以通过保证这些国家以较低且可预测的利率借款这一手段。

欧洲统一问题

对欧元区国家（或至少那些愿意的）而言，克服这些矛盾的唯一途径是合并经营其公共债务。德国提议创立的“偿债基金”，我们此前谈到过，这是一个好的起点，但它缺乏政治内容。[\[27\]](#)具体来说，提前20年决定准确的“偿债”节奏将会怎样——也就是说，合并的债务存量将以多快的速度削减至目标水平——许多参数将会影响结果，如经济状况等等。决定多快支付合并债务，或者换句话说，决定欧元区应该支撑多少公共债务，需要授权给一个欧盟“预算议会”来决定欧盟预算。做这件事最好的办法是从各国国家议会的议员中选出预算议会的成员，如此一来欧盟议会的主权将具有基于民主选举国家议会的合法性。[\[28\]](#)像任何其他议会一样，这个团体将通过公开辩论后的投票多数来决定事宜。同盟将会形成，部分基于政治联系，部分基于国家联系。尽管这个团体的决定将不会完美，但是至少我们会知道决定了什么以及为什么，这一点非常重要。我认为，创立这样一个新的团体而不是依赖目前的欧盟议会更为可取，目前欧盟议会由27个国家的成员构成（许多国家是不属于欧元区的，并且不想推进欧洲一体化）。依靠现存的欧盟议会也将和各国国家议会的主权产生冲突，这将会在那些影响国家预算赤字的决策上产生

问题。这可能是为什么向欧盟议会的权力转移，在过去很长一段时间内经常无法很好实现的一个原因，并且这种情况在将来很长时间可能仍然如此。是时候接受这一事实，并创建出一个议会团体来表达存在于欧元区国家中的统一愿望（这可以由在适当考虑后果后，同意出让货币主权这一事实清晰地反映出来）。

可能有几种机构安排。2013年春天，新的意大利政府承诺支持德国当局几年前的提议，关于通过普选来选举欧盟主席——这个提议逻辑上应该附加上主席权力的增加。如果让预算议会来决定欧元区的债务应该如何处理，那显然需要一个欧盟财政部长对此团体负责，承担提出欧盟预算和年度赤字的任务。可以肯定的是，没有一个真正的议会机构的欧元区是不行的，在此机构，能以公开、民主和独立自主的方式设定财政预算策略，而且还可以讨论克服欧洲目前深陷的金融和银行危机的方法。现有的各国首脑和财政部长的欧盟委员会无法做这个预算团体的工作。他们秘密会面，不参加公开辩论，经常在会议结束的午夜公报宣称欧洲得救了，但讽刺的是，即便参加者自身好像也常常不确知他们决定了什么。在这方面塞浦路斯税收的决议很典型：虽然是全体通过，但没有人愿意公开负责。[\[29\]](#)这种进程对维也纳会议的召开（1815）有益[\[30\]](#)，而不应存在于21世纪的欧洲。上文提到的德国和意大利的提案表明，进展是可能的。不过，有一事实令人震惊：法国在两个总统任期内缺席了大多数的辩论，^①即便该国经常性地向他人宣讲欧洲团结和重组债务的必要（至少在修辞层面）。[\[31\]](#)

除非事情向我所指出的方向转变，否则设想一个欧元区危机的恒久解决方案非常困难。除了合并债务和赤字，当然还有其他一些单独国家无法使用的财政和预算工具，因此考虑联合使用是合理合意的。马上进入脑海的第一个例子当然是累进资本税了。

一个更加明显的例子是对公司利润的课税。20世纪90年代初以来，欧洲国家间这方面的税收竞争非常激烈。尤其是几个小国，以爱尔兰为首，以及几个东欧国家，把低公司税作为其经济发展战略的关键要素。在理想税收体系下，基于共享的和可靠的银行数据，公司税的作用有限。它不过是个人的股东和债券持有者应纳所得税（或资本税）的扣缴形式。[\[32\]](#)实际上，问题在于这个“扣缴”税常常是唯一支付的税，因为很多公司申报为利润的部分并不算进个人的应税收入，这就是为什么说通过公司税从源头上征收数量可观的赋税是非常重要的。

正确的操作方法应该是要求公司在欧盟层面单独申报利润，然后以比目前每个子公司利润单独课税的体系更少遭到操纵的方式，来对利润征税。目前单独课税体系的问题是跨国公司的最终支付经常少得可笑，因为它们可以人为地把所有利润分配给位于非常低税率地区的子公司；这种操作并不违法，并且在很多公司经理的思想中甚至也并非不道德。[\[33\]](#)放弃利润可以固定在某个特定国家或地区的这一想法更为明智；作为替代，可以基于在每个国家的销售和工资来分配公司税收入。

与个人资本税相关的类似问题出现了。大多数税收体系遵循的一般原则是居住原则：每个国家向每年在其境内居住6个月以上的个人收入和财富征税。这个原则在欧洲越来越难使用，尤其在边境区域（例如，法国——比利时边境）。此外，财富经常部分地以资产所在地而不是所有者来征税。例如，巴黎公寓的所有者必须向巴黎市支付不动产税，即使他住在地球的另一端，也不论他的国籍。同样的原则也适用于财富税，不过仅对不动产。没有理由解释为什么它不能适用于以相应业务活动或公司所在地为基础的金融资产。政府债券同样如此。将“资本资产居住地”原则（而不是所有者）扩展到金融资产显然需要银行数据的自动分享，允许税务机构评估复杂的所有权结构。这种税也会引起跨国经营问题。[\[34\]](#)所有这些问题的确切答案只有在欧盟（或者全球）层面才能找到，因此正确的方法是创立欧元区预算议会来处理。

所有这些建议都是乌托邦吗？它们不比试图创造一个无国家货币更不现实。当国家出让了货币主权的时候，其财政主权事务就不应再局限于民族国家范围之内，这是必要的，比如公共债务利率、累进资本税或跨国公司税收。对欧洲国家而言，目前的首要任务应该是建立一个欧洲大陆政治权力机构，有能力重新控制承袭制资本主义和私人利益，推进21世纪的欧洲社会模式。考虑到普通欧洲社会模式面临的严重生存挑战，国家模式之间微小差异的重要性则应被放在从属地位。[\[35\]](#)

另一点需要铭记于心的是，如果没有这样一个欧洲政治联盟的话，税收竞争很有可能将继续肆虐。有关公司税的竞次（race to the bottom）将会继续，正如最近被提议的“公司权益补贴”中所显示的。[\[36\]](#)税收竞争经常导致其依赖消费税，认识到这一点很重要，这是存在于19世纪的税收体系，而当时没有累进税产生的可能性。在实践中，税收竞争有利于能够储蓄、改变其居住国，或两者皆具备的个人。[\[37\]](#)不过，请注意，朝向某种形式财政合作的进程比初看起来要快。例如，看

看被提议的金融交易税，它可能成为第一个真正的欧盟税。虽然这个税远没有资本税或公司税重要（就收入和分配效应而言），但是最近这方面的进程表明没有什么预先注定的。[\[38\]](#)从历史上来看，政治和财政的历史总是会自发地开辟道路。

21世纪的政府和资本积累

让我们从目前的欧洲建设问题后退一步，提出如下问题：在一个理想社会，何种水平的公共债务是比较合适的？我们可以立刻回答，这没有确定答案，为了符合每个社会为自己设定的目标和每个国家所面临的特殊挑战，只有民主审议可以决定这个水平。能够肯定的是，不存在一个合理的答案，除非一个更广泛的问题也被提出来：何种水平的公共资本是令人满意的，以及什么是国民总资本的理想水平？

在本书中，我们跨越时间和空间，非常详细地探究了资本/收入比 β 。我们也根据法则 $\beta = s/g$ ，考察了 β 在长期如何取决于每个国家的储蓄和增长率。但是我们还没有询问怎样的 β 是令人满意的。在一个理想社会，资本存量应该等于5年的国民收入，或是10年，抑或20年？我们应该如何思考这个问题？给出一个明确的答案是不可能的。不过，在特定假设下，可以给资本数量建立一个可以设想的先验累积上限。当资本积累了如此之多以至于资本收益 r ——设想应等于其边际生产率——下跌到等于增长率 g 时，最大资本水平就达到了。1961年，埃德蒙·菲尔普斯（Edmund Phelps）将等式 $r = g$ 命名为“资本积累的黄金律”。严格来说，黄金律意味着比历史上观察到的资本/收入比更高，因为正像我们所描述的那样，资本收益常常显著高于经济增长率。事实也确实如此，在19世纪前 r 比 g 高很多（资本收益率为4%~5%，经济增长率低于1%），并且在21世纪可能仍会如此（资本收益率仍然为4%~5%，长期经济增长率不会高于1.5%）。[\[39\]](#)很难说为了让收益率下跌到1%或1.5%需要积累多少资本，但可以肯定的是要远大于在目前看到的资本最密集国家的6年或7年的国民收入，也许需要10年到15年的国民收入，甚至可能更多。更难设想的是如何让资本收益率下跌到18世纪前的低增长水平（小于0.2%）。这意味着可能需要积累相当于20年到30年国民收入的资本，每个人将拥有如此多的不动产、机器、工具等等，这样额外的一单位资本只能让每年的产出增加少于0.2%。

事实是用这种方式提出问题太理论化了。黄金律给出的答案在实践中不是很有用，因为任何人类社会都不太可能积累那么多的资本。不过，黄金律背后的逻辑并非毫无意义。让我们简单总结一下。[40]如果满足黄金律，有 $r=g$ ，那么根据定义，资本的长期国民收入份额恰好等于储蓄率： $\beta=s$ 。相反，只要 $r>g$ ，资本的长期收入份额就会大于储蓄率： $a>s$ 。[41]也就是说，为了满足黄金律，不得不积累如此多的资本以至于资本不再产生任何收益。或者更准确地说，不得不积累如此多的资本，以至于仅为了支撑同样水平的资本存量（与国民收入成比例）就需要将每年的所有资本收益再投资。这就是 $\alpha=s$ 的含义：所有的资本收益都必须储蓄起来并增加到资本存量中。相反，如果 $r>g$ ，比起资本的长期收益，某种意义上就不再需要将所有资本收益再投资以支撑相同的资本/收入比。

那么，黄金律显然与“资本饱和”策略有关。如此多的资本积累使得食利者无力消费，因为如果想要保持资本与经济按同一速率增长，他们必须将所有收益再投资，以此保持其相对于社会平均水平的地位。相反，如果 $r>g$ ，再投资资本收益等于经济增长（ g ）的部分就够了，剩下的（ $r-g$ ）可以用于消费。不等式 $r>g$ 是食利者社会的根据。因此，积累足够多的资本从而将收益减至经济增长率，就可以终结食利者的统治。

但这是获得这一结果的最好方法吗？为什么资本所有者或整个社会将选择积累如此之多的资本呢？记住，得出黄金律的那个论据只是简单设置了一个上限，绝没有证明可以达到这个上限。[42]在实践中，有更加简单和更为有效的方法来对付食利者，即对他们征税。我们不需要积累相当于十多年国民收入的资本，那可能需要几代人放弃消费。[43]在纯理论层面，原则上一切都取决于增长的来源。如果没有生产率增长，这时唯一的成长源泉将是人口，那么将资本积累到黄金律要求的水平就可能是有意义的。例如，如果假设人口永远以每年1%的速度增长，人们有无限的耐心且关心后代的福祉，那长远来看，最大化人均消费的正确方法就是积累充足的资本直到让收益率降至1%。不过这个论据有明显局限。首先，假设不变的人口增长很奇怪，因为它取决于后代的生殖选择，当代人无法对此负责（除非我们假设一个避孕技术非常不发达的世界）。此外，如果人口增长也为零，那就不得不积累无限资本，因为只要资本收益是正值，即便很小，对当代人而言，为了后代的利益，也要什么都不消费而积累尽可能多的资本。马克思隐含地假设了人口和生产率零增长，他认为，这是资本家积累越来越多资本这一无限欲望的最终

结果，而这最后将导致资本主义的灭亡和生产资料的集体所有。实际上，苏联通过积累无限的工业资本和不断增长的机器，宣称为公共利益服务：没有人真正知道计划者认为积累应该止于何处。[44]

如果生产率增长轻微为正，资本积累过程就由法则 $\beta = s/g$ 描述，而社会最优问题将变得更难解决。如果事先知悉生产率将以每年1%永久增长，这意味着后代将比当代生产率更高更繁荣。如果是这样的情况，牺牲当前消费积累大量资本是否合理？取决于如何选择对比和衡量不同世代的福利，人们可以得到任何想要的结果：给后代什么都不留更明智（也许除了我们的污染），或者遵循黄金律，或者在这两个极端之间、在任何当代和后代的消费之间与它们分离。显然，黄金律的实际效用是有限的。[45]

实际上，数学公式无法让我们解决给后代留下多少资本这一复杂问题，但简单常识应该足以得出结论。那么，为什么我认为有必要介绍这些围绕黄金律的概念讨论？因为它们对近些年的公共争论有针对性意义：一是关于欧洲的赤字，二是关于环境变化问题的论战。

法律和政治

首先，在欧盟关于公共赤字的讨论中，一个相当不同的“黄金律”理念占据了重要的位置。[46]1992年，《马斯特里赫特条约》创造了欧元，条约规定成员国应该确保其预算赤字小于国内生产总值的3%，公共债务总额低于国内生产总值的60%。[47]而这些选择背后明确的经济逻辑却从未被完全阐明过。[48]实际上，如果不包括公共资产和全部国民资产，很难在理性的基础上为任何特定水平的公共债务辩护。我们已经提到这些严格的预算约束条件的真正根源，这是历史上前所未有的。（美国、英国和日本从未给自己施加过这样的规则。）这是创造一个无国家货币几乎不可避免的结果，尤其是在没有合并成员国的债务或协调赤字的情况下。据推测，如果欧元区自己配备了预算议会，有权决定和协调各个成员国的赤字水平，马斯特里赫特标准也将不再必要，起决定作用的将是主权和民主。目前没有令人信服的理由来施加先验的限制，更不用说将国家宪法中的债务和赤字限制奉为神圣了。当然，由于预算联盟的建立才刚刚开始，可能需要特殊规则来树立信心：例如，可以设想为了超过一定的债务水平，需要获得议会的绝对多数。但没有理由将

碰不得的债务和赤字限制雕刻在石头上，以防被未来的多数票改变。

请不要误解，我对公共债务并没有特别的嗜好。如前所述，债务常常成为劫贫济富的间接再分配形式，财富从有适度储蓄的人转移到有钱借给政府的人（一般来说，他们应该缴税而不是贷款）。自20世纪中期和第二次世界大战后大规模的公共债务拒付（以及由通货膨胀导致的债务收缩）以来，许多关于政府债务及其与社会再分配关系的危险观念涌现出来。这些错误的观念急需摒弃。

然而，有很多原因表明，将预算限制以法律或宪法的形式固定下来不是很明智。首先，历史经验显示，在严重危机中常常需要做出紧急的预算决策，其规模在危机前是难以想象的。把它留给宪法法官（或专家委员会）去一件件判定是民主的倒退。无论如何，将决定权交给法院是有风险的。实际上，历史表明宪法法官有一个不幸的倾向，即以非常保守的方式解读财政和预算法律。[\[49\]](#)这种司法保守主义在欧洲尤其危险——那里有一种倾向，如果需要征税，人口、货物和资本的自由流动会被视为基本权利，优先于成员国提高其人民普遍利益的权利。

最后，如果不把很多影响国民财富的其他因素纳入考虑范围，判断合理的债务和赤字水平是不可能的。当我们今天浏览所有可获得的数据时，最令人震惊的是欧洲的国民财富从未如此之高。诚然，考虑到公共债务的规模，净公共财富几乎为零，但是净私人财富如此之高以至于二者之和达到了一个世纪中的高峰。因此，认为我们将耻辱的债务负担留给子孙，应该充满懊悔并且乞求原谅的想法简直不可理喻。欧洲国家从未如此富裕。另一方面，真正可耻的是这样巨大的国民财富分配极其不公。私人财富建立在公众贫困的基础上，一个特别不幸的结果是我们现在在债务利息上的支出远超过我们投资于高等教育的费用。这是真的，而且已经很长时间了。自1970年以来，高等教育的费用增长已经相当缓慢，我们正处在债务成为公共财政重负的历史时期。[\[50\]](#)这是必须尽快削减债务的主要原因，最好通过渐进的一次性私人资产税来解决，如果不行就靠通货膨胀。无论如何，决策应该由独立自主的议会经过民主讨论后做出。[\[51\]](#)

环境变化和公共资本

与这些黄金律相关联的问题中，有主要影响的第二个重点指标就是气候变化，并且具体来说是21世纪人类自然资本恶化的可能性。从全球视角来看，这显然是世界长期内的最主要困扰。2006年发布的斯特恩报告计算显示，在某些情景下，环境的潜在破坏到21世纪末可能相当于每年全球国内生产总值的几十个百分点。在经济学家中，围绕该报告的争论主要在于未来环境破坏应该以什么样的利率折现。尼古拉斯·斯特恩（Nicholas Stern）是英国人，他主张相对低的贴现率，大概和经济增长率一致（每年1%~1.5%）。在这个假设下，当代人在自己的计算中对未来破坏赋予非常高的权重。美国人威廉·诺德豪斯（William Nordhaus）则坚决主张应该选择一个接近于平均资本收益率的贴现率（每年4%~4.5%），这个选择让未来的灾难显得不那么令人担忧。也就是说，即使每个人在未来灾难的成本上意见一致（尽管有明显的确定性），仍然可能得到不同的结论。对斯特恩而言，全球福利的损失如此之大，以至现在每年花费全球国内生产总值的5%来尝试缓和未来的环境变化是合理的。对诺德豪斯而言，如此的高额支出完全是荒唐的，因为我们的后代比我们更富裕也有更高的生产率。他们会找到办法来应付，即使那意味着较少的消费；而从普遍福利的立场看，这无论如何比斯特恩设想的那种尝试成本要更低。所以，最终这些专家的计算得出明显不同的意见。

在我看来，斯特恩的意见比诺德豪斯的显得更合理。不可否认，后者的乐观主义很有吸引力，也恰好和美国的无限制碳排放策略一致，不过不是非常令人信服。[\[52\]](#)无论如何，这些相对抽象的关于贴现率的争论很大程度上绕开了我心目中真正核心的问题。公共讨论越来越呈现出一种实用主义转向，伴随着对主要投资需求的探讨——寻找新的无污染技术和足够丰富的再生能源形式，使世界可以不依赖碳氢化合物，而这在欧洲十分明显，在中国和美国也有所体现。关于“生态刺激”的讨论在欧洲特别流行，许多人视之为摆脱当前惨淡经济环境的可能方法。这个策略特别诱人，还因为很多政府目前可以以非常低的利率借贷。如果私人投资者不愿意支出和投资，那么政府为什么不能投资于未来以避免可能的自然资本恶化呢？[\[53\]](#)

这是关于以后几十年的非常重要的讨论。公共债务（比全部私人财富要小得多，也许并不真的那么难以消除）并非我们的主要困扰。最紧要的需求是增加我们的教育资本和阻止我们的自然资本恶化。这是一个远为严重和困难的挑战，因为气候变化不能大笔一挥来消除（或者用资

本税，这没有什么不同）。最关键的实际问题如下：假设斯特恩大致正确，有充分理由每年支出全球国内生产总值的5%来阻挡一场环境灾难，难道我们真的知道应该投资什么以及应该如何做出努力吗？当我们探讨如此重量级的公共投资，重要的是要认识到，这将代表大规模的公共支出，远大于此前富裕国家的任何公共支出。[\[54\]](#)如果我们讨论私人投资，我们需要明确公共融资的方式以及谁将拥有最后的技术和专利。我们应该依靠先进的研究在发展可再生能源上快速取得进步呢，还是应该立刻严格限制化石燃料的使用呢？选择一个可以利用所有可能工具的平衡策略或许是明智的。[\[55\]](#)这不过都是常识。然而事实仍然是，现在没有人知道如何应付这些挑战，或者政府在未来数年阻止自然资本恶化方面将发挥怎样的作用。

经济透明度和资本的民主控制

更一般地来讲，未来数年最重要的事情将是发展新的所有权形式和资本的民主控制，我认为坚持这一点很重要。自从柏林墙倒塌后，公共资本和私人资本的分界线绝不像有些人相信的那么清楚。如前所述，已经有很多领域，比如教育、医疗、文化和媒体，其主导的组织 and 所有权形式不同于极端的纯粹私人资本（参照完全为股东所有的股份公司）和纯粹的公共资本（基于相似的自上而下逻辑，主权政府决定所有投资）。显然有很多中间的组织形式，可以调动不同个体的才能和他们可以利用的信息。当提到组织集体决策时，市场和投票箱只不过是两个极端。我们仍然需要创造新的参与和治理形式。[\[56\]](#)

关键在于，这些不同形式的、资本的民主控制很大程度上取决于每个相关个体获取经济信息的可能性。经济和金融透明度对税收目标确实很重要，但还有更多的原因。它们对民主治理和参与至关重要。在这方面，重要的不是有关个人收入和财富的透明度，这无关痛痒（或许除了政治官员的案例，或没有别的办法建立信任的情况）。[\[57\]](#)对集体行动来说，最重要的是私人公司（还有政府机构）公布详细账目。目前公司被要求公布的会计信息完全不足以让工人和普通民众形成关于公司决策的意见，更不用说进行干预了。来看本书刚开头提到过的具体例子，隆明公司是马瑞卡纳铂矿的所有者，2012年8月那里的34名罢工者被枪杀，其公开账目也没有明确告诉我们矿藏产生的财富如何在利润和工资之间分配。全世界公司的公开账目普遍如此：以非常宽泛的统计类别来

将数据分组，揭示尽可能少的实际利害关系，而更详细的信息是保留给投资者的。[58]毋庸讳言，工人及其代表在参与企业投资决策时，对经济现实没有足够的了解。没有真正的会计和财务的透明度和信息共享，就不可能有经济民主。相反，没有一个真正的权力干预公司决策（包括公司董事会的工人席位），透明度也没有多大用处。信息必须支持民主体制，它本身不是目的。如果民主哪天恢复了对资本主义的控制，它必须从认识到这一点开始，即包含民主和资本主义的具体机构必须被一而再、再而三地重新改造。[59]

① 1814年9月至1815年6月在奥地利维也纳召开的一次欧洲列强的外交会议。从技术上来说，该会议实际上从未召开，因为没有召开过任何真正的大会，所有讨论都是在非正式会晤中进行的。——译者注

[1]特别请见表3.1。

[2]如果计入欧洲家庭在避税天堂拥有的资产，那么欧洲持有世界其余部分的净资产头寸将显著为正：欧洲家庭拥有的相当于欧洲全部之所有加上世界其余部分的一部分。见图12.6。

[3]连同出售公共金融资产之收入（与非金融资产相比不是很多）。见第三～五章以及在线技术附录。

[4]债务利息支付的免除将使得减税和（或）支持新投资成为可能，尤其是在教育方面（见下）。

[5]为了让这种对等更完满，财富必须以与不动产和金融资产所在地一致的方式征税（包括欧洲发行的主权债券），而不是简单基于所有者的居住地。我们后面还会涉及这一点。

[6]后面我们还会回到长期公共债务最优水平问题，这个问题的解决不能独立于公共和私人资本积累的水平问题。

[7]其他税收安排可以利用附表S15.1进行模拟，在线可得。

[8]详见第十章。

[9]关于偿债基金，见German Council of Economic Experts, Annual Report 2011 (November 2011); The European Redemption Pact: Questions and Answers (January 2012)。技术上，两个思想可以完美互补。但是在政治上和名义上，“偿还”（redemptions）这个概念（暗示全体居民长期共同承担）可能和累进资本税并不匹配，这个词并不是一个好的选择。

[10]除了利用通货膨胀削减债务，德国债务的很大部分在“二战”后被同盟国简单废止了。（更严格地说，偿还被推迟到德国最终统一，但是现在已经统一了却仍然未能偿还。）根据德国历史学家阿尔布雷希特·里奇尔（albrecht Ritschl）的计算，如果以合理的利率重新资本化，总额将非常可观。一些债务反映了德国占领期间向希腊征收的占领费用，这导致了无休止的、很大程度上不可调和的论战。这使得目前施加财政紧缩和债务偿还简单逻辑的尝试更加复杂化。见albrecht Ritschl, “Does Germany Owe Greece a Debt? the European Debt Crisis in Historical perspective,” paper given at the OeNB 40th Economics Conference, Vienna (London School of Economics, 2012)。

[11]如果国内生产总值每年增长2%，债务每年增长1%（假设开始时债务接近国内生产总值），那么债务/国内生产总值比率将每年降低约1%。

[12]上述一次性或10年特别资本税也可视为用基本盈余来削减债务的方法。区别在于，该

税有新的来源，不会增加大多数居民的负担，也不会干扰政府的其他预算。实际上，存在一个包括不同比例的解决方案（资本税、通货膨胀、财政紧缩）：任何事情都依赖于在不同社会群体中调整和分配负担的数量和方法。资本税将大多数负担放在非常富有的人身上，而财政紧缩政策通常意在放过他们。

[13]来自20世纪20年代的储蓄基本上被股市崩溃所清洗。然而，1945~1948年的通货膨胀是一个额外冲击。对此的回应是“老年最低消费”（old-age minimum，1956年创立）和现收现付（paYGO）养老金体系（1945年创立，此后进一步发展）的产生。

[14]有基于这种思想的理论模型。见在线技术附录。

[15]请详见第十二章提到的结果。

[16]如果欧元区解散了也是如此。通过印刷钞票和制造通货膨胀削减公共债务总是可能的，但是要控制这一危机的分配后果却很难，不管是用欧元、法郎、马克或里拉中的哪一个。

[17]一个经常被引用的历史范例是19世纪后期在工业化国家出现的轻微通货紧缩（价格和工资下降）。雇主和工人都都不喜欢这次通货紧缩，他们在接受直接影响他们的价格和工资下降之前，似乎要等到其他价格和工资下降。这种对工资和价格调整的阻力有时被称作“名义刚性”（nominal rigidity）。支持较低但是为正的通货膨胀（通常2%）的最重要论据是，相较于零或负通货膨胀，它使得相对工资和价格更容易调整。

[18]西班牙衰落的经典理论，指责金银管理有一定的松懈。

[19]见Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963)。

[20]注意，没有“印钞机”这种事：当中央银行为了借钱给政府而创造货币时，贷款记在中央银行的账簿上。即使在最混乱的时期，比如1944~1948年的法国，也是如此。货币不是简单地当作礼物给予的。此外，一切都取决于此后发生什么：如果货币创造提高了通货膨胀，就会发生实质性的财富再分配（例如，公共债务的实际价值会大幅降低，损害私人名义资产）。对国民收入和资本的全部效应，取决于政策对国家经济活动总体水平的影响。这在理论上要么是正面的要么是负面的，就像贷款对私人参与者一样。中央银行重新分配货币财富，但是它没有能力直接创造新财富。

[21]相反，投资者对更脆弱的国家所要求的利率于2011年升至高位（意大利和西班牙为6%~7%，希腊为15%）。这表明投资者易受影响，且对不远的未来怀有迟疑。

[22]在大多数发达国家，总金融资产和负债的数量甚至更高，因为它相当于10~20年的国内生产总值（详见第五章）。所以，中央银行只持有富裕国家总资产和负债的很小百分比。不同中央银行的资产负债表以周度或月度基础在网上发布。资产负债表中的每类资产和负债的数量表示为合计数（但没有按照中央银行贷款的接受者划分）。纸币和铸币只代表资产负债表中很小的部分（通常大约是国内生产总值的2%），其余大部分完全由簿记构成，就像家庭、企业和政府的银行账户那样。过去，中央银行资产负债表有时会有90%~100%的国内生产总值那么大（例如，1944~1945年的法国，此后被通货膨胀削减到一无所有）。2013年夏天，日本银行的资产负债表接近国内生产总值的40%。关于主要中央银行资产负债表的历史序列，见在线技术附录。考察这些资产负债表是有益的，而且表明它们离过去的纪录水平还有很远。此外，通货膨胀取决于很多其他力量，尤其是国际工资和价格竞争，这在当前减弱了通货膨胀趋势而将资产价格推到更高。

[23]如上一章指出的，关于欧洲银行数据分享管理规则的可能变化的讨论2013年才刚刚开始，距结出果实还有很长的路。

[24]特别是，大幅累进税需要个人在不同账户和不同银行持有的所有资产的信息（理想化的，不只是塞浦路斯而是整个欧盟）。小幅累进税的好处是可以在每个银行单独使用。

[25]在法国，从1803年到1936年，法兰西银行的200个最大股东在法律上拥有治理银行的核心地位，因此被授权决定法国的货币政策。“人民阵线”通过改变规章来挑战这一现状，允许政府任命法兰西银行的行长和副行长，此二人不是股东。1945年，法兰西银行被国有化。此后，法兰西银行不再有私人股东，成为纯粹的公共机构，像全世界大多数其他中央银行一样。

[26]希腊危机的一个关键时刻是，2009年12月欧洲中央银行通告，如果希腊被债券评级机构降级，将不再接受希腊债券作为担保物（即使没有任何法规强迫其这样做）。

[27]“偿债基金”另一个更技术化的局限是，给定“延期”（很多未清偿债务几年内到期，必须按时延期，尤其是在意大利）的量级，国内生产总值的60%的限制将在几年内很快达到，因此最终所有公共债务将不得不重组。

[28]预算议会应该包括大约50名成员，来自较大的欧元区国家，以人口比例分配。成员应该从国家议会的金融和社会事务委员会中选择，或者以其他方式。2012年采用的新欧盟条约提供了一个“预算议会讨论会”，但这是一个纯粹的自身没有权力的咨询团体，更不用说共同债务了。

[29]官方的说法是，对存款实质上的统一税是应塞浦路斯总统的请求而采用的，据说他是想对小额存款征重税以避免大额存款外逃。毫无疑问这里有相当的真相，危机昭示出小国在面临全球化经济时的困境：为了能有一席之地，它们得事先准备好卷入残酷的税收竞争来吸引资本，即使是最为人所不齿的资金来源。问题是我们将永远不会知道全部事实，因为所有谈判都是秘密进行的。

[30]通常的解释是，法国领导人仍然沉浸在2005年欧盟宪法条约全民公决失利的伤痛中。这个论据不完全令人信服，因为那个条约的主要条款后来没有经过全民公决批准就采用了，没有重要的民主改革，把全部权力都给予国家首脑和财政部长组成的委员会，只是简单认可了欧洲目前的无能状态。也许法国的总统政治文化可以解释，为什么在法国对欧洲政治同盟的反应没有德国或意大利那么先进。

[31]在弗朗索瓦·奥朗德（François Hollande）治下，法国政府在言辞上支持重组欧盟债务，但是没有明确的提议，假装相信每个国家可以连续自己决定愿意承担多少债务，但这是不可能的。重组意味着需要投票来决定债务的总规模。每个国家可以保持自己的债务，但是其规模应该适当，就像美国的州和市政债务。德意志银行行长常常向媒体发表声明，没有关于总共可以支出多少的协议的话，就不能分享信用卡，这符合逻辑。

[32]累进所得税和收入税比公司所得税更令人满意，因为它们允许税率调整和每个纳税人的收入或资本一致，而公司所得税对所有公司利润以相同水平征收，对大小股东的影响是一样的。

[33]相信像谷歌一样公司的经理人的申述，其论证大致如下：“我们给社会贡献了远多于我们利润和工资的财富，因此我们少缴税是非常合理的。”确实，如果一个公司或个人对经济其余部分贡献的边际福利大于其产品收取的价格，那么对其而言，少缴税甚至获得补贴都是完全合理的（经济学家称这种情况为正的外部性）。显然，问题在于每个人都会有兴趣宣称自己为世界上其他人贡献了很大的正的外部性。谷歌当然还没有提供哪怕最微小的证据来证明自己实际上做出了这种贡献。无论如何，每个个体可以用这种方式来设定自己的税率，很明显，这样的社会不好管理。

[34]最近有提议要把一个全球财富税的收入支付给国际组织。这种税将独立于国家，可能成为保护跨国经营权利的一个途径。见patrick Weil,“let them Eat less Cake: an international tax on the Wealthiest Citizens of the World,”Policy Network,May 26,2011。

[35]这个结论和丹尼·罗德里克（Dani Rodrik）的相似，他证明民族国家、民主和全球化是一个不稳定三角（三个中间的一个必须为另外两个让步，至少在某种程度上）。见Dani Rodrik,The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy (New

[36]“公司权益补贴”系统2006年在比利时被采用，准许从应税公司利润中抵扣相当于股本“正常”收益的数量。这个抵扣被说成是公司债务利息抵扣的对应物，被认为平衡了债务和权益的税收地位。但是德国和最近的法国提出了不同看法：限制利息抵扣。这场争论中的一些参与者，比如国际货币基金组织和欧盟委员会，宣称两个解决方案是等价的，虽然实际上它们并不等价：如果抵扣债务和权益的“正常”收益，那么很可能公司税将完全消失。

[37]特别是对不同种类消费品以不同税率征税，仅考虑到按收入阶层对消费税进行粗略定位。欧洲政府目前如此钟情于增值税的主要原因是，这种税允许有实际上的进口税和小规模的竞争性贬值。这当然是一种零和博弈：如果其他国家做同样的事情，竞争优势就消失了。这是低水平国际协调的货币联盟的症状。消费税的另一个标准辩解基于鼓励投资的想法，但是这种方法的基础概念并不清晰（尤其是在资本/收入比相对较高的阶段）。

[38]金融交易税的目的是降低非常高频的交易的数量，这无疑是好事。然而，从定义看，该税种将不能提高多少收入，因为其目的在于使来源枯竭。对潜在收益的估计常常很乐观。它不会超过国内生产总值的0.5%，这是好事，因为该税种不能锁定个人收入和财富的不同水平。见在线技术附录。

[39]见图10.9~10.11。要评价黄金律，必须使用税前资本收益率（应当等于资本的边际生产率）。

[40]原始文献是具有一定讽刺意味的寓言形式，值得重新阅读：Edmund Phelps, “the Golden Rule of accumulation: a Fable for Growthmen,” *American Economic Review* 51, no. 4 (September 1961): 638–43。相似的思想（表达得不是很清晰也没有提到黄金律）也可以在Maurice Allais’s *Economie et intérêt* (Paris: Librairie des publications Officielles, 1947) 和 Von Neumann (1945) and Malinvaud (1953) 的文章中发现。注意所有这些工作（包括菲尔普斯的文章）都是纯理论的，没有探讨为了让 $r = g$ 需要怎样的资本积累水平。见在线技术附录。

[41]资本份额由 $\alpha = r / \beta$ 给定。在长期有 $\beta = s / g$ ，所以 $\alpha = s \times r / g$ 。由此可得，如果 $r = g$ ，有 $\alpha = s$ ，如果 $r > g$ ，有 $\alpha > s$ 。见在线技术附录。

[42]为什么黄金律设定了一个上限，在线技术附录有更严谨的解释。基本直觉如下。超过了黄金律描述的资本水平，即资本收益跌至经济增长率之下，资本的长期份额低于储蓄率。从社会角度看这是荒谬的，因为需要比资本收益更多的投资来维持这样水平的资本存量。如果个人储蓄不担心回报，这种“动态无效率”就会出现：例如，如果他们是为老年储蓄而且预期寿命足够长。在这种情况下，对政府而言有效的政策是削减资本存量，例如，通过发行公共债务，因而实际上是用现收现付体系替代资本化的养老金体系。不过，这种有趣的理论化的政策在实践中好像永远不会出现：在所有大家知道的社会中，资本的平均收益率总是大于经济增长率。

[43]实际上，资本税（或公有制）可以确保国民收入中流向私人资本的收入比率（税后）小于储蓄率，而不需积累那么多资本。这是战后的社会民主理想：利润应该为投资提供资金，而不是股东的上流社会生活。正如德国总理赫尔穆特·施密特所说：“今天的利润是明天的投资和后天的工作。”资本和劳动相辅相成。然而，重要的是要理解这依赖于税收和公有制这样的制度（否则只能设想前所未有的积累水平）。

[44]在某种意义上，黄金律的苏维埃解读简单转化为集体归因于资本家的无限积累欲望。在《就业、利息和货币通论》（1936）的第十六和二十四章，凯恩斯讨论了“食利者的安乐死”，发展出了一个接近于“资本饱和”的思想：通过积累如此多的资本使收益消失，食利者将安乐死。但是凯恩斯没有清楚说明资本数量是多少（他没有提到 $r = g$ ），也没有明确讨论公共积累。

[45]这个问题的数学答案见在线技术附录。总结一下，一切都取决于常说的效用函数的凹性（用公式 $r = \theta + \gamma \times g$ ，前面在第十章讨论过，有时称为“修正黄金律”）。在无限凹性时，假设

后代不需要第100个额外的iphone，不给他们留任何资本。在相反的另一极端，与黄金律完全一致，可能需要留给他们相当于几十年国民收入的资本。无限凹性常常与罗尔斯主义的社会目标有关，可能更具吸引力。问题在于，如果不给未来留任何资本，根本不能肯定生产率会继续以相同步调增长。因此，问题很大程度上不可判定，对经济学家和对民众一样令人费解。

[46]在最一般的意义上，“黄金律”是一个定义人们之间相互义务的道德规则。它常用于经济学和政治学中，指的是定义当前人口对后代义务的简单规则。不幸的是，没有简单规则可以决定性地解决这个有关存在的问题，因而必然被反复问及。

[47]2012年签订的新条约保留了这些数字，还添加了保持“结构”赤字小于国内生产总值的0.5%的进一步目标（结构赤字修正了经济周期的效应），以及如果不遵守这些承诺的自动惩罚机制。注意，欧盟条约的所有赤字数字是指二级赤字（债务利息包括在支出中）。

[48]3%的赤字将允许一个稳定的60%的债务/国内生产总值比率，如果名义国内生产总值增长为5%（例如，2%的通货膨胀和3%的实际增长），基于将公式 $\alpha = s/g$ 用于公共债务。不过这个论据不是非常令人信服（特别是没有支持这一名义增长率的真正理由）。见在线技术附录。

[49]在美国，最高法院在19世纪末和20世纪初阻止了好几次征收联邦所得税的企图，然后阻止了20世纪30年代的最低工资法，而同时却在近两个世纪中发现奴隶制和此后的种族歧视与基本的宪法权利是完全一致的。更近一些，法国立宪法法院明显准备好了一个什么样的最高所得税率和宪法一致的理论：在经过一段时期的只有自己知情的高层法律磋商后，法院在65%和67%之间踌躇，并且纠结于是否应该包括碳排放税。

[50]这个问题类似于现收现付退休体系引出的问题。只有经济增长强劲并且财政基础以和债务利息相同的（或几乎相同）步调扩张，削减作为国民收入百分比的公共债务相对容易。当增长慢的时候情况不同：债务变成负担，很难动摇。如果我们计算1970~2010年的均值，会发现债务利息支付远大于平均的主要赤字，这在很多国家接近零，特别是在意大利，平均债务利息支出在这段时期达到7%的国内生产总值的极高水平。见在线技术附录和补充表S16.1，在线可得。

[51]然而，如果问题宪法化，像累进资本税这样的解决方案会被判违宪，这不是不可能的。

[52]斯特恩和诺德豪斯如何获得他们偏爱的折现率，见在线技术附录。有趣的是两个人使用我们前面描述过的相同的“修正黄金律”，不过当涉及选择社会效用函数的凹性时位置完全分化。（诺德豪斯比斯特恩做出了更加罗尔斯主义的选择，为了证明给后代的效用以很小的权重是合理的。）逻辑上更加令人满意的程序应该引入如下事实，即自然资本和其他资本形式在长期的可替代性远不是无限的（正如罗杰·盖内里和托马斯·斯特纳所做的）。也就是说，如果自然资本被破坏，未来消费更少的iphone也不足以弥补这些损害。

[53]如前所述，当前政府债务的低利率无疑是暂时的并且无论如何稍微有些误导：有些国家必须支付非常高的利率，而且今天在1%以下利率借款的政府也不可能持续几十年享受这种低利率（1970~2010年间的分析表明，富裕国家公共债务的长期真实利率大约为3%；见在线技术附录）。不过，目前的低利率是支持公共投资的有力经济因素（至少只要这样的低利率持续）。

[54]在过去几十年中，最富裕国家每年的公共投资（减去公共资产折旧）大约是国内生产总值的1%~1.5%。见在线技术附录和补充表S16.1，在线可得。

[55]包括像碳排放税这样的工具，作为相关二氧化碳排放的函数，它增加能源消费的成本（不是预算变量的函数，这一般是石油税的逻辑）。然而，有充分理由相信，价格信号对排放的影响要比公共投资和改变建筑规范（例如，需要保温）小。

[56]私人产权和市场（在特定条件下）可以使千百万个体所拥有的才能和信息进行协调和有效利用，这一经典思想可以在亚当·斯密、弗里德里希·哈耶克、肯尼斯·阿罗和克劳德·德布鲁的

工作中发现。投票是另一加总信息（更普遍的想法、思考等等）有效方式的思想也非常久远：可以追溯到孔多塞。关于政治机构和选举系统的建构主义方法的最近研究，见在线技术附录。

[57]例如，重要的是能够研究不同国家政治官员所处的财富和收入阶层（见前面的章节）。不过，统计概览可能足以满足目的；一般不需要详细的个人数据。关于在没有其他方式时建立信用：1789~1790年革命议会的最初行动之一是编制“津贴纲要”，列出名字和贵族政府支付给不同个人的金额（包括债务支付、前官员的退休金和完全的赠予）。这本1 600页的书包含23 000个名字，列出总额的明细（收入的不同来源被总计到每个个人单独的一行），涉及全部牧师、人们的年龄、支付的最后年限、支付的理由等等。它在1790年出版。关于这一有趣文献，见在线技术附录。

[58]这主要基于这一事实，即工资一般都与其他中间投入加总到一行（即与从其他公司的购买在一起，这既是劳动也是资本的酬劳）。因此，公布的账目从来没有透露利润和工资之间的分割，也不会允许我们发现中间消耗（可增加管理人员和股东收入的一种方式）可能被滥用。对于隆明公司账目及马瑞康纳矿产的例子，见在线技术附录。

[59]一个哲学家，如雅克·朗西埃（Jacques Rancière），对民主的迫切态度在这里是不可缺少的。尤其见他的La haine de la démocratie (paris: la Fabrique,2005)。

结论

在本书中，我介绍了关于18世纪以来财富和收入分配动态变化的相关历史，并且，我也尝试从中得出一些经验和教训，以资21世纪之殷鉴。

本书立论的资料来源比此前任何作者的收集范围都要广泛，但仍有缺陷和遗漏。我的所有结论本质上都略显牵强，应该受到质疑和争论。社会科学研究的目的在于制造数学上的确定性，而在于让形形色色的观点得到开放而民主的讨论。

资本主义的核心矛盾： $r > g$

本研究的总结论是：如果放任自流，基于私人产权的市场经济包含强有力的趋用力（尤其是知识和技术扩散的影响），但是它也包含强大的分化力量，这将潜在地威胁各民主社会以及作为其基础的社会正义价值。

主要的不稳定因素与如下事实相关，即私人资本的收益率 r 可以在长期显著高于收入和产出增长率 g 。

不等式 $r > g$ 意味着过去的财富积累比产出和工资增长得要快。这个不等式表达了一个基本的逻辑矛盾。企业家不可避免地渐渐变为食利者，越来越强势地支配那些除了劳动能力以外一无所有的人。资本一旦形成，其收益率将高于产出的增长率。这样一来，过去积累的财富要远比未来的收入所得重要得多。

财富分配长期动态变化的结果可能很可怕，特别是考虑到初始资本规模不同会直接导致资本收益率显著不同，以及全球范围内正在发生的财富分配的分化，这些因素都会不断加剧财富的不平等。

问题很严重，并且没有简单的解决方案。我们当然可以通过投资教育、知识和无污染技术来促进增长。但是这些都不会把增长率提高到每

年4%或5%。历史表明，只有正在赶超更发达经济体的国家（比如第二次世界大战后30年中的欧洲或今天的中国和其他新兴国家）才能以这个速度增长。对处于世界增长前沿的国家而言——并且因此最终对作为一个整体的地球而言——没有足够的理由相信增长率在长期会超过1%~1.5%，不管采取何种经济政策都是如此。[\[1\]](#)

有4%~5%的平均资本收益， $r > g$ 可能将再度成为21世纪的准则，就像它曾经贯穿历史，直到第一次世界大战前夜一样。20世纪中两次世界大战很大程度上将过去推倒重来，显著降低了资本收益，从而制造了资本主义基本结构矛盾（ $r > g$ ）已经被克服的假象。

确实，可以向资本收入征足够重的税，把私人资本收益率减少到低于增长率。但是，如果不分青红皂白地狠下重手，会有扼杀资本积累动力的风险，从而进一步降低增长率。那时企业家将不再有时间变为食利者，因为大概已经没多少企业家了。

正确的解决方案是征收年度累进资本税。这将能避免无休止螺旋式的不平等，同时保护对新型原始积累的竞争和激励。例如，我们此前讨论过可能的资本税安排，100万欧元以下的财富税率为0.1%或0.5%，100万到500万欧元之间为1%，500万到1 000万欧元之间为2%，几千万或数十亿欧元的税率高达5%或10%。这将遏制全球财富不平等的无限扩大，这种不平等目前正以长期不可持续的速度扩大，即使是对自我调节市场最热忱的捍卫者也应该为此感到担心。此外，历史经验表明，财富的这种巨大不平等与企业家精神没有任何关系，也对提高增长毫无益处。借用本书开头1789年法国《人权宣言》中的美好措辞，它也和任何“公共福祉”无关。

这一解决方案（累进资本税）的困难在于，需要高水平的国际协作和区域政治一体化，这对早些时候社会就已达成妥协的民族国家而言很难实现。许多人担心，推进更多的协作和政治一体化（例如欧盟），非但除了建立了一个竞争程度更高的巨大市场之外毫无建树，并且削弱了目前已有的成就（从欧洲多数国家在经历了20世纪诸多冲击后建立的社会国家开始）。但是完全竞争不能改变不等式 $r > g$ ，它并非任何市场“不完全”的结果，而是正好相反。虽然确实存在风险，但我没有看到任何真正的替代选择：如果我们想要重新控制资本主义，就必须把赌注都押到民主上——在欧洲，是欧洲范围的民主。像美国和中国这样的较大政治实体拥有更广阔的选择范围，但是对欧洲的小国而言（系于全球经济，

它们就会显得非常小），闭关自守只会导致比欧盟现存状况更大的挫折和失望。民族国家仍旧是适当的平台，21世纪的主要挑战之一就是，在民族国家的平台上使社会和财政政策更加现代化，发展新的治理形式和介于公有制和私有制之间的共享产权。但是，只有区域政治一体化可以实现对21世纪全球承袭制资本主义的有效管理。

政治和历史经济学

最后，我想用一点儿篇幅谈谈经济学和社会科学。正如我在导言中明确指出的，我把经济学看作社会科学的一个分支，与历史学、社会学、人类学和政治学并列。我希望本书能够让读者明白我的想法。我不喜欢“经济科学”（economic science）这一表述，为其中的极端傲慢感到震惊，这是因为它暗示经济学获得了比其他社会科学更高的科学地位。我更喜欢“政治经济学”（political economy）这一表述，它可能显得有些过时，不过在我看来传递了经济学和其他社会科学的唯一区别：其政治、规范和道德目的。

从一开始，政治经济学就寻求合乎科学地（或者说，理性地、系统地和有调理地）研究在一国的经济和社会组织中国家的理想作用。它提出的问题是：何种公共政策和制度可以引领我们更加接近理想社会？这种毫不掩饰的研究善恶的抱负，可能会让一些读者发笑，因为在善恶问题上，每个人都堪称专家。不可否认，这是一个经常不能实现的抱负。但它也是一个必要的、真正不可或缺的目标，因为社会科学家太容易自绝于公共辩论和政治对抗，而只满足于扮演评论员或其他观点和数据的破坏者角色。社会科学家，像所有知识分子和公民一样，应该参加公开辩论。他们不能满足于援引宏大而抽象的原理，比如正义、民主和世界和平。对于特定的制度和政策，他们必须做出选择和表明立场，不管是针对社会国家、税收体系还是公共债务。每个人都各有其政治立场。世界并没有分成两部分：一边是政治精英，另一边是时事评论员和观众，他们的职责只是每四到五年往票箱投一次票。倘若认为学者和民众生活在分离的道德世界，前者关心手段，后者注重结果，我相信，这是一种不切实际的说法。尽管这样的说法容易理解，但在我看来，有害无益。

很长时间以来，经济学家一直试图根据其所谓的科学方法来自我定义。实际上，那些方法往往过度使用数学模型，它们常常不过是一个借

口，为的仅仅是占领研究领域以及掩盖内容的空虚。太多的精力已经而且仍然浪费在纯理论的推演上，没有人想要解释经济事实，也没有人想要解决社会和政治问题。今天的经济学家对基于可控实验的实证方法充满热忱。当适度使用的时候，这些方法可能是有用的，也的确使一些经济学家转向研究经济学中的具体问题和各国的第一手资料（早就应该如此）。但是这些新方法本身有时候抵挡不住某些科学幻想的诱惑。例如，有可能花费大量时间证明一个纯粹和真实的因果关系存在，而对问题本身重视不够。新方法经常导致研究者忽视历史，也认识不到历史经验仍然是我们知识的主要来源。我们不能重演20世纪的历史，好像第一次世界大战从未发生，或者好像所得税和现收现付养老金制度从未产生。无可否认，历史的因果总是很难超越质疑的阴影而被证明。我们真的确定特定政策产生了特定的效果，还是说这个效果是由于其他原因？我们从历史（尤其是20世纪的研究）中得到的不完整的经验和教训，具有无法估量的和不可替代的价值，可控实验永远无法与之相提并论。要想学以致用，经济学家必须首先学会在方法论选择上更加务实，要利用任何可用的工具，从而与其他社会科学学科更紧密地合作。

相反，其他学科的社会科学家不应该把经济事实的研究留给经济学家，且一定不要在出现数字的时候，因害怕而落荒而逃，或者自我满足于说，每个统计数字都只是一个社会建构，这当然是真的，但并非是全如此。说到底，两种反应是一样的，因为它们都把研究领域丢给他人。

最不富裕者的利益

“只要科学调查仍然不能触及当代社会不同阶层的收入，就没有希望产生有益的经济和社会历史。”这个令人钦佩的句子是《19世纪法国的利润变化》（*Le mouvement du profit en France au 19e siècle*）的开头，由让·布维尔、弗朗索瓦·菲雷和马塞尔·吉莱在1965年发表。这本书在今天仍然值得一读，部分原因在于它展示了1930~1980年兴盛于法国的“历史序列数据法”，该方法有其独特的优势和缺点。但更重要的是它让我们回想起弗朗索瓦·菲雷的思想轨迹，而他的职业生涯提供了绝妙的例证，即为什么这一研究方法最终消亡，其中既有好的原因，也有坏的原因。

当菲雷作为一位年轻有为的历史学家开始其职业生涯时，他选择了

一个他认为处在当时研究中心的题目：“当代社会不同阶层的收入”。该书非常严谨，抛开了一切成见，致力于收集数据和建立事实。但是这是菲雷在这个领域的第一项也是最后一项工作。他1977年和雅克·奥祖夫（Jacques Ozouf）发表的精彩著作《读和写》（Lire et écrire），专注于“从加尔文到朱尔·费里（Jules Ferry）谈法国文化普及工作”，其中也可以发现他对编制序列数据的同样渴望，不过不再是关于工业利润，而是关于识字率、教师数量和教育支出。然而，菲雷主要因为他在法国大革命政治文化史方面的研究而出名，而在这项研究中完全找不到“当代社会不同阶层的收入”的任何蛛丝马迹。这位伟大的历史学家在20世纪70年代一心致力于反对法国大革命时期的马克思主义历史学家（他们当时特别教条而且明显占优势，尤其是在巴黎大学前身索邦神学院）。在研究法国大革命的政治文化史时，他似乎转而反对任何经济社会史。在我看来，这是一个遗憾，因为我认为不同的方法可以协调起来，共同用于研究。政治和观念的存在明显独立于经济和社会变化。议会制度和法治政府从来不全然是资产阶级的制度，马克思主义知识分子在柏林墙倒塌之前常常公开指责这一制度。然而，有一点也很清楚，即价格和工资、收入和财富的涨跌，帮助形成了政治观念和态度，这些表现方式反过来产生了政治制度、规则和政策，最终形成社会和经济变迁。找到一种兼具经济和政治、社会和文化，并且关注工资和财富的方法是可能的，甚至是绝对必要的。1917~1989年的两极对抗现在已成为历史。共产主义和资本主义的交锋抑制而非刺激了历史学家、经济学家以至哲学家展开关于资本和不平等的研究。[\[2\]](#)昔日这些陈旧的论战及其形成的历史研究虽已久远，但在我看来，迄今仍留有它们的印记。

正如我在导言中所言，序列数据研究法的夭亡也有技术因素。在那个年代，搜集和处理大量数据相当困难，因此这一类研究（包括菲雷的《19世纪法国的利润变化》）都很少对历史数据进行解读，从而阅读起来相当枯燥；特别是，对观察到的经济变迁和所要研究的政治、社会历史之间的关系，往往很少有分析。相反，我们现在可以得到完备的原始数据及数据描述，这些信息通常以电子数据表和在线数据库的形式出现。

我认为序列数据研究法的消亡还与如下事实相关，即在研究规划触及20世纪之前就渐趋式微。在研究18世纪或19世纪时，可以认为价格和工资（或收入和财富）的演变遵循自发的经济逻辑，而与政治或文化逻辑几乎无关。然而，当研究20世纪时，这种假象会立刻崩溃。快速浏览

一下反映收入和财富不平等或资本/收入比的曲线，就足以表明政治无处不在，而且经济和政治变化紧密交织，必须一起研究。这促使人们以具体方法研究国家、税收和债务，并摒弃简单抽象的经济基础和上层建筑的概念。

无可否认，专业化原则是合理的，一些学者不依赖统计序列进行研究确实无可厚非。社会科学研究有一千零一种方法，并一定要进行数据采集，甚至（我承认）数据研究法也不是特别有想象力。然而，对我而言，所有社会科学家、新闻工作者和时事评论员、工会和各个派系的积极分子，甚至所有民众都应该对金钱、金钱的度量、围绕金钱的事实和金钱的历史抱以严肃的关切。有钱人不可能不捍卫其利益。拒绝与数字打交道，很难为最不富裕者的利益带来帮助。

[1]也请注意，这是完全合乎逻辑的，认为增长率 g 的增加将导致资本收益 r 的增加，因此不会必然减小 $r-g$ 缺口。见第十章。

[2]当阅读诸如让-保罗·萨特（Jean-paul Sartre）、路易斯·阿尔都塞（louis althusser）和阿兰·巴迪乌（alain Badiou）之类的哲学家关于其马克思主义或共产主义许诺时，你有时会有这样的感觉，他们对资本和阶级不平等只有有限的兴趣，主要是当作性质完全不同的争论的借口。

致谢

15年（1998~2013年）来，我一直致力于对财富和收入的历史动态研究。这奠定了本书的基础。其中许多研究工作是与其他学者合作完成的。

我早期关于法国高收入者的著作《20世纪法国的高收入者》（Les hauts revenus en France au 20e siècle，2001年）幸运地赢得了安东尼·阿特金森和伊曼纽尔·赛斯的热情支持。没有他们的帮助，我这项不引人关注、以法国为中心的研究项目绝无可能具有今天这样的国际视野。攻读硕士学位时，安东尼就是我的楷模，他是我关于法国不平等的历史作品的第一读者，而且他随即着手研究了英国和其他一些国家的情况。我们同心协力，分别于2007年和2010年编辑出版了两卷厚厚的著作，总共涵盖了20个国家，形成了关于收入不平等历史演变的最大的数据库。伊曼纽尔和我研究了美国的情况。我们发现在20世纪70年代和80年代，前1%人群的收入出现了令人眩晕的增长，而且我们的研究成果在美国政治辩论中获得了一定影响。我们还一起撰写了多篇关于资本和收入最优税制的理论文章。本书在很大程度上得益于这些合作研究。

我与吉勒斯·波斯特尔 - 维奈、让 - 劳伦·罗森塔尔合写过关于法国大革命至今巴黎房地产档案的著作。本书也深受这一历史著作的影响。这些工作帮助我深入、直观地理解了财富和收入的重要性，以及与测度财富和收入相关的一些问题。最重要的是，吉勒斯和让 - 劳伦教会了我如何把握1900~1910年与当今财产结构的异同。

所有这些工作还要感谢过去15年来我有幸共事的博士生和年轻学者们。他们对本书的研究工作做出了直接贡献，他们的热情和活力也使本书写作过程中的知识氛围更为浓厚。我尤其感谢法昆多·阿尔瓦雷多、劳伦·巴克、安托万·博齐奥、克莱芒·卡尔博尼耶、法比安·德尔、加布里埃勒·法克、尼古拉·弗雷莫、露西·加登、朱利安·格勒内、埃莉斯·于利耶、卡米耶·朗代、伊万娜·马里内斯库、埃洛迪·莫里瓦尔、钱楠筠、多萝泰·鲁泽、斯蒂范妮·斯坦切瓦、朱丽安娜·隆多诺·维莱兹、纪尧姆·圣雅克、克里斯托夫·申克、奥雷莉·索蒂拉、马蒂厄·瓦尔代奈尔和加布里埃尔·楚克曼。特别是，没有法昆多·阿尔瓦雷多的高效、严谨和智慧，我就无从

经常引用“世界顶级收入数据库”；没有卡米耶·朗代的热情和坚持，我们就不会合作完成对“财政改革”的研究；没有加布里埃尔·楚克曼对细节的关注和令人钦佩的工作能力，我可能无法完成对富裕国家资本/收入比历史演变的研究，而这一研究在本书中发挥着关键作用。

我也想感谢那些帮助完成这个项目的机构，包括巴黎社会科学高等研究院（我从2000年起在此担任教职），以及巴黎高等师范大学等帮助创立巴黎经济学院的诸多机构（我自巴黎经济学院创立起就在其中担任教授，并于2005~2007年担任创始董事）。这些机构愿意携起手来，创建一个超越其个体利益的公益项目。我希望这个项目能继续对21世纪多极政治经济学的发展做出贡献。

最后，要感谢我的三个宝贝女儿朱丽叶、德博拉和埃莱娜，感谢她们给我的所有爱和力量。也要感谢朱丽娅，她和我同甘共苦，也是我最好的读者。在本书写作的每个阶段，她的影响和支持都是必不可少的。没有她们，我可能无力完成这个项目。

为避免全书正文过于冗长，尾注过于技术性，相关历史资料、参考文献、数据模型和数学模型都放在了技术附录中，可以在线查阅（<http://piketty.pse.ens.fr/capital21c>）。

特别要指出，在线技术附录中包含了正文中图表涉及的数据及相关资料和方法的细节。全书的尾注力求简洁，因此详细参考资料列入了在线技术附录中。该附录中还包含了大量图表，其中有些图表在尾注中也有提及（例如，第一章尾注21中提到“见在线补充图S1.1”）。在线技术附录和网址是对全书的补充，读者可有选择地查阅。

感兴趣的读者还可在线查阅所有相关数据（多为Excel或Stata图表格式）、数学公式、方程和主要资料来源，还可找到本书提到的更为技术性论文的连接。

我写作本书的目的是让那些从未受过专业技术训练的人也能看懂，而全书再加上技术附录则应该满足业内专业人士的需求。这一做法让我能够在网上提供相关图表和技术工具的最新修订版本。欢迎读者批评指正，邮件请寄：piketty@ens.fr。

图书在版编目 (Cip) 数据

21世纪资本论/(法)皮凯蒂著;巴曙松等译.——北京:中信出版社,2014.9

书名原文:Capital in the twenty-First Century

ISBN 978-7-5086-4725-8

i. ① 2... ii. ① 皮... ② 巴... iii. ① 资本主义经济 - 研究iv. ① F03

中国版本图书馆Cip数据核字(2014)第172735号

Capital in the twenty-First Century by thomas piketty

First published as Le capital au XXI siècle,

Copyright © Éditions du Seuil,2013

Simplified Chinese translation copyright © 2014 by China CitiC press

all RiGHtS RESERVED

本书仅限中国大陆地区(除港澳台地区)发行销售

21世纪资本论

著者:[法]托马斯·皮凯蒂

译者:巴曙松 陈剑 余江 周大昕 李清彬 汤铎铎

审校:巴曙松 陈剑

策划推广:中信出版社(China CitiC press)

出版发行:中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029)

(CitiC publishing Group)

逃不开的经济周期

历史，理论与投资现实

拉斯·特维德 (Lars Tvede) 著 董裕平 译



BUSINESS CYCLES

HISTORY, THEORY AND INVESTMENT REALITY



中信出版社 CHINA SINY PRESS

楚格州是瑞士最小的州。虽然面积很小，但充满了瑞士风情。放眼望去，山坡上散布着木质农舍，牧牛的铃声在山间飘荡。夏天的时候，许多房子旁边还会点缀上各种美丽的花。

它位于阿尔卑斯山麓，从这里向南可以远眺瑞吉山和皮拉图斯山的壮美。如果你置身其间，就可以看见西边耸立着秀美的少女峰和艾格峰。山谷中的河流汇入了当地的楚格湖。湖的东岸是古老的楚格镇，建于11世纪，镇上还保留着古老的木屋、狭窄的街道、富有浪漫气息的教堂，还有当年防御用的城墙和塔楼，人们还为湖上的船只建造了一个小小的码头。

岁月的洗礼极大地改变了这个地方。在漫长而暖和的夏天，生活变得纷扰忙乱。许多小小的户外咖啡馆挤满了欢乐的人群，这里有庆典、露天集市、音乐会，湖上偶尔还有壮观的焰火表演。预示着夏天快要结束的第一个信号是暴雨的到来。你会看见寂静的闪电划过远处的天空——不是几道闪光，而是几百道。闪电渐渐从远处逼近，轰隆隆的声音很快就打破了原来的寂静。当闪电出现在楚格镇上空的时候，几乎每道闪电都会击中湖面或者山坡。顷刻之间，风雨交加，而后又是一片明媚。秋天过后，会有一段阴暗多雾的天气。当雾散天清的时候，你就会看到白雪皑皑的山峰，此刻，冬天已经来了。

就在1998年年初一个晴朗而寒冷的冬日，我沿着苏黎世班霍夫街前行，准备去和朋友尤根·奇德克（也是自2005年以来我的合作伙伴）共进午餐。我们喜欢约在中央广场的餐馆见面，主要聊聊世界经济的状况与金融市场的前景。尤根是一位对冲基金经理，正在这个市场上努力打拼。像往常一样，我先点好午餐，然后问：“情况怎么样？”“还有好多没有处理完。这次将是一场巨大的崩溃。”他回答道，“俄罗斯的股票市场像滚落的石头一样下挫。尽管俄罗斯拥有1.5亿人口，但其经济规模比瑞士还要小一些。”“比瑞士还要小？”

“是呀。俄罗斯整个股票市场的价值大约相当于美国一些互联网公司的市值。亚太地区则是一团糟，有一些地方看起来像要努力建设成为新的曼哈顿。而今，那里的建筑物虽然屹立不动，却早已是人去楼空。这就像古老的经济周期又发作了。”

我们一边享用着午餐，一般聊着危机的细节和经济周期的理论，喝

完咖啡之后，我们便一起离开了餐馆。在外面互道再见的时候，我问他还有什么建议。“这是一次危机，你知道。而且这是一次很大的危机。不妨等等再看吧。”他回答道。户外寒冷刺骨，他说话时呼出的热气似乎都结成了冰霜。最后，他说完话，脸上竟然露出了很明显的喜色：“不过天气很可爱。”而后我们相互咧嘴笑了笑就分手了。

当我看到他走向自己的办公室时，我觉得他刚才说过的那些话仿佛已经凝结成冰，正在班霍夫街上飘荡，而且带着令人心寒的消息：“这是一次危机，你知道。而且这是一次很大的危机。”他所说的某个信息可能马上转过街角，进入瑞吉斯拉斯街，与其他所有忧心忡忡的商界人士所发表的言论混合在一起。或者它可能径直来到湖边，飘过湖面的小船，轻声向人们嘟囔着：“这是一次危机，你知道……不过天气很可爱。”

那天晚上，我回家的时候，没有脱外套就走进了花园，坐在树下的椅子上。这是一个异常漆黑的夜晚，雪花无声地飘落。我曾经非常喜欢这样寂静的冬夜，来自晴朗天空的雪花在我身边轻盈曼舞。我抬头望得见远处皮拉图斯山顶上滑雪酒店的灯光，而在我的脚下，是那些威严的游船亮着航行灯从湖面上划过。这真是一派非常神奇的景象。

我的思绪又回到了午餐时讨论经济周期的情景。我看到如此多的老练商人，因为不懂得经济衰退而变得身无分文。就连经济专家也感到这是一个难题——有多少人能说自己真正理解了这个问题呢？当出现暴跌的时候，许多人相信我们再也恢复不了了，而当出现繁荣的时候，有些人认为这种景象会永远持续。经济周期问题是非常复杂的。让我感到好奇的是，这种现象究竟是从什么时候开始出现的？在石器时代肯定不会有经济周期。那么它们是从1929年大危机开始的吗？显然不是，时间比这可要早得多。有可能是亚当·斯密时代吗？也不是，我们还要往前追溯。于是，我认为很可能是在欧洲市场经济引入纸币的时候，经济周期现象就真正成为了重要的问题。

把纸币引入欧洲的人是约翰·劳。这一举措刺激了一个非常巨大的信用市场的发展。信用市场对造成经济周期现象具有巨大的作用。因此，也许这就是经济周期现象真正成为重要问题的关键所在。

我深入地研究了约翰·劳。他是否真正理解自己引入的纸币呢？现在看来，他很可能没有理解。他怎么可能理解呢？我尽力想象着他的模样。他像我曾经看过的古老版画中的样子吗？他一定是高个子吧。在我

的心里，他的一幅肖像已经渐渐浮现出来——轮廓修长的高个男子。在太阳王（路易十四）的时代，他的鞋子看上去有些女性化，上面满是各种装饰物。我闭上眼，静静地斜靠在椅子上，仿佛看见约翰·劳一副赌徒的模样。我似乎看见一个自信而傲慢的年轻人，站在早晨的阳光下。肯定在一个公园，因为旁边树木葱茏。隔着一段距离，一群人正望着他。他们都穿着同样颇为滑稽的文艺复兴风格的衣服。然而，约翰·劳只是站在一侧，陷入了沉思。现在，我已经把他看得清清楚楚，甚至注意到他脸上流淌的细小汗珠。他似乎并未察觉到，而只是一直牢牢地盯住某一个点。他如此固执盯着的是另一个人。他死死地盯着，然后我看到他迅速地伸手去拿一件东西……

目录

第一篇 发现经济周期——繁荣与崩溃

第1章 密西西比泡沫

第2章 现金支付危局

第3章 经济危机——商业的苦恼

第4章 1837年美国经济危机

第5章 繁荣的终结

第6章 萧条的唯一原因就是繁荣

第二篇 经济周期的规律

第7章 又到经济危机爆发的时间了吗

第8章 究竟什么是经济周期

第9章 商业萧条与货币稳定

第10章 病入膏肓的经济

第11章 大萧条

第12章 创新与经济周期

第13章 有关货币的问题

第三篇 经济周期的隐藏决定力量

第14章 经济周期的图景

第15章 三种周期模式

第16章 蝴蝶效应

第17章 趋势与心理

第18章 网络爆炸

第四篇 经济周期的精髓

第19章 理论与现实的背离

第20章 亚当·斯密的3个问题

第21章 周期的主要驱动力

第22章 中央银行的挑战

第五篇 经济周期与资产价格

第23章 周期之母：房地产市场

第24章 收藏品投资

第25章 贵金属交易

第26章 商品期货投资

第27章 债券、股票与基金

第28章 世界最大的市场：外汇交易

第29章 经济周期和市场循环

跋

附录1 经济周期理论重要事件一览

附录2 历史上大规模金融危机一览表

BUSINESS CYCLES

第一篇

发现经济周期——繁荣与崩溃

第1章 密西西比泡沫

他站在那里，手里紧紧握着一把剑。即将要出现的一幕着实让人恐惧，他就要和一个23岁的年轻人进行一场决斗。这个年轻人名叫约翰·威尔逊，是这个镇上一个大家族的子弟。就在此刻，威尔逊的马车来了，除非威尔逊突然改变主意取消，否则决斗已经无法避免。约翰·劳为什么要接受这样一场决斗呢？他为什么要冒失去自己年轻生命的危险呢？他真的很愚蠢吗？实际上，他只要原谅自己，就可以退出决斗，绕开这个麻烦，或者只要离开伦敦一段日子，所有事情也就随着时间的流逝被人忘却了。然而，约翰·劳不是那样的人，他遇到麻烦时，从来不会逃避，就像他一看见机会总要伸手抓上一把一样。于是，当约翰·威尔逊向他提出要决斗的时候，劳就立刻准备直面这场挑战。

赌场上的数学天才

约翰·劳非常健谈，而且衣着讲究。尽管脸上有一些出水痘留下的疤痕，但看上去还是显得颇为睿智，况且他身材伟岸（有6英尺高，合1.8米），仪表堂堂，非常富有魅力。在故乡爱丁堡，姑娘们都知道他是“花花公子劳”。从14岁到17岁，他在父亲的会计行里学习银行业务，在此期间他展露出了超常的数学才华。1688年，他的父亲故去，留下这个17岁的儿子，还有银行与金匠业务的收入。在爱丁堡，约翰·劳几乎不曾错过任何一次机会，然而，他想要的实在太多，这个小城已经无法满足他的欲望。

于是，他决定离开苏格兰去伦敦。到了伦敦，刚刚安顿下来，他就开始频繁光顾赌场。在赌场里，他的数学才华可以派上大用场，没过多久，他就在赌桌上赢了相当可观的一笔钱。很快，这个英俊潇洒的苏格兰青年在伦敦出名了，而在一大群崇拜者中，女士们显得格外突出。这不禁让人感叹：生活真是太奇妙了！

但是，日子慢慢地过去，约翰·劳也在不知不觉之间变成了一个无可救药的赌徒。他在赌场上玩得越来越大，直到有一天，他受到了上天的惩罚：因为输得太惨，他只好抵押房产来还赌债。

屋漏偏逢连夜雨。也就在这一年，当威尔逊提出决斗时，他竟然愚

蠢地接受了。可是，这样一场严肃的生死决斗，却仅仅是因为他和威尔逊女朋友的一次小小的调情。当时的约翰·劳虽然也只有26岁，但是似乎已经作好了赴死的打算。

逃亡

这场决斗因残酷的死亡戛然而止。威尔逊一下马车，便提着剑直奔约翰·劳而来。约翰·劳仅仅是迅速地作了防卫性突击，却意外地刺中了威尔逊。威尔逊受了致命伤，没过一会儿就倒在了地上。然而，就在这天晚上，警察逮捕了劳，随后他被指控犯有谋杀罪，他的案子是和其他26名被告一起进行听证审理的。在历时3天的听证审理过程中，法庭不允许他雇用辩护律师或者自己出庭作证，他唯一的辩护方式就是当庭宣读一份书面陈词。第三天，判决结果出来了。大部分被告——准确地说，是21名被告——由于犯有偷窃罪而被判处烙手印，一人被判处流放，其余5人则被判处绞刑。在这5人之中，有一个是强奸犯，还有3人是由于造假而犯罪，最后一个就是约翰·劳。

幸运的是，判决书上的谋杀罪名后来被改成了过失杀人，于是绞刑也被减轻为判处罚金。威尔逊的兄弟对此极为不满，提出了上诉，结果案子悬而未决，劳仍然被关在监狱里。但是，在上诉定讞之前，劳就已经作好了逃走的打算——至于他是如何逃走的，并没有明确的记载。当时的公报曾刊载过一则逮捕他的告示，对他作了这样的描述：

约翰·劳船长，男，苏格兰人，26岁，身材高挑瘦削，皮肤黝黑，6英尺高，脸上有明显的麻子，鼻子很大，谈吐不凡，说话嗓门很高。

由于这些描述和实际的情形相差太远，因此，我们可以推测，这张告示反而帮了他的忙，使他能够顺利逃亡。无论这个情况是真是假，但不争的事实是他的确设法从英格兰穿越海峡逃到了欧洲大陆。

新的货币

约翰·劳在欧洲大陆游历了多年，每到一个国家，上午的时间一般都用来研究该国的财政、贸易以及货币与银行方面的业务，晚上则是泡在当地的赌场里。大概是1700年，他在29岁的时候返回了故乡爱丁堡。在爱丁堡，他开始推销自己早在欧洲大陆游历期间就逐渐形成的理念：国

家要繁荣，就要发行纸币。他本人对此深信不疑，因为相比传统的金币或银币，纸币进行交易会带来极大的便利。1705年，他出版了《论货币和贸易：兼向国家供应货币的建议》。他在这本册子的开头写道：

有几种办法可以挽救处于货币严重短缺困境的国家。当然，要进行正确判断，而且要符合最安全、有利与可行的原则，就应该研究清楚以下问题：1.要查明货币的性质以及为什么白银比其他物品更适合充当货币。2.要研究贸易，以及货币对贸易所产生的深远影响。3.要对已经采用的用于维护和增加货币供应量的办法以及现在所提到的这些问题加以检验。

这本册子的促销工作做得较好，许多地方都张贴了宣传海报，列出了他所提建议的要点。它的确写得很好，说理非常清楚，让人容易理解。例如，约翰·劳对价格与价值的区别作了这样的解释：

水的用处很大，但价值很小，因为我们拥有的水量远远大于需求量；钻石的用处很小，但价值很大，因为对钻石的需求量太大，远远超出了供应量。

再比如他对纸币的描述：

商品交换的目的不是获得货币，而是获得商品的价值。货币的用处就是购买商品，而白银作为货币并无更多的用处。

当时苏格兰的经济正处于不景气时期，劳相信自己看到了问题的症结所在：经济不景气与货币有关。这本册子还提出了一种从未有过的说法——“货币需求”。劳试图向读者说明，由于货币供给量太少，所以货币的利率就太高。解决的办法就是增加货币供给量。他声称，扩大货币供给量能够降低利率，而且，只要国家以全部生产能力运行，就不会导致通货膨胀。

他还提出了另外一项建议：在苏格兰建立一家“土地银行”。该银行可以发行银行券，但发行银行券的价值绝不超过国家所拥有土地的价值。持有银行券的人可以获得利息，并且有权选择在特定时间将银行券兑换成土地。这个新的方案有两方面的优点：

·它将减轻国家的负担，即避免为了适应经济增长而购买越来越多的贵金属来铸造钱币。

·它将使国家更容易管理流通中的货币量，以便适应国家需求的变化。

这个建议非常好，产生了很大的轰动效应，同时也引发了争议。批评者嘲弄这是一个“沙滩银行”，将会破坏国家的命脉。但是，另外有一些人则支持劳的想法，最后，议会也对这个问题进行了严肃的辩论。然而，事情也就到此为止，大部分议员最终还是拒绝了这个方案。约翰·劳对此感到非常失望，再加上他又得不到英格兰法庭对他过失杀人罪的赦免（当时的英格兰与苏格兰是两个不同的国家），于是，他又回到欧洲大陆。这一次，他重操赌博的旧业。几年之后，他的赌技在各欧洲国家的首都已经闻名遐迩。他已经历练得很有城府，为人处世变得非常小心谨慎，并且已经拥有大量的财富。

约翰·劳就这样在佛兰德斯、荷兰、德国、匈牙利、意大利、法国等地度过了14个春秋。有许多地方的人认为劳给青年人带来了坏的影响，也正是这个原因，他被逐出了威尼斯和热那亚。他还树敌不少，一方面是由于他太精于算计，在赌桌上总是赢钱，另一方面是由于他总是喜欢和女人们厮混，而这些女人有时也与别的男人来往。有一次，他遇见一个叫凯瑟琳的女士，虽然她已经结婚了，但还是喜欢上了劳，最终她离开了丈夫，跟着劳私奔到意大利。后来，他们在一起生育了孩子。他还和一些有权势的上层人士来往，其中就有法国的奥尔良公爵。菲利普·奥尔良和约翰·劳一样，长得非常英俊，而且富甲天下，有权有势，很是迷人。与劳相比，在玩弄女人方面是有过之而无不及。

但在劳的心里，还一直挂念着有关纸币的想法。他确信欧洲的繁荣需要纸币信用。大约1708年，他在法国的法庭上向一位检察官提出了建立土地银行的计划。然而，这个建议再一次被拒绝。之后，他又在意大利作过尝试，结果同样被拒之门外。

要繁荣，就需要纸币

然而，历史往往又是滑稽的，有时正是某个非常奇怪的巧合决定了一个国家的命运。挥霍无度的“太阳王”路易十四在1715年死去，继承法国王位的国王年仅7岁。于是，劳的朋友菲利普·奥尔良有机会登上了历

史的舞台，作为年幼国王的叔叔，他成了摄政王。奥尔良大公不像劳那样懂得银行与高级财政事务，他对此几乎是一窍不通，但与欧洲其他国家的领导人不同，他开始认真考虑劳的设想。

大公要自己承担这样的责任并不是一件容易的事。由于路易十四对珠宝与宫殿的兴趣远大于预算平衡，在他挥霍无度之后，法国的财政已经是摇摇欲坠。以下是关于这个国家的几个关键数字：

国家债务：20亿里弗尔[1]

年财政收入：1.45亿里弗尔

付息之前的年支出：1.42亿里弗尔

付息之前的盈余：300万里弗尔

当一个国家的债务差不多达到每年财政收入的14倍时，日子就会特别不好过。法国20亿里弗尔的债务中大部分是从大约40个私人银行家那里借来的，这些银行家也负责收税。当时的情形实在已经糟糕透顶，因为每年需要支付的债务利息就高达9000万里弗尔，相当于利率为4.5%。如果财政盈余在付息之前就只剩区区的300万里弗尔，那你如何能支付高达9000万里弗尔的债务利息呢？那时候，诺阿耶公爵被新任命为财政大臣顾问，他后来对当时的实际情况作了记载：

我们发现，加上王室的财产，国家的财政收入几乎被无比庞大的费用和巨额账单消耗光了。正常税收早就被提前吃完，而各种拖欠的债务还在逐年累积，各种债券、收费条例、预支摊派的名目如此繁多，把这些加总起来几乎是一个天文数字。

圣·西蒙大公后来在他的回忆录中这样写道：

没人还有付款的能力，因为谁也拿不到薪金……

既然情况如此糟糕，那奥尔良大公还能干些什么呢？按照古代欧洲的传统，他可以有以下5种选择：

·宣布国家破产；

·竭尽能事进行大规模征税；

·使硬币缩水（收回所有的硬币，然后用含金量更低的新硬币替换）；

·出售垄断特许权，例如，垄断某种商品或殖民地的全部贸易；

·查抄腐败政府官员的财产。

奥尔良大公选择了两种方式：使硬币缩水与查抄官员财产。他下令将所有硬币回收到造币厂，并禁止使用旧币，而替换的新币含金量则只有旧币的80%。但是，这种做法非常不受欢迎。况且，所有硬币替换完成之后，对国家财政的贡献也仅仅是新增7000万里弗尔。

大公还向公民承诺，如果有人举报腐败的政府官员，在其定罪后，这个人就可以获得罚没财产的20%。对那些长期受到压迫的人来说，出台这样的政策措施是令人高兴的，于是法庭很快就高速运转起来。政府查抄了1.8亿里弗尔，大公将其中的1亿里弗尔作为特别款项拨给了新的官员。因此，政府新获得的总收入是：

来自硬币缩水的收入：7000万里弗尔

来自查抄的收入：8000万里弗尔

= 总收入1.5亿里弗尔

虽然采用了上述两种办法，大公也只是填补了国家债务的7.5%，或者说还不到两年的利息支出。他自己绞尽脑汁，再也无计可施，事情已经到了既无办法也无精力对付（除了和女人在一起）的地步。另一方面，约翰·劳像一把锋利的刀子，而菲利普·奥尔良对他则早已知晓。在1716年，也就是大公开始摄政的第二年，大公接见了劳，和他讨论了施政的政策。这时的约翰·劳已经是一个44岁的大富豪，他再次重复了以前说过无数次的话：要繁荣，就需要纸币，而且这种纸币还应该是硬通货，不贬值，不缩水。他提议设立一家银行来管理王室的收入，这家银行所发行的银行券要完全由贵金属或者土地作为支撑，换句话说，这是改良的“土地银行”。结果，大公高兴地同意了。

垃圾债券

1716年5月5日，一家名为劳氏公司（Law & Company）的银行创立了。银行从做担保业务开始，宣布所有税收都要用劳氏银行所发行的银行券缴纳，法国由此采用了纸币。

劳氏公司的资本为600万里弗尔，如果要购买其股份，需要用硬币支付其中25%，其余75%用行政债券支付。这是非常聪明的一步棋。行政债券是路易十四为给其巨额花销进行融资而发行的债券，这些债券在刚发行的时候售价为100里弗尔，现在则只值21.5里弗尔，因此被认为是垃圾债券。表1-1显示了当时的情况。

表1-1 1716年法国政府的财政状况

从政府视角来看	
未偿的公债（名义价值）	20 亿里弗尔
利率	4.5%
每年应付利息	9 000 万里弗尔
从投资者视角来看	
未偿的公债（市场价值）	4.3 亿里弗尔
有效利率	18%
每年应收利息	9 000 万里弗尔

有效利率如此之高（债券的市场价值如此之低）的原因当然是人们担心国家破产。然而，有一个可能的解决办法就是，政府按照当前很低的市场价格回购债券。如果这样做，政府实际上就可以将债务从20亿里弗尔（按政府出售债券时的价格算）减少到4.3亿里弗尔（按当前的市价算）。这样做实际上没有伤害到任何人！而且，此举有助于恢复信心。从原则上讲，政府还可以通过发行新的债券来支付债务利息——现在是按照4.5%的利率来计算4.3亿里弗尔债务的利息，可见利息负担已大为减轻，新的利息负担大约仅为每年1900万里弗尔。

解开死结

现在的问题是，政府如何设法把20亿里弗尔的垃圾债券收回，并且不至于抬高其市场价格。如果人们真认为菲利普·奥尔良会从价格挤压中摆脱出来，他们肯定就会提高债券的报价，这样一来，他的图谋就会失败。约翰·劳劝说人们专门用行政债券购买劳氏公司股票的办法，也只能解决一小部分问题。

在这个阶段，劳的“债务-股权互换”部分仅占债务总额很小的比例，剩余的政府债务还有18.5亿里弗尔。发售劳氏公司的股票所购回的行政债券仅为450万里弗尔，即600万里弗尔的75%——相比20亿里弗尔的债务总额，几乎可以忽略不计。但是，劳已经有了下一步的计划，他又做了下面的三件事情：

- 规定劳氏公司银行券可以“见票即付”。这就是说，无论何时，只要你愿意来到劳氏公司，出示持有的劳氏公司银行券，都可以足额兑换硬币。

- 规定其银行券可以兑换旧币。如果政府采用缩水硬币（之前常常如此），那么约翰·劳仍然会支付原始含金量的硬币。

- 他公开宣称，任何银行家在发行银行券时如果没有足够的储备作为支持，就应该“受死”。

他这样做的结果是：新的纸币作为硬通货被接受，而且一开始的交易价格为101里弗尔，也就是说，与相同名义价值的硬币相比，还有1%的溢价。这种可靠交易手段的出现，很快就刺激了贸易的发展：商业出现好转，对纸币的需求也与日俱增。不久，劳氏公司就在里昂、罗谢尔、图尔、亚眠和奥尔良开设了分支机构。一年之后，即1717年，劳氏公司的纸币价格用硬币计价已经上升到了115里弗尔。

与前两步棋相比，约翰·劳走的第三步棋则更加辉煌。他提议法国政府实施一项新的债务-股权互换计划，最终把剩余的行政债券全部吸收完毕。他建议奥尔良大公应该同意设立一家公司，这家公司获得与两个殖民地进行贸易的垄断权——这两个殖民地是1684年法国政府占领的密西西比河与路易斯安那州。在公司公开出售股权时，人们应该用行政债券购买，如此一来，国家的债务就消失了。大公对此提议非常兴奋，于是开始着手准备这个新的“密西西比计划”。

与此同时，大公的兴趣转到了劳的银行上。至此，它已经不再被看作一项实验，而是成功的典范。他决定采用若干特许权——包括冶炼金银的唯一特权——进一步支持银行。他甚至还同意了一件从一开始就不愿意做的事情：将银行命名为“皇家银行”。很显然，这时他已经掌控了这家银行，而且高兴怎么干就可以怎么干。他之所以这样胆大妄为，是因为看到了以下四个方面的问题：

- 人们对纸币已经树立信心；
- 纸币是政府借款的“无痛方法”；
- 由于纸币处于溢价交易状态，很显然供给不足；
- 纸币似乎带来了繁荣兴旺。

既然如此，为什么不多印发纸币呢？如果人们购买银行券来兑换硬币，大公就可以花费那些硬币！于是，他下令该银行印制10亿里弗尔的纸币——这超出了之前所印制纸币的16倍之多。这个命令遭到了大臣达古梭的反对，大公于是立即用更加听话的人取代了达古梭。约翰·劳对此感到了恐惧。

密西西比计划

此时的约翰·劳正在准备启动他的密西西比计划。1719年年初，新的密西西比公司的特许权得以扩大，包括：

- 在密西西比河、路易斯安那州、中国、东印度和南美享有贸易专权；
- 为期9年的皇家造币权；
- 为期9年的国家税负征收权；
- 烟草专卖权。

除了这些，密西西比公司还获得了塞内加尔公司（The Senegal Company）、中国公司（The China Company）的全部财产，以及部分法国东印度公司（The French East India Company）的财产。随着法国东印度公司被控制，人们期望这个新的巨人能够挑战全能的英国东印度公司。

由于拥有了这些特权，不难想象，这家公司会创造出巨额的利润。公司被命名为“印度公司”后，又宣布增发价值2500万里弗尔的公众股票，从而使公司的总股本增加到了1.25亿里弗尔。约翰·劳对外宣称公司的预期红利能够达到5000万里弗尔，这就意味着投资年收益率达到40%。然而，由于投资者是用“太阳王”的垃圾债券来购买股票的，所以实际上获得的投资收益率比40%要高得多。我们可以举一个例子来算一

下，假如你购买价值100万里弗尔的股票：

股票名义价格：100万里弗尔

预期年红利：40万里弗尔

用名义价值100万里弗尔的债券（折现率为0.2）购买的价格：
20万里弗尔

因此，实际投资收益率竟然高达200%！你当然会期望每年能够获得大约200%的投资回报！这是200%呀！！！顷刻之间，申购股票的投资者蜂拥而至，股票被超额认购。公司职员要花几个星期的时间来整理认购人的名单，约翰·劳在这段时间里也无法叫出这些股东的姓名。可是，就在这段等待的时间，出现了戏剧性的心理效应。一大早就有成群的人在坎康普瓦街集结，一直到很晚才离开，只是为了听到结果。没过多久，人数就增加到好几千，越来越多的人挤满了整个街道。这不是一群普通的人，其中就有诸位公爵、伯爵和侯爵夫人，所有人都急切地想狠赚一笔。最终名单出来的时候，这次股票发行已经至少被超额认购6倍。而在自由市场上，股票价格急剧飙升到了每股5000里弗尔，是发行认购价格的10倍。劳和奥尔良大公决定好好利用人们的这种激情，于是又增发价值15亿里弗尔的股票，这次的发行规模达到了前两次的12倍之多。

大泡沫

这次股票发行确实应该引起投资者的担忧。我们这样想一想：投资者投入的是垃圾债券，并没有新的资本——仅仅是利息——注入公司，但是，随着资本份额的扩大，相应的每股收益已经被大大稀释，仅为原来的1/13。

然而，公众对此并不担忧，导致如此巨额的股票发行仍然有3倍的超额认购。于是，极为离奇的事情发生了。尽管4年前法国还陷在深深的绝望之中，但仅仅过了4年，整个国家又开始沸腾起来，到处充满了喜悦与幸福。所有的奢侈品价格都开始上涨，花边缎带、丝绸、宽布和天鹅绒的产量翻了几番。工匠的工资涨了4倍，失业率也下降了，到处都在忙着建造新的房屋。每个人都看到价格在不停地上涨，谁都想赶在价格进一步大幅上涨之前去抢购物品，抢着投资，抢着囤积。

在巴黎，经济比其他任何地方都要热。据估计，在此期间，巴黎的人口增加了30.5万。街道上常常塞满了新的马车，挤得谁也动弹不了。巴黎从世界各地进口了大量的工艺品、家具和装饰品，这种情形还从未有过，消费者也不再仅仅由贵族构成，还包括新兴的中产阶级。那些购买了股票的人突然发现，区区几千里弗尔居然可以增长到100多万里弗尔。很快，法语增加了一个新的词汇——“百万富翁”。不过，最大的受益者还是贵族阶层。这也包括约翰·劳，他是爱尔兰流亡者理查德·坎蒂隆的朋友，坎蒂隆当时是法国巴黎最成功的一位银行家。劳、坎蒂隆以及他的兄弟伯纳德一起在密西西比购买了16平方里格[2]的土地，并且招募了大约100位想淘金的移民到那里种植烟草。不久之后，伯纳德就和他的移民一起乘坐贩奴船起程了。当他到达那里的时候，才发现实际情况并不像先前在巴黎的沙龙里所描绘的那样，而是布满了荆棘与敌意——在接下来的4年里，他带来的人有3/4死于疾病或印第安人的袭击。

然而，这类故事需要经过一些时日才能传回故乡，所以巴黎的投机狂热并没有丝毫减轻的迹象。先前在萧条中受到残酷压榨的许多中产阶级人士，如今依靠对印度公司的股票投机得救了。波旁公爵就是其中之一，他在股票交易上赚了大笔的钱，这足够让他在尚蒂伊重建一座无比奢华的宅第。他的投机还让他能够从英格兰进口150匹精心挑选的赛马以及购买一大片土地。其他许多中产阶级人士也都发了大财，但最大的玩家之一还是理查德·坎蒂隆，他是劳的朋友与投资合伙人，在股票价格还很高的时候，手里便累积了大量的股票。

偶尔的震颤

股票交易不会是只涨不跌的，即使最疯狂的牛市也会有下挫的情况。印度公司的股票的确也是如此。在几天时间里，印度公司的股价有时不止一次大幅下跌，这就足以消灭掉那些处于边际的交易者。在股价下跌的情况下，一位名叫希拉克的内科医生给一位女士看病。希拉克自己也感觉不太好，因为他买的印度公司股票价格已经连着几天大幅下跌。当他给这位女士号脉时，他的心思还在股票市场上，他沉思着说道：“不行了！不行了！天哪！快不行了！”那位女士非常恐慌，踉跄着去拿钟，还一边哭泣着：“哦，希拉克先生，我就要死了！我就要死了！不行了！不行了！不行了！”

希拉克很是惊讶，问她到底在说些什么。“我的脉搏！我的脉搏！……”她回答道，“……我会死的！”幸运的是，希拉克先生的解释让

她平静了下来，因为他刚才说的是印度公司的股价，而不是她的脉搏。

新的繁荣景象

随着牛市的继续，在劳位于坎康普瓦街的房子外发生了一些稀奇的事情：整条街都变成了股票交易场所，挤满了针对印度公司股价变化进行投机买卖的投机商。股票经纪人与中间商在这条街上到处租房子，租金比通常的价格高出12~16倍，而且连酒吧与餐馆也改成了股票交易场所。随着投机商和金钱而来的，还有小偷与骗子。所以，派一群士兵到坎康普瓦街来维持夜里的治安，已经是见怪不怪的事情了。

最后，劳实在受够了外面喧嚣的噪音与拥挤，于是在宽敞的凡登广场旁找了一个新的住处。但是，他不能从这些人当中搬走，因为在这些人的眼中，他是所有活动的中心。对他们来说，他比历史上任何国王都要伟大，是最伟大的金融天才，他独自创造了一个国家的繁荣新景象。贵族们用大笔金钱贿赂劳的仆人，就是为了能成为劳的听众。无论何时他驾车外出，皇家骑兵都要在前开道，为他挡开那些崇拜者。那些投机商与股票经纪人必须清楚地了解他的一举一动，就像圣·西蒙在他的回忆录中所写的那样：

劳被那些信徒与野心家紧紧围绕着，有的人把他的屋门挤坏了，有的人从他的花园翻窗而入，还有一些人从他办公室的烟囱上爬了下来。

奥尔良大公夫人也这样写道：

劳成天被人追逐着，不分白天与黑夜，没有间歇。有一位公爵夫人就在大庭广众之下亲吻了他的双手，而既然一位公爵夫人已经亲吻了他的双手，那些普通的女士又该亲吻他身上的什么地方呢？

因此，就像工蜂追随着蜂王一样，人们也紧紧跟随着约翰·劳。不久，他家门前的广场上又搭满了摊位与帐篷，凡登广场也变成了一个兴旺繁忙的集市，人们不仅在这里从事股票与债券的买卖，还做起了各种各样的生意。广场上一片喧嚣，这比先前在坎康普瓦街时还要糟糕。奥尔良大公听到了一些对这种乱七八糟的状况的抱怨，尤其是首席法官的抱怨。因为他主持的法庭正好也在凡登广场，外面噪音已经让他听不清

律师的讲话。约翰·劳决定再找个新的地方，于是买下了苏瓦松酒店，这个酒店的后面有一个大花园。就在同时，法庭发出了明文规定，除了这个花园之外，禁止在其他任何地方进行股票交易。于是人群再一次蜂拥着跟了过来，酒店的后面立即搭起了500多个大大小小的帐篷。这一次，巴黎的每一个人，不论男女老幼，几乎都在投机买卖印度公司的股票，而这只股票正处于加速的牛市行情。故事还在继续，当时清醒的阿贝·特诺松与和他同样清醒睿智的朋友拉莫特相互庆贺彼此都没有卷入这场全民的疯狂。然而，几天过后，拉莫特禁不住诱惑，跑去买了一些印度公司的股票。但是，当他走进苏瓦松酒店的时候，迎面碰见从酒店里面出来的人是谁呢？当然是阿贝，他刚刚在市场上买进了股票。在这个插曲之后的很长时间内，他们在经常进行的哲学讨论中都避免谈及投机的话题。

与此同时，奥尔良大公还在通过皇家银行印发更多的纸币。为什么不呢？难道不是发行货币的做法使国家重新繁荣起来的吗？既然是这样，为什么不多印发一些货币呢？打个简单的比方，货币对于经济这部机器来说就像油一样，不是吗？油灌得越多，机器就会运转得越好！这对股票市场也同样有好处。印度公司的股票价格已经从初始的每股150里弗尔飙升到超过8000里弗尔。就在这一天，一位生病的投机商听到如此令人难以置信的价格后，就打发他的佣人去卖掉250股的股票。当佣人来到市场，他看到价格实际上更高，卖出的价格不低于每股10000里弗尔，这已是原始发行价的67倍了——股票价格已经令人惊异地飙升了6700%。他回来的时候，交给了主人400万里弗尔的预期收入。然后，他回到自己的屋子，收拾好东西，卷起剩下的50万里弗尔，迅速离开了这个国家。

但是接下来，在1720年年初的一天，非常奇怪的事情发生了。一个人拉着两马车的纸币来到皇家银行门前，他愤怒了，而且非常愤怒……

[1] 里弗尔（livre），古时的法国货币单位及其银币名称。——译者注

[2] 里格是弃用的长度单位，1里格约等于3英里或5公里。——译者注

第2章 现金支付危局

孔王子相信自己有充分的理由愤怒。他想购买一些印度公司的新股票，但是劳没有同意。这个傲慢的苏格兰杂种！踢开他！王子愤怒地骂道。于是，他拉着满满两车的纸币来到银行门前，径直走进了大门。“瞧，先生们！你们的纸币，所谓‘见票即付’的纸币。现在，你们瞧见了吗？那好，给我换成硬币吧！”银行随即把纸币换成了硬币，装了两马车。奥尔良大公听到这件事之后，显然大为震怒，立刻命令孔把2/3的金属硬币退回了银行。事情仅此而已。后来公众便不喜欢孔了，而且谴责他不合情理的做法。但是，这个事件仍然产生了重要的影响：它在民众的心里播下了一点点怀疑的种子。如果有更多人都拿着纸币要兑换，那会是什么样子呢？如果所有人都拿着纸币去银行兑换呢？银行会有那么多的黄金吗？我自己是否要去兑换呢？！

在随后的几个月里，一些机敏的投机商开始从股票市场抽身，卷走收益，而一些股票价格在短暂地摸高到每股10000里弗尔的水平后便开始下滑。有一对兄弟俩，鲍登与拉·理查蒂埃尔，开始悄悄地拿着纸币到皇家银行去兑换，每一次兑换的数额都比较少。他们还开始尽量收购白银与珠宝，并且把白银、珠宝和硬币一起秘密地运到荷兰与英格兰。一位成功的股票交易商沃默雷特也完全卖空了股票，把价值100万里弗尔的金属硬币装进了马车。他在上面覆盖了干草与牛粪，自己假装成农夫，驾着马车跑到了比利时。许多人离开了法国，剩下的人对纸币也越来越没有信心，并秘密储藏金属硬币。人们要么把硬币藏在床垫下，要么就把它运到国外，这样一来，法国的货币流通速度慢了下来。

在这种情况下，大公采取的措施实在不够高明。首先，他把纸币兑硬币的兑换价调高了5%。显然，他第一步是想恢复信心，但是这对资本外逃毫无效果，于是他把兑换价又调高了5%，但还是不见效果。1720年2月，他干脆禁止使用硬币。在法国，任何人财产中的硬币价值不得超过500里弗尔，否则就有被罚没充公的危险。他还禁止收购白银、珍贵宝石和其他珠宝。任何举报收购这类贵重物品的人，将会得到罚没财产价值的一半，当然这一半的价值是要用纸币支付的。最后，大公在2月1日到5月底的这段时间里，又印发了价值15亿里弗尔的纸币，纸币的总供应量已经达到了26亿里弗尔。很显然，公爵采取所有这些措施的目

的，就是要迫使人们继续使用纸币，然而，这些举措此时已经回天乏力，毫无效果。经济已经开始紧缩，人们心里充满了恐慌。法兰西的未来在哪里呢？这又该谴责谁呢？

约翰·劳。正是这个约翰·劳应该受到谴责。不是他最先编造了纸币的故事吗？他的密西西比计划又怎样了呢？人们在那边除了被蚊子咬死或是被印第安人杀死，还能干些什么呢？印度公司的股票真的比皇家银行的纸币还值钱吗？难道不是这样吗？最好还是把这些东西统统卖掉吧！于是，股票价格很快崩溃了，大约超过50万人亏了本，成千上万的投资者破产了。那些在股票投机上亏本的人还不了别人的钱。面对这样一条残酷无情的反应链，需要采取一些补救的措施，以使印度公司的股东们相信公司实际上仍然运转良好。补救的办法很简单：把巴黎最穷的人与罪犯征召起来送到新奥尔良为公司挖黄金。有6000多个“穷鬼”参加了这个计划，这支队伍推推攘攘地在巴黎的街道上游行，准备去码头，然后坐船到美洲去。起初，人们喜欢这个计划，因为6000名工人已经是一支很大的队伍了。如果他们能找到金矿，那么公司当然会顺利运转。如果能用这些黄金铸造新的硬币，那甚至可以让法兰西再次振作和繁荣起来。于是，有一段短暂的时间，印度公司在股票市场上又重整旗鼓了。

黄金在哪里？

但是，古怪的事情发生了：那些在街上游行的人绝大部分根本没有离开这个国家。3个人中就有两个把配发的新衣服与工具卖掉了，根本没上船，而是回到了家里。在巴黎忍受贫穷也比到新奥尔良挖黄金强。很明显，这个密西西比冒险计划已经不可能实现人们曾经寄托的希望，于是劳和他的朋友理查德·坎蒂隆，这位23岁的超级银行家，也就放弃了从他们合伙购买的那块土地上挣钱的希望。然而，坎蒂隆对此显得很从容，因为他正在做着另外一桩挣钱的大买卖。当银行大量发行货币的时候，他的反应并不像其他人，实际上他早就看到了法国货币迟早是要贬值的，所以他收回了所有钉住法国货币的贷款，而把收益投在了英国货币上。劳听说了这种情况，于是来到坎蒂隆的办公室，告诉他：

如果是在英国，我们可以谈谈并能达成一个协议。但现在是在法国，你也知道我会告诉你什么——如果你不答应我在48小时之内离开这个国家，今晚你就会被送进巴士底狱。

这听上去是一个非常不错的建议。坎蒂隆卖光了全部资产，大约净赚了2000万里弗尔，这确实是一笔巨大的财富。然后他火速离开了法国。

这时，印度公司的股价还在持续下跌，奥尔良大公变得绝望起来。很显然，他越是采取限制使用硬币的措施，人们越是想要持有硬币。他决定把皇家银行与印度公司合并起来，希望两者能够相互支撑。可是这也没有奏效。1720年5月初，他召集了一个约翰·劳和所有大臣都参加的紧急委员会会议。在会议的日程中，首要的便是处理正在流通的价值26亿里弗尔的纸币，而这每一张纸币都可以从官方兑换金币和银币。实际的硬币数额还不到一半，而且多数已经被民众藏在了床垫下面（法国人的这个习惯在此后几个世纪里已是臭名昭著）。会议决定将纸币贬值一半，从5月21日起生效。这对法国民众的打击简直太沉重了。由于社会动荡的不断升级和反抗的威胁，仅仅过了一个星期，即5月27日，原来的法令就被取消了。也正是在这一天，皇家银行暂停支付金属硬币，而约翰·劳也被解除了职务。

然而，这天晚上，大公派人去请劳，劳从一个密道进了王宫。大公竭尽所能地安抚劳，说劳这次成为众矢之的，被民众憎恨，是如何不公平。过了两天，他邀请劳去歌剧院看演出，劳还带着家人一起来，好让每个人都看到他们一家和大公在一起。但是，这对劳来讲，几乎是一个致命的错误。他的马车刚到家门口，民众就用石头进行袭击。车夫驾车迅速躲进了大门，佣人随即把门砰地关上，劳才免遭皮肉之苦。劳受了惊吓之后，大公派了一队瑞士卫兵日夜驻扎在劳的宅子里。即使这样，劳还是感觉不安全。很快，他搬进了王宫，和大公享受同样的保护。

大公现在完全隐退了。为了帮忙收拾混乱局面，他决定重新起用两年前被他解职的大臣达古梭。为了能够劝他回来救场，他派劳坐着邮政马车去面见达古梭。达古梭同意了，而且和劳一起回来了。很快，在6月1日，禁止自由持有硬币的法令被废除。也是在同一时间，价值2500万里弗尔的新纸币得以发行，这些纸币是用巴黎的税收作为支持的。6月10日，皇家银行重新开张，也作好了纸币兑换金属硬币的准备——但它们已经不全是以往的贵金属硬币，现在有一部分被换成了铜币！

历史上，铜的价格经历了好多次牛市，但这一次更是独特。在接下来的几个月里，总有一群人聚集在银行门前，每个人都要把纸币兑换成一堆铜币。有几次聚集的人太多，以至于有人被挤死。为了缓解压力，7月9日，士兵封锁了大门，于是外面的人就开始投掷石块。一个士兵开枪还击，打死了1人，还伤了1人。8天之后，又有15个人因挤压而毙命。人们被激怒了，他们用担架抬着3具尸体游行到了皇宫花园。在这里，他们发现了约翰·劳的马车，于是就把它砸得粉碎。

委员会不得不寻求新的解决之道。下一个紧急措施就是进一步扶持印度公司，公司贸易特权的范围将进一步扩大，以至于垄断法国所有的海上贸易。这样做将使数千名独立的商人丢掉生意，于是议会收到了一封接一封满是怨言的请愿书。议会因此否决了这个方案。大公对此恼羞成怒，就把议会和所有议员驱逐到偏僻的蓬图瓦兹。

8月15日，一道新的法令强加到了可怜的法国人身上。该法令规定，除了购买年金、存入银行账户或者购买分期付款的印度公司股票之外，不允许进行全部纸币价值合计1000~10000里弗尔的交易。10月，印度公司的许多特权被拿掉了，纸币也贬值了。股东们被迫与公司一道持有股票，而且，那些已经同意购买公司新股票的人还被强迫按照几乎是当时市场估价30倍的价格购买。许多人试图离开这个国家，以逃避这恐怖的惩罚。于是，所有的边防哨所都接到了命令，要求扣留任何想出境的人，直到弄清楚他们是否认购了印度公司的股票。那些已经设法出境的人则要因缺席被判处死刑。

1720年法国货币供给是如何下降的

法国有效货币供给下降有三个主要原因：

- 资本外逃。人们携带金币和银币离开法国。

- 货币流通（速度）下降。人们因不相信纸币而储藏硬币，随后可能由于对每个人持有硬币数额的限制，人们更是竭尽所能地保存硬币。

- 银行信用降低。法令强制规定，价值合计1000~10000里弗尔的所有纸币，只能用来购买债券、印度公司股票和存入银行账户，这就减少了有效货币供给。

一位现代经济学家很可能建议放弃金本位制，鼓励增加借贷，

降低利率，增加公共开支，减税，以及让银行发行更多的货币去购买债券。

约翰·劳现在整天生活在恐惧之中，他成了法国最遭憎恨的人。离开了皇家庇护所，他要么隐姓埋名，要么得找到一个强大的保护队伍。他请求搬到一个乡下庄园去，大公对此求之不得。几天后，他收到了大公的回信，大公在信中展现了仁慈，并且还允许他离开法国——如果他想离开的话。大公还同意送给他一笔钱，想要多少都可以，他恭敬地婉谢了大公的好意。随后，就在开启这场冒险旅程5年之后，他只带了一颗大钻石，离开了法国前往威尼斯，这一年他49岁。

约翰·劳在法国所见的现象是非常令人震惊的，但是这并不是法国独有的。最狂热的投机刚刚在法国上演完，一场场非常相似的闹剧正在英格兰的土地上酝酿着。诚如法国一样，英国政府也被不断增加的巨额公共债务紧紧地缠住，其解决问题的措施也与法国类似。“南海公司”接管了偿付政府债务的义务，作为回报，它被授权垄断与南美的贸易。公司发行的股票早被急切的公众一股脑儿买完了，虽然没有证据表明南海公司做过任何实物贸易（正如我们后面将要看到的，到它真正做的时候已经是90年之后的事情了），这些股票的价格还是涨到了名义价值的10倍（后来被称为“南海泡沫”）。其中一个早期的最大买家不是别人，正是理查德·坎蒂隆。1720年6月，南海公司的股价达到了历史顶峰（见图2-1），而在接下来的3个月里，股价下跌幅度达到了85%，它也像法国的印度公司那样崩溃了。

许多投资南海公司的人是靠借钱来购买股票的，由于股票价格的崩溃，他们也失去了偿付债务的能力。于是造成银行倒闭的恐慌，结果拖累了很多金融机构的经营，导致了违约高潮的出现。

游戏的结尾

当英国的泡沫破裂的时候，约翰·劳作为法国纸币事件的策动者，正生活在威尼斯。他在很长一段时期里仍然抱着希望，盼着被召回法国并帮助政府重新创建稳固的信用体系。但是，奥尔良大公在1723年去世了，他的希望也随之彻底破灭。于是，他就依靠赌博来度过余生。有好几次，他当掉了那颗大钻石，但每次都赢了足够的钱又把钻石赎了回来。1729年，他在58岁的时候客死于威尼斯，那时他已经穷得身无分文。

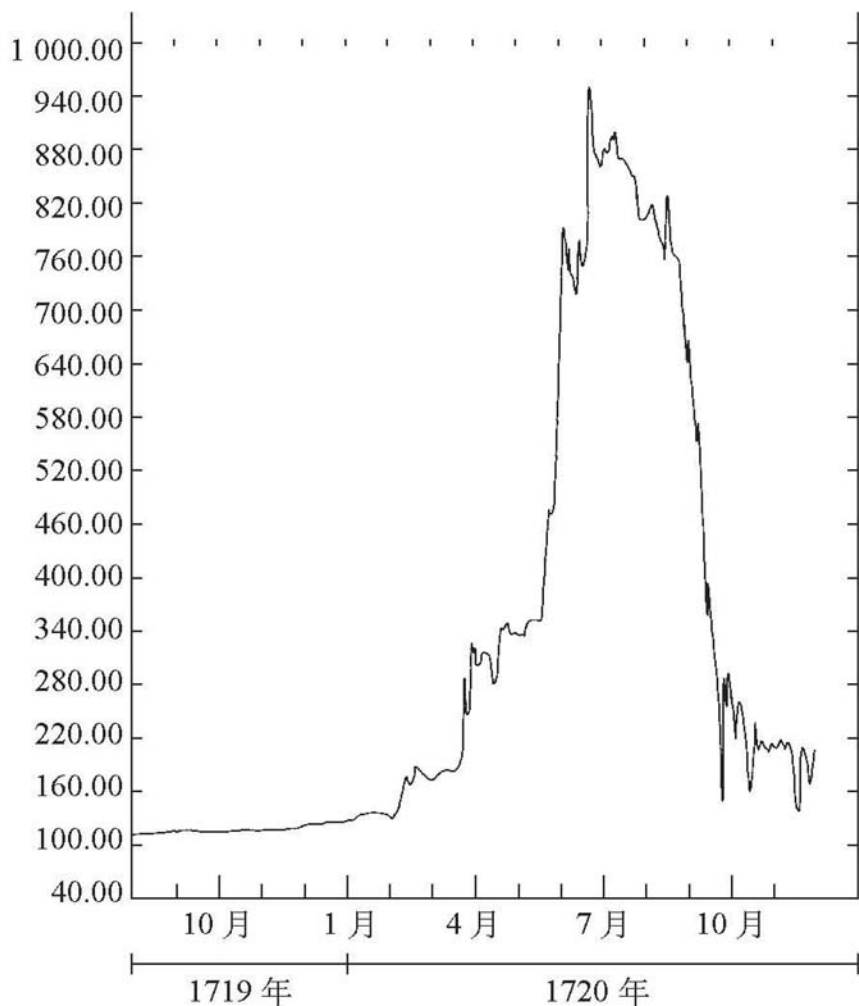


图2-1 1719~1720年南海公司的股票价格（以当时英国货币计）。在法国的印度公司崩溃之前，“南海泡沫”就已经开始了。当年的资料表明，正是法国的冒险者带着大量的资金进入英国，从而给这个新泡沫的后期阶段提供了支撑。理查德·坎蒂隆在这两个泡沫故事中，都是尽力早买并赶在股价崩溃之前卖空。

英国南海公司的结局又怎么样呢？它最终在1855年解散，其股票转换成了债券。在南海公司存续的140年时间里，它从来没有在南海做过什么辉煌的贸易。坎蒂隆在股价很低的时候买进，而且赶在股价崩溃之前卖空。

第3章 经济危机——商业的苦恼

奥尔良大公去世的那一年，约翰·劳放弃了被召回法国的所有希望。也是在这一年，在离劳的故乡爱丁堡大约15公里的柯科迪小镇上，玛格丽特·史密斯有了她的第一个孩子。她是一个单亲妈妈，丈夫在孩子出生前几个月就已经死了。这是一个男孩，1723年6月5日出生，名字叫亚当·斯密。他的童年生活很安宁，只是在两岁的时候发生过一个小插曲。一个吉卜赛罪犯把他拐骗了，但很快就没事了。孩子在一天天的长大，玛格丽特·斯密注意到他对身边社会的情况有着强烈的兴趣。尽管柯科迪是一个只有1500个居民的小镇，但还是有很多值得关注的地方。小镇有多种多样的商业贸易，来自许多地方的商船就停泊在房子旁边。小男孩喜欢坐在海边的峭壁上，远望着商船来来往往。

嬗变之年

那时候的英格兰不像法国，它已经建立了一套运转良好的纸币制度。支付手段不仅包括金币与银币，还包括英格兰银行和其他银行所发行的纸币，以及本票和境内票据。除了硬币、纸币与境内票据，还有像财政票据和东印度公司债券这样的附息票据，它们都可以流通，虽然周转率较低。造币厂的主管就是艾萨克·牛顿，他于1696年获得该项任命。牛顿在年轻的时候，就注意到不仅政府可以实行硬币“缩水”的做法，许多市民也可以这样做。一些人把一堆硬币放进一个袋子里，使劲地摇晃，然后把那些磨掉的粉末收集起来。有的人更加粗暴，直接在硬币的边上切下薄片，然后再拿去花掉。为了防止发生这样的事情，牛顿主张把硬币磨成光边，以便鉴别硬币是否曾被动过手脚。

那时，工业革命已经处于摇篮阶段，经济大繁荣的条件正在日益成熟。首先，英国的海军正在快速地征服新市场，为英国的产品打开销路。其次，乡村也已经启动了一场“农业革命”，农场正在扩大，产量也在提高。这个过程释放出了劳动力，越来越多的年轻人来到城市寻找工作、学习机会或者尝试一些新的冒险职业。这些人中的大多数来到伦敦，那时居住在伦敦的人口大约有50万~75万。另外一些人选择去了英国第二大城市布里斯托，那里约有4.3万人居住。其余的人分别移居到了诺里奇（3.6万居民）、利物浦（2.2万居民）、曼彻斯特（2万居民）、

索尔福德（2万居民）、伯明翰（2万居民）以及其他一些商业中心。

不凡的个性

再回到柯科迪小镇看看。我们这位年轻的朋友亚当·斯密在17岁那年完成了基础学校教育后，决定离开家乡。他告别了妈妈玛格丽特，跨上马，风尘仆仆地骑了500多公里的路程，来到了牛津，他已经被牛津大学录取了。约翰·劳17岁的时候则是醉心于伦敦的赌场，他也曾经立志要成为一个人物。而亚当·斯密对于赌博则是乏料可陈。实际上，在牛津大学，他是那些表现得最心不在焉的学生中的一员。在喝茶的时候，他把黄油面包泡在茶壶里，然后却抱怨茶的味道不好，人们看到这些并不觉得奇怪。他浪漫地与一个姑娘相恋，但在聚会的时候居然没有发现这位姑娘也在场。而且，人们还经常看见他自言自语。就在亚当·斯密看起来似乎忘却周围一切的时候，他却并不是在发疯，而是正聚精会神地思考着某些问题。

他不仅能够专心致志，而且还有很强的表达能力。在参加社交聚会的时候，他可以整晚上都只想自己的问题。可是一旦有人引起他的注意，比如向他直接提问或者发表一些刺激性的观点，他会就此展开讨论，仿佛在发表一席演说。他在讨论问题的时候喜欢打破砂锅问到底，有时在一些具体的细节上不停地纠缠，使得人们都后悔不该和他争论，或者后悔不该碰见他。

亚当·斯密发现自己对牛津大学课堂上讲的东西并没有什么兴趣，他的大部分知识实际上来自他独立的学习和阅读。

1750年，亚当·斯密完成在牛津大学的学业后回到了家乡，在格拉斯哥大学担任逻辑学教授。1752年，又担任道德哲学教授。这些年里，克莱德河沿岸的贸易逐渐发展起来，促进了当地新兴产业的发展。亚当·斯密怀着很大的兴趣跟踪商业的发展动态，而且在大学里的工作也让他感到非常愉快。

新伦理学：同情与私利

亚当·斯密有一颗雄心，那就是发展一套新的伦理学理论，这套理论是以人的本能与情感为出发点，而不是从虚伪的教条中推演出来。他相信，任何人都有一个基本的愿望，那就是被他人接受，并获得他人的“同情”。为了博得他人的同情，心怀私利的人将会尽力以一种受人尊敬与赞

赏的方式行事。这样一来，就会培养出道德感，良心在转化为行动之前，就已经渗透在人们的思想之中。如果忽略了这一点，就不能唤起他人的同情心。因此，伦理学研究的并不是有关功利、仁慈或者道德教条的问题，而是实实在在的私利问题。

他还以同样的视角来考察社会经济的进步。他认为，正是追求私利的个人推动了经济的进步，而且，任何企图压制个人（私利）的行为，结果都会导致对整体经济活力的压制。1755年，他在一篇论文中作了这样的解释：

让一个国家从最低级的野蛮状态发展到最高水平的富裕，其实并不难，只要有和平的环境、较低的税收以及老百姓可以忍受的司法管理，其余的都是一个自然过程。然而，那些反对这个自然过程，强迫自然过程改变轨迹，或者在某个特别关键点上拼命阻碍社会进步的政府，都是不近人情的，而且会被迫采用压迫与残暴的手段来维护自身的统治。

1759年，他出版了《道德情操论》，这是他的第一本著作，在苏格兰广为人知。这本书还使他成为巴克卢公爵的私人家庭教师，公爵不仅同意提供大学薪水的两倍，而且还提供一项特别的礼遇：如果斯密愿意陪他一起到欧洲进行为期两年半的游学，公爵还愿意承担他的花费。斯密欣然同意了这个计划。1764年的一天，斯密乘船前往海峡对面的法国。

货币必须不停周转

在经历了奥尔良大公、约翰·劳与密西西比危机之后，法国又经过了很长时间才逐渐恢复，现在它正与英国争夺殖民地的控制权。这些年，法国一批知识精英已经成长起来。斯密来到法国后，乘机拜会了其中一些精英分子，包括时年29岁的魁奈。魁奈结交了很多有权有势的朋友，他自己实际上还是路易十五的私人内科医生，这个路易十五就是约翰·劳时期由菲利普·奥尔良摄政的那个年幼的国王。

魁奈的一部分灵感来自于理查德·坎蒂隆。坎蒂隆死于1734年的火灾，他当时是个顶级富豪，在法国与英国金融市场上狠赚了几笔。在这个年仅37岁的百万富翁的遗产中，发现了一本书的手稿。后来将其出版，这就是《商业性质概论》，这本书对许多经济现象进行了分析。回

过头来看，到目前为止，坎蒂隆最重要的贡献是有关货币供给、货币流通速度与资本市场的理论。坎蒂隆了解到如何影响有效的货币供给，他认为这不仅取决于发行多少货币，还取决于货币的流通速度，也就是货币在不同的人之间周转有多快：

在某种程度上，货币流通的加速度或者更高的速度，将会产生与增加货币供给（发行）相似的效果。

这两种途径都有效。诚如他在密西西比恐慌中亲眼所见的那样，如果人们开始储藏货币，其结果等同于货币供给的下降。货币必须不停地周转，否则就不能给市场这部机器添加机油，萧条也会随之发生。

尽管魁奈受了坎蒂隆的启发，但他自己的开创性思想也为人类作出了贡献。他在历史上的确也留下了深深的足迹，以至于200年之后，经济学家约瑟夫·熊彼特评价他是历史上最重要的四位经济学家之一。他的主要贡献之一就是所谓的“经济表”，这张表解释了注入社会中的一定数额的货币是如何转变成流量的。然而，货币不会永远流动，因为每一个收到钱的人在花费之前，通常都会储蓄一部分。他用这个方法来说明，向社会注入新的流动货币产生的影响要大于所有票面的数额。因此，重农学派认为，资本在本质上是一系列的预付，而社会收入是流动的，并且从某种意义上说，其数额在流动过程中会有所增加。人们都把魁奈看成是“重农主义”运动的非正式领军人物。这场运动创造了一个流行口号：自由放任。

他们反对法国的重商主义传统，反对国家干预与保护主义，他们主张废除垄断、贸易壁垒和特权。他们还提倡个人主义与“自然法”概念，认为社会法律应该反映大自然的客观法则。实际上，这场运动的名称本身意味着“自然统治”。重农主义者还认为自己利益的最好看护者是个人，而不是政府。于是，他们到处宣讲私有财产应该受到完全的尊重。

为消磨时光而写成的巨著

斯密倾听着魁奈，心中有些怀疑，但还是很感兴趣。显然，他并不太忙，在到法国的第一年，他便开始写书来消磨时光。后来，他在谈到这件事的时候说，当时“写书就是为了消磨一下时光”。他在法国待到1766年，回苏格兰的时候，已经完成了这本书的第一部分手稿。他那时

还不知道自己所写的这些内容后来会成为一部经典著作的一部分，这部著作受到了经济学家的称颂：

“……不仅是所有关于经济学的著作中最为成功的，也是迄今为止所有科学著作中最为成功的，和达尔文的《物种起源》可以一较高下。”（J·熊彼特，1954年）

“……从最终的结果来看，很可能是所有著作中最重要的一部。”（T·H·巴特勒，1872年）

但是，他知道，一定要利用这些手稿作非常彻底的研究。回到苏格兰的那一年，他43岁，在柯科迪的海滩边买下了一幢房子，打算在这里继续他的研究。

英国工业的起飞

18世纪50年代，越来越多的英格兰商人开始使用一些简单的机器。那时，许多小企业都散布在小山坡周边，以便利用溪流作为机器运转的动力，还有一些则是利用矿物能源做动力。在斯密的家乡，就有煤矿、盐场和制钉厂。他的一位密友詹姆斯·奥斯瓦德就在城外开了一家制钉工厂，离斯密家也不算太远。制钉用的铁屑原料是从欧洲大陆进口的，而煤炭在工厂的门口就有。后来，斯密就运用这家小工厂的经验来解释产业进步的关键。他回来三年之后，英国诞生了两项重要的技术发明。一个是阿克莱特设计的“水力纺纱机”，它大大地提高了纺织业的生产效率。更为辉煌的还是第一台蒸汽机，它是斯密的一位好友詹姆斯·瓦特的专利发明。水力纺纱机与蒸汽机以及其他一些发明，加上煤炭生产，推动了英国工业的腾飞（表3-1）。

机器带来了两种戏剧性的效应。一是提高了单位资本投入的产量，另一个是在建立新工厂时，有必要预先制订深入的生产计划，这与以前向许多小家庭作坊订货的方式大不一样。当然，随着工厂潜在赢利能力的扩大，不确定性也增加了。在工厂建成投产之前，就可能面临市场需求变化的风险。没有人确切地知道这种发展对经济运行会造成怎样的影响，但肯定会有某种影响。

表3-1 创新带来的工业革命

年份	技术创新	行业
1709	焦炭冶炼程序	钢铁业
1733	飞梭	纺织业
1761	曼彻斯特—沃斯勒运河	水路运输业
1764	珍妮纺纱机	纺织业
1769	蒸汽机	所有行业
1769	水力纺纱机	纺织业
1776	作物四路轮种技术	农业
1776	冶炼蒸汽鼓风机	钢铁业
1779	纺织骡机	纺织业
1784	搅铁法反射熔炉	钢铁业
1785	动力织布机	纺织业

资料来源：梅格，1987。

《国富论》

1766 ~ 1773年，就在当地资本家正忙着用新机器设立工厂的时候，已经回到英国的亚当·斯密却一直在专心致志地著书立说。最终完稿的时候，已不知不觉写就了鸿篇巨制。这部5卷本的《国民财富的性质和原因的研究》（一般简称为《国富论》）全面地向读者阐述了资本主义经济的运行机制。在第一卷，斯密阐述了劳动分工是一些国家经济产出增长的主要原因。他用劳动分工来解释劳动生产率大幅提高与各种机器的发明。关于理性人，斯密用亲自观察的实例来说明自己的观点，而不是从理论上给出假设（有一次，他在解释制革厂的劳动分工理论时，由于注意力太集中而跌到了制革的坑里）。但是，他在书中说明劳动分工的理论时，举的例子不是制革厂，而是他曾经考察过的制针厂。在这家制针厂，10个工人一天总共生产出48000根针。

但是，如果把他们全都分开并独立工作，而且他们之中没有人接受过这项业务的专业培训，那么每个人一天的产量肯定不到20根，甚至可能连一根针都做不出来。

由于劳动分工是国民财富的基本源泉，他提倡通过自由贸易来促进国家之间的劳动分工。《国富论》接下来分析了价格机制，他认为市场价格围绕“自然”价格或“均衡”价格上下波动。该书的其他章节还研究了工资、利润、企业家承担的时间风险、利息、地租、资本与税收等问

题。关于政府的作用，他建议应该最小化：

我从来不知道那些人为了公共利益而进行政府干预会带来什么好处。

他认为，公共部门不应该干预市场，而应该致力于保护市民、建立司法公正，以及承担一些特定的工作，像发展教育、运输系统和监管票据信用等。

看不见的手

然而，斯密著作最重要的部分并不是他的局部分析（其中多数是正确的），而是一个至关重要的基本原理：自由是最有效率的经济模式。他在书中得出这样的结论，如果让每个人成为自己利益的守护者，而且依靠自私的力量，那么，资本主义经济就是最理想的：

他只是追求自己的利益，像在其他许多场合一样，他受一只看不见的手的指引，去尽力达到一个并非他本意要达到的目的。

而且：

我们与生俱来的追求优裕生活的愿望，至死也不会改变。

他一遍又一遍不厌其烦地在书中重复着这样的话语：

我们的晚餐不是出自屠户、啤酒商或面包师的恩惠，而是出于他们自利的打算。我们不要向他们乞求怜悯，而要诉诸他们的自利之心；我们也决不向他们谈论自己的需要，而只谈论对他们的好处。

斯密如此强调这个原理，并不意味着他把市场经济想象成一个乌托邦式的天堂。他认为，雇主总是尽力压榨劳动工资，商家总是尽力消灭竞争，生产商总是尽力共谋提高价格，而工人们对此感到非常厌烦，有些人一辈子都处于穷困潦倒之中。但是，总体上看，经济体系会快速成长，而且那只“看不见的手”——市场的力量——将会迅速地对成长路径

的任何偏离加以纠正。

这是一部经典之作。此前还从未有人像他那样深入地阐释经济的运行。这本巨著产生了极大的震撼力，连议会的议员们在演讲中都开始参考借鉴。1782年，斯密的一位崇拜者谢尔本勋爵被选为首相。谢尔本在很多问题上都要寻求斯密的意见。他还曾经写道：

和斯密先生从爱丁堡到伦敦的一次旅行让我获益匪浅。在我人生最美好的岁月里，这份收获始终如影随形。

当斯密住在伦敦的时候，他经常和谢尔本在一起。而且，通过谢尔本和其他国会议员，他在当时辩论中的影响力仍在不断扩大，尽管他偶尔有些奇怪的举止，人们也会原谅他。例如，当要求在文件上签名的时候，正在聚精会神思考问题的斯密，可能会仔细模仿别人在上面已经签过的姓名，代替自己的签名。

18次经济危机

有一位崇拜斯密的议会议员，是一个出色的人物，名叫亨利·桑顿，22岁时就被选为下院议员。

桑顿出生于1760年，在18岁的时候就到父亲的会计室工作（就像93年前的约翰·劳那样）。这个男孩曾经好奇地看着父亲如何打理生意，那时，父亲经营小麦、烟草以及其他类似的商品贸易。由于缺少主营业务，亨利对那时的生意没有什么印象。然而，像任何一位有抱负的青年人一样，他对自己挣的工薪也不满意。24岁那年，他去了一家名为“道与福瑞”（Down & Free）的银行工作。他在银行的工作很出色，于是，这位年轻的议员不久就受邀成为这家银行的合伙人，银行的名字也改成了“道，桑顿与福瑞”。

但在英格兰经营银行并非易事，业务经营上彼此竞争是很常见的现象。另一个严重的问题就是信用系统内部的沟通很差。如果某个地方的人嗅到经济的危险，他们就会带上票据到当地的“乡村银行”去兑换硬币。如果银行担心贵金属短缺，就要请伦敦的有关银行运送过来。如果没有及时送来足够数量的硬币，就会发生恐慌，人们就跑到其他地方的银行去兑换硬币。这些银行就会向伦敦要求运送更多的硬币，结果伦敦的银行也会感到是不是有什么地方不对劲儿，这样一来，恐慌有可能在

首都蔓延开来，甚至会超出国界。

这种恐慌过程的开始可能仅仅是由于道路不通而引起的。当时的很多路都是黏土路面，一下雨就变得非常泥泞难行。春天冰雪融化之后，泥泞的路面有时要用多达10匹马拉着犁耙来弄平。由于经常运送煤炭和其他重的物件，很多地方的路面都坑坑洼洼。而那些运送物品的马车不仅轮子很重，而且没有弹簧，移动起来很笨拙。

派人去运送钱币的费用也很昂贵。在1700~1750年间，英国议会通过了400条交通立法，允许在公路上设站收费。那个时期，闻名遐迩的绅士强盗，像迪克·特平、克劳德·杜瓦尔、乔纳森·怀尔德与杰克·谢泼德等，常常潜藏在树林里袭击过路人，更不消说是从伦敦某家银行送来的装满钱币的马车了。

商业的苦恼

作为一个银行家，桑顿已经注意到，无论哪个时期，在过了几年相对繁荣的好日子之后，经历一场恐慌似乎都是不可避免的。回顾他所处的那个世纪，他看到英格兰在以下年份经历了经济危机：1702年、1705年、1711~1712年、1715~1716年、1718~1721年、1726~1727年、1729年、1734年、1739~1741年、1744~1745年、1747年、1752~1755年、1762年、1765~1769年、1773~1774年、1778~1781年、1784年和1788~1791年。在这18次经济危机中，每一次都是经济自我复苏，而且多数时候经济在复苏后都会上升到更高水平的稳定状态。但是，每一次复苏都只有几年时间，随后又会发生新的危机，并再次摧毁经济。

在1788~1789年发生危机之后的几年里，商业正处于繁荣状态。但是，过多新开设的乡村银行又发行了大量新的银行券，这造成了纸币发行量的大规模膨胀。1792年，贸易与制造业达到了最高水平。11月，股票市场发生了急剧下挫，货币也开始出现雪崩。次年2月，法国宣布对英国开战，3月，许多头寸紧张的乡村银行派人急驰伦敦求援。但是，这一次伦敦的银行也被抽干了。桑顿的银行尽管已经发展成为伦敦最大的银行之一，也没有逃脱厄运。后来，桑顿这样写道：

在1793年，经济非常糟糕的一个时期，我们所经历的困难比大多数银行要大得多，因为突然减少了一大笔头寸，这笔头寸是一些

非常重要的银行所存放的利息。

当英格兰银行决定再发行500万英镑货币刺激经济时，危机才得以化解。在之前的1784年危机中，银行通过减少货币供给——限制票据信用的数量从而迫使利率上升的方法来阻止资本外逃。现在，事实证明，通过采取反向操作可以避免内部的经济危机。显然，银行正从危机中不断学习。

自由放任——哦，不？

英格兰银行发行新货币之后，货币供给增加了，桑顿的银行也得救了。但可能正是这次危机使他开始研究信用理论。为什么会发生这么多次的金融危机？如何阻止危机的发生呢？是应该交给斯密教授的“看不见的手”，还是应该像英格兰银行那样进行干预呢？桑顿没有什么可以求助的文献。他的论证只能以常识与经验为基础。但是，当桑顿在思考有关不稳定的问题时，经济仍然在不断地发出挑战。就在上一次危机过去两年之后，新的危机又开始了，而这一次形势更为严峻。发生金融恐慌的原因，是英格兰银行的黄金储备突然从500万英镑下降到了125万英镑，而且，就在这一年的最后一天，英格兰银行决定对金属硬币采取限量供应。这造成了灾难性的后果。就在接下来的一个月里，恐慌进一步扩大蔓延，倒闭的商店与银行大幅增加。1797年2月26日，英格兰银行承认失败并宣告破产。毋庸置疑，这是一次严重的挫败。

货币供给

第二天，英国议会下院设立了一个委员会着手追查问题的起因，上院隔天也成立了一个类似的委员会进行调查。前一个委员会召集了19位证人，后者则召集了16位证人。亨利·桑顿似乎是作为伦敦私人银行家的唯一代表参加了这两个委员会的听证。

他提出的证据让人感到吃惊。他刚一开口，人们就觉得桑顿对银行的本质有着深刻理解。他清楚、详细地指出了英格兰银行的责任，并且对中央银行政策工具箱里应有的工具进行了仔细介绍。回想起来，我们知道至少有部分理由支持了他的证词。他开始利用夜晚与周末的时间写一本有关这个主题的书。这本书出版于1802年，书名为《大不列颠票据信用的性质和作用的探讨》（通常简称为《大不列颠的票据信用》），至今仍然被认为是经济学历史上一部伟大的经典著作。作为当时仅有的

几本著作之一，它比同时代其他著作的水平要高得多。然而，起初并没有人重视它，因为它从未强调过其观点是多么新颖和具有原创性。实际上，这部著作的观点既新颖又原创。直到如今，书中所解释的许多原理依然被看成是信用（或者货币）理论的精髓。并且，桑顿在今天常常被称为“中央银行之父”——这正是约翰·劳曾经热切希望得到的头衔，遗憾的是菲利普·奥尔良把他的计划变成了人们的狂怒。

约翰·劳阐述了“货币需求”的概念，桑顿紧随其后，把所有不同的信用手段看成一个整体。今天，经济学家通常会谈到的“货币供给”，即被定义为一些货币手段的加总。例如，“M2”，其构成包括“纸币与硬币，个人与企业的支票账户，以及较短时间的定期储蓄存款等其他账户”。但是在桑顿之前，习惯的做法是对各种流动性的来源进行单独分析。因此，桑顿创造了一个强大的分析工具，用来考察货币总量（流动性）、货币流通速度（由坎蒂隆所提出）与利率之间的相互影响。下面是他的一些观察结果：

- 高利率可以防止资本外逃，甚至吸引国外的流动资金。

- 高利率可以吸引民众将部分现金存放到银行账户上。通过维持高利率，中央银行就可以降低流通速度，吸收货币，从而给经济活动降温。与此相反，低利率将会增加货币供给并且刺激经济活动。

- 公众对未来通货膨胀的预期会影响现在的利率水平。如果人们担心将来发生通货膨胀，现在的利率水平就会相应地提高。

- 非计划的信用收缩可能导致经济萧条。相反，信用的大幅扩张（通过增加借贷）可能导致经济过热。因此，如果经济已处于充分就业的状态，货币供给的增加将导致通货膨胀；如果还没有达到充分就业，那么，增加货币供给只会促进经济增长。

这对法国人民来说是颇为遗憾的，他们的统治者——继太阳王之后的奥尔良大公并不了解这些规则，因为他如果了解这些规则的话，就肯定不会印发过多纸币而毁掉约翰·劳的天才计划了。

信用陷阱

桑顿指出，如果增加货币供给，比如把利率降低到商业团体的预期盈利水平之下，就会导致借贷数额大幅上升，结果商业活动的水平也大幅提高（桑顿举了法国约翰·劳计划早期阶段的情形作为例子）。但是，

他还进一步作了一项非常重要的考察：在特定的经济活动增长水平下，社会有能力吸收更多货币。每一次货币供给的增加，在后来似乎都被证明是合理的——只要之后的经济活动能够随之增长，直至达到充分就业的水平。问题的关键也就在这里，这种情况会导致中央银行在对危险毫无察觉之时过多地增加货币供给，而当它察觉的时候，已经太迟了。换句话说，信用体系是不稳定的——增加信用似乎（欺骗性地）证明了信用增加的合理性，相反，减少信用似乎也证明了信用减少的合理性。诚然，这种内在不稳定性的观点与斯密“看不见的手”的概念有着显著的差异，它表明，经济运行具有自我脱轨的能力（由于正向反馈），正像经济具有自我复轨的能力一样（由于负向反馈）。如此一来，看不见的手就不止一只了，而是有两只！如果说桑顿的著作已经包含了世界上第一个经济周期理论，那是有争议的，而且多数人可能不会同意。但是，他的确已经接近了这块领地。

萨伊定律

就在那个时候，亚当·斯密的著作已经在英国之外传播开来。有一位名叫让·巴蒂斯特·萨伊的法国商人在1788年读到了斯密的书。萨伊在法国经营棉纺织业并在新技术上进行投资。由于业务太忙，他很少有时间著书立说，但在1803年，他最终还是出版了自己的著作《政治经济学概论》。这本书在许多方面把26年前斯密所写的问题作了概括与澄清，但在结构与论证上更加清晰了。此外，他还提出了某些新的观点，其中就有让他闻名遐迩的“市场法则”，也就是后人所说的“萨伊定律”。

什么是萨伊定律呢？萨伊自己是一位商人，他曾经和其他许多商人谈到这样一种现象：在商业活动中，最容易的就是生产产品，而比较困难的则是销售产品。因此，他提出一个非常合理的问题：我们为什么不创造一个总能卖出所有东西的社会呢？为什么不让人们有足够的钱去购买所有的产出呢？如果不能卖出我们所制造的所有东西，社会就不能公平地分给人们更多钱或者其他财物吗？这确实是个好问题！

遗憾的是，萨伊的答案并没有提供一个新的解决之道。他首先简单地假定供给能够创造自己的需求：

我们有必要注意到，某种产品一生产出来，从那个时刻起，就为其他产品提供了市场，这个市场是以该产品的自身价值为最大限度的。当生产商完成其产品的最后一道工序时，他最焦虑的就是要

把产品立刻卖掉，唯恐产品的价值在他手上会有所减少。当他销售产品获得货币时，又同样焦急地要把货币花出去，因为货币的价值也是容易改变的。而花费货币的唯一方法就是购买别的产品或者其他东西。因此，生产某种产品只不过是立即为其他产品打开了市场出口。

虽然这些话听起来颇合逻辑，但为什么他的商业伙伴们感觉产品销售如此难，他还是不能解释。然而，萨伊还是回答了这个问题：

当太多的生产手段被用来生产某一种产品，而其他产品的生产却不足，此时就会发生供给过剩的问题。

这就是问题的答案。说得再清楚些，这意味着货币本身并不是问题。货币在交易中不过是霎时间的媒介，说到底，市场交易的实质还是产品与产品的交换。至少，他所见的情况就是如此。

萨伊定律具有非常重要的意义，它解释了通过刺激供给能够促进长期的经济增长，并且也说明了为什么用缩短每周工作时间来解决失业的办法从长远来看是行不通的。由于处在“政治光谱”两端的派别都可以采用萨伊定律作为自己政策论证的基础，因此，这个定律具有相当广泛的吸引力。右翼人士可能会说，让我们刺激需求吧，这样货币就会涓涓流出并创造供给。而处在另一端的左翼人士则可能会说，给我们的平民百姓多分些钱吧，这将会刺激供给。

到此为止，萨伊的解释都还不错。然而，萨伊定律在理解经济的不稳定性方面则有失偏颇，因为他在剔除一些长期的潜在未知因素的同时，又完全忽略了许多短期的复杂因素。由于这一点，甚至可能有人会简单地认为，如果没有萨伊，那么人们对经济波动的理解可能会进展得更快一步。

大卫·李嘉图

南美洲最终在1809年向英国商人敞开了大门，随即涌现出一股乐观主义的热潮（像90年前南海公司事件那样），这导致英国货币供给的大幅度增加。不久之后，货币相对于黄金的价格开始下滑，于是给英国带来了通货膨胀的问题。1809年8~10月，有三篇批评英格兰银行政策的

文章刊登在了《纪事报》上；稍后，又有一篇相关的文章发表在《爱丁堡评论》上，这篇文章的标题是《金银的高价格，银行票据贬值的证据》。文章的作者是桑顿的一个熟人，37岁的伦敦股票经纪人与金融家，大卫·李嘉图。

这是他在学术舞台上初次登场。他在学校接受了非常基础的教育，14岁的时候就加入了父亲的股票经纪业务。从那时起，他就开展了自己的经纪业务，主要是买卖政府的证券。他的座右铭被成千上万的经纪人所采用，那就是：砍掉亏损，让利润增长。遵循这个原则，他变成了富豪。在27岁之前，他从未想过自己应该花点时间研究经济理论。为什么要研究经济呢？现实中的经济不是运行得很好吗？但在1799年度假的时候，他无意中发现了《国富论》，而且读得入了迷。“某一天……”他曾经想着，“……我也要考虑加入进来。”1808年，他遇到了一位生活潦倒的记者，名叫詹姆斯·穆勒，与李嘉图一样，他也对一般经济学有兴趣。与李嘉图不同的是，穆勒在爱丁堡大学（斯密曾经在此校任教）受过正规的大学教育。从此，李嘉图与穆勒经常一起长途漫步，讨论着政治与经济方面的问题，后来穆勒建议李嘉图投稿。这就是李嘉图发表这篇文章时的情况。

李嘉图发表在《爱丁堡评论》上的文章的结论是，通货贬值的原因在于纸币的超额发行，以及农业收成不好与战争开销造成的进口数量不足。他建议英国应该立即恢复1797年废除的金本位制。为了澄清问题的根源，1810年英国设立了“金块委员会”，桑顿是该委员会的成员，他同意了李嘉图的结论。让人感到奇怪的是，委员会发表的调查报告却差一点儿导致了桑顿自己破产。在调查报告发表之后发生了一场金融恐慌，桑顿不得已向他的一位朋友透露：道，桑顿与福瑞银行的存款头寸快要耗尽了。幸运的是，他有许多忠诚的朋友，他们立即到他的银行存了足够多的钱，于是银行得救了。曾经饱受通货膨胀之苦的李嘉图则坚持认为恢复金本位制是有利的。

1816年，辩论又重新开始，李嘉图发表了《有关经济与稳定通货的建议》，他在该文中再次建议英格兰恢复金本位制。但是，这个金本位制并不要求使用金币，而是要求英格兰银行能按照需求进行纸币与黄金的兑换——就像劳氏公司开始时所做的那样。他认为这样的货币体系具有自我稳定性，理由如下：

·如果英格兰银行发行的纸币过多，它将不得不进口黄金储备来予以支持.....

·.....这一过程本身能够自动减少货币供给，并且缩减英格兰银行发行新货币的潜能。

桑顿不同意这样的观点。他认为任何货币体系都不能实现自我稳定，因此，英格兰银行应该而且能够积极地管理货币供给，而且他相信货币供给的波动不仅会影响价格，还会影响经济活动的水平。1820年，英格兰银行推出了一项与李嘉图的建议非常相似的计划进行试验。这导致了价格的急剧下滑和一场灾难性的衰退，于是计划很快就被废除了。显然，这场争论的赢家是桑顿，并不是李嘉图。这时离约翰·劳的计划失败正好是100周年，然而，经济似乎依然非常不稳定，而纸币似乎也不是造成经济不稳定的唯一原因。

经济学的梦幻团队

我们注意到一个非常有趣的想象，尽管用今天的标准来看，当时的交通运输非常落后，国际交流也非常少，但是早期经济学家之间的交往传承竟然如此顺畅。劳是坎蒂隆的一位生意伙伴，魁奈则像劳一样为法国王室工作，给奥尔良公爵的继任者当私人医生。而魁奈又遇到了斯密，斯密则是桑顿的朋友，桑顿又与李嘉图成了朋友。

在这些杰出的人物当中，约翰·劳、理查德·坎蒂隆、弗朗索瓦·魁奈和亨利·桑顿这四个人都致力于阐释大量有关货币与信用的问题。因此，听起来有点让人吃惊的是，我们有关货币的大量知识应该归功于这支梦幻团队，这个团队的成员竟然包括一位苏格兰的杀人犯、色鬼和赌徒，一位爱尔兰的核心投机分子，一位英国的银行家和一位法国的医生。正是这四位组成了一支经济学领域最伟大的梦幻团队。

他们主要因为以下的贡献而被铭记

本章所提到的一些名垂青史的经济学家是：

·弗朗索瓦·魁奈：“经济表”与“自由放任”的理念。

·理查德·坎蒂隆：对“货币流通速度”效应的理解。

·亚当·斯密：强调追求私利的重要意义与效率。所有形式的保护

主义都具有破坏效应。

·亨利·桑顿：“中央银行之父”，总量货币供给波动的原因与影响。利息率如何推动储蓄率、货币供给、汇率以及国际间的资金流动。货币供给的变化如何具有初始的经济增长效应，以及随后的通货膨胀压力。中央银行的积极干预是有利的。为什么中央银行家可以让繁荣更加持久。

·让·巴蒂斯特·萨伊：供给能够创造自己的需求。

·大卫·李嘉图：强调在经济理论中计算边际效应的重要性。

第4章 1837年美国经济危机

李嘉图的密友詹姆斯·穆勒终其一生保持着对经济学的强烈兴趣。这两位好朋友和其他一些杰出人士创建了一个“政治经济学俱乐部”，经济学家杰文斯后来对此作了记载：

（俱乐部）继续存在下去，是由于每个月精彩的晚宴——俱乐部似乎并没有去研究经济问题——也是由于每次晚宴之后的经济辩论，我并不想对此作出评判。

尽管詹姆斯·穆勒花了很多时间去发展李嘉图的观点，但他对经济理论与问题的研究也自有一套。他曾经提出了一个重要而实际的问题，那就是要限制人口出生数量——他认为在食物供应有限的条件下，这个问题是一个主要的威胁。穆勒对这个问题可能确实有感而发：李嘉图的兄弟姐妹有17个，他排行老三，而穆勒本人则有9个孩子。

在詹姆斯的9个孩子中，有一个名叫约翰·斯图尔特·穆勒，出生于1802年。小穆勒在很小的时候就显露出超常的智力，而且詹姆斯认为他这时已经可以接受正规的教育。就在这个小男孩刚满3岁的时候，詹姆斯便开始教他学习希腊语和算术，8岁的时候让他学习拉丁语，随后不久开始学习几何、代数、化学和物理。小穆勒12岁的时候开始学习逻辑学，一年之后，他被引领到政治经济学领域，詹姆斯认为这是最难的学科。詹姆斯给他讲授经济学的一种方式就是带着他散步（就像詹姆斯和李嘉图一起散步那样）。詹姆斯在路上给自己的儿子讲授了经济学各个方面的问题——主要还是李嘉图曾经描述过的那些东西。每天上午，小穆勒必须交出一份完整的书面报告，内容是父亲前一天所讲过的东西。这些报告后来成了《政治经济学要义》的草稿，该书在1819年出版。这本书是经过非常努力思考得到的出色成果，而作者写作这些内容时年仅13岁。

就在该书出版之后，詹姆斯认为自己的工作已经完成，他儿子已经作好了进入社会的准备。这个17岁的男孩加入了东印度公司，这让他有了极好的机会去洞察私营企业与公共事务，而且，他在空余时间可以进行写作与学习。20岁的时候，他已经发表了7篇有关经济学、政治学与

法学的重要论文，并且编著了一本有关哲学的书籍。

约翰·斯图尔特·穆勒对经济理论的最大贡献是他在23~24岁时所写的内容，这些东西直到多年以后才得以出版，题目是《政治经济学若干未决问题》，其中有一篇论文分析了萨伊定律。穆勒称，在简单的物物交换经济中，萨伊概念中的供给自行创造需求是可行的，但是当货币作为交易的媒介时，结论就不一定成立。因为人们可以把销售收入储存起来，所以供给并不总是创造等量的需求，普遍信心的改变能够引发供给与需求之间的不平衡。

为什么繁荣会走向完全脱轨

在接下来的几年里，他又发表了许多有关经济学的论文。1826年，他写了一篇题为《纸币与商业困境》的论文，在文中介绍了“竞争性投资”的概念。他的看法涉及技术发明可能造成市场突然扩大等问题。对于扩大的市场“馅饼”，商人们可能过高地估计了自己正常情况下能够得到的份额：

每一个期盼自己走在全部竞争对手之前的商人，会向市场提供他认为起飞时自己所能获得的最大份额；这没有反映出其他对手的供给，而其他的行为也像他这样，并且他们都没有预估到价格的下跌，而一旦增加的供给进入市场，就一定会发生价格下跌。这样一来，短缺很快就演变成了过剩。

在这种情况下，对某种物品的需求暂时过多可能很快就会演变成相反的一面：供给暂时过剩。在同一篇文章中，他还介绍了“职业交易商”和“投机者”之间的差别，前者的行为是建立在长期经济分析的基础之上，而后的行为基础则是对短期价格走向的分析：

那些试图观察未来供给与需求信号的少数人，一旦预估到价格会大幅上涨，就会大量买进。这种购买行为会立刻造成价格的明显上涨，结果反过来诱惑许多只是关注市场即时变化的人也去购买，这些购买者期望价格仍然会有更大的上涨空间。

这就意味着一个恶性循环，它很容易解释为什么繁荣会走向完全脱轨，就像密西西比计划与南海公司的泡沫那样。而且就在穆勒的书出版

10多年之后，类似的灾难再一次降临了。

1837年危机

发生在1837年的危机成了证明穆勒经济理论的一个绝佳例证，就好像人们想要验证一下他的经济理论似的，但实际上并没有人真想要那样做。在这个故事中，我们需要介绍五位杰出的美国人，他们在这场大戏中分别扮演了不同的角色：

·安德鲁·杰克逊，在1828~1836年期间担任美国总统，是个极其不信任纸币的人。

·马丁·范布伦，接替杰克逊担任美国总统（1836~1840年）。

·尼古拉斯·比德尔，担任第二合众国银行总裁，任职到1836年。他是个极有天赋的人，但不是杰克逊总统的朋友。

·菲利普·霍恩，一位投资者，在1837年之前相当富有，之后则变成了穷人。

·詹姆斯·戈登·贝内特，《先驱报》的编辑，散文写得极好。

现在大戏开场了。安德鲁·杰克逊是这场大戏中的第一位总统，他是一位有着独裁倾向的辉煌政治家，固守原则，脾气很坏。然而，他还曾经是1812年的战争中一位叱咤风云的将军，他所领导的军队在新奥尔良击败了英军，这场胜利也为他踏上政治舞台奠定了基础。在政治舞台上，他的第一场斗争则是反对中央银行，也就是所谓的“第二合众国银行”。

这家银行的领导者是天才人物尼古拉斯·比德尔，他13岁的时候就在宾夕法尼亚大学获得了学位。这两位先生相互憎恨，彼此攻击，但是当杰克逊成为美国总统的时候，比德尔变得更加忧心忡忡。有一个很好的理由可以说明这一点。杰克逊任命了荷兰人马丁·范布伦担任副总统，并且告诉他：“那家银行正在设法置我于死地，但我会先干掉它！”后来，比德尔的银行被迫关闭。事情就是这么简单。

安德鲁·杰克逊为什么不喜欢比德尔和他的银行呢？一个主要的原因是他不喜欢纸币。在他看来，纸币是不真实的，而且造成了投机与各种各样的歪曲。就此而言，他确实击中了要害。看一下流通中的货币总量

吧：1832年仅有5900万美元，到1836年已经疯长到了1.4亿美元——仅仅4年的时间竟然大幅上涨了137%。这是一个非常吓人的数字，而当你透过表象深究实情的时候会更加忧虑。大量的流动资金是由新开业的银行创造出来的，可是这些银行的资本储备少得可怜，有的甚至根本就没有。问题是，所有这些钱流到了哪里呢？投资新兴产业了吗？这些钱并没有投资到新兴产业，其中的大部分都流进房地产业用于投机了。在此之前，美国有中央银行，而现在，它已经不复存在。

抛售、破产、恐慌

我们这场大戏中的第三位人物就是富有的投机者菲利普·霍恩先生。这位绅士般的投机者生活在纽约，他之所以成为我们关注的人物，不仅因为他成了那场危机的牺牲品，还因为他留下的日记至今依然保存着。那就让我们翻开他的日记，看看他在1836年3月12日的心境：

纽约所有东西的价格都高得离谱。下一年的房租已经上涨了50%。我为获得一大笔钱而卖掉了房子，这是真的，但我不知道该到哪里去住。离市政厅两英里左右的许多房子都涨到了8000 ~ 10000美元。就连第十一区那些朝向东河的房子，两三年前才卖2000 ~ 3000美元，如今也涨到了4000 ~ 5000美元。

他有理由发出这样的悲叹。房地产价格的快速飞涨并不限于纽约一个地方（见图4-1）；芝加哥的土地价值也已经从1833年的15.6万美元涨到了1836年的超过1000万美元——3年之内令人难以置信地暴涨了6400%。试想一下，暴涨6400%，仅仅在3年之内！

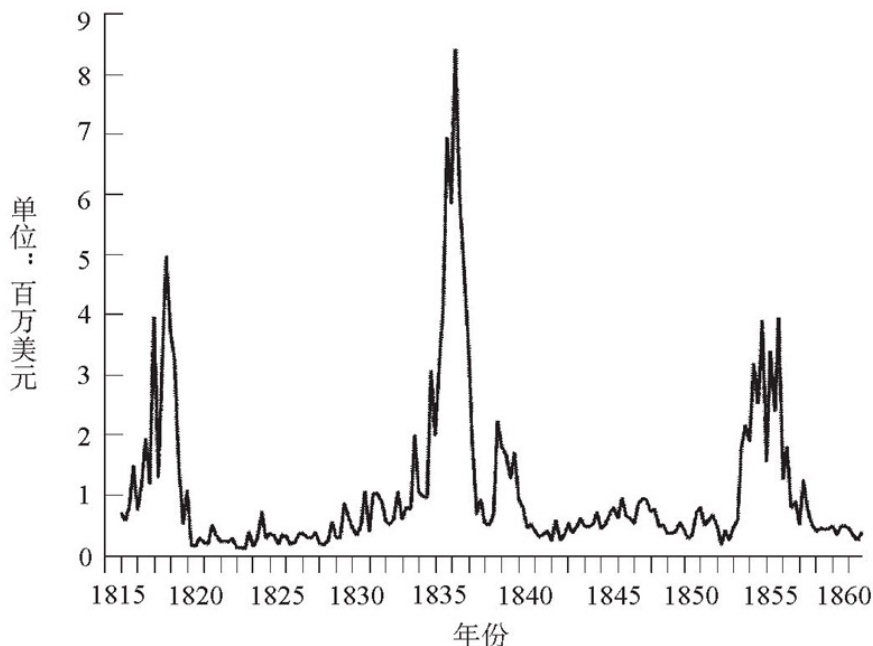


图4-1 美国出售公有土地的收入，季度数据，1816~1860年。此图显示出了非常强烈而缓慢的周期。

由此可见，杰克逊总统完全有理由在7月签署法令，规定大多数购买土地的交易必须采用黄金或白银支付，禁止用纸币进行房地产投机！这时，他还要处理另外一个问题，那就是政府的财政盈余正在增加。当然，这个问题会让人觉得稍微愉快一些。杰克逊提议通过削减关税来恢复预算平衡，但国会表决的结果是把财政盈余分配给各个州。这样做意味着什么呢？根据国会的这项决议，从1837年1月2日开始，每隔3个月就要从纽约的主要银行提取900万美元，并把这些钱分配到各个州。诚然，纽约的主要银行很厌恶这样的做法。

与此同时，我们的朋友霍恩先生则想方设法在百老汇与大琼斯街的转角处新买了一块地，花了1.5万美元。虽然这一点都不便宜，但他还能买得起。拿到土地后，他就开始在那块地上盖一座新房子，然后，自己便去了一趟欧洲。

或许本就不该他发财。当他从欧洲回来的时候，发现城市的气氛完全改变了，当然不是变得更热烈。以下摘自他11月12日的日记：

艰难岁月。货币紧缩的压力已经有一段时日了，现在情况还在继续变糟，我已经深受其害。股价已经跌得太多……房屋价格以及

其他东西的价格虽然名义上没有下跌得太多，但基本上没有了交易，现在已经没有人还有钱买得起这些东西了，而且也没有人还愿意要那些不能换成现金的债券与抵押品了……

这还是发生在政府资金分配计划之前，但也已经够严重了。1837年1月2日，美国财政部从纽约的主要银行提取了900万美元。没过几天，恐慌与一系列的破产事件就发生了，街上也发生了骚乱。房地产市场进入了一个被迫抛售的恶性怪圈，大量银行破产，其他许多行业也是如此。3月4日，霍恩先生在日记中非常悲哀地写道：

这是我的家族历史上最黑暗而悲惨的一天。布朗与霍恩公司今天停止支付款项，并且召开了一个债权人会议。我的大儿子把我给他的资本全部赔光了，我也被牵扯进去，为他们背负了一大笔款项，数目真叫人胆战心惊。

就在此时，美国又完成了一次总统选举，人们开始期望新当选的总统马丁·范布伦会改变对待票据信用的态度，然而，这种期望很快就被击得粉碎。杰克逊总统在他的告别演说中强调：“总之，我们不能依靠那些创造纸币的公司来保持流通媒介在数量上的统一。”然而，马丁·范布伦在他的就职演说中根本就没有提到这个话题。他对正在酿成的金融危机连一个字都没提到！

现在，房产根本卖不出去，除非打很低很低的折扣，而股票市场从1月到2月一直在急剧下挫。詹姆斯·戈登·贝内特，这位《先驱报》的编辑，以他的方式在1837年3月的一篇社论中这样写道：

美国从来不曾处于现在这样的危险境况。我们现在被商业恐慌包围着，这场恐慌正在发出巨大的威胁，它要破坏我们社会的一切事务——要毁灭我们整个国家，要把大片地区变成废墟，要把我们一半的银行机构从地面上抹掉，要点燃那些最浮躁的热情，并且制造突变，最终让国家停滞不前。

这听起来有些绝望，但那时人们的情绪的确如此。必须得有人采取行动。于是，霍恩和他的朋友们想了一个主意，便去和前中央银行总裁比德尔先生联络。比德尔来了，并召开了一个协调会议，提出了一些建

议与意见。随后，货币便从各个地方冒了出来，人们看到了一丝希望的曙光。贝内特又写了一篇新的社论：

尼古拉斯·比德尔是金融业的拿破仑。他抵得上两个亨利·克莱，两个半丹尼尔·韦伯斯特，更抵得上八个马丁·范布伦。

当了解到自己的伟大仅仅是对手的1/8时，心情肯定不会愉快。因此，总统先生肯定不喜欢这句话。但是社论还是如此写道：

尼古拉斯·比德尔走在大街上，像个天堂里的精灵，他对这场商业飓风说“保持安静”，又对投机风暴说“停下来”。他就是这样一个天才，扮演抚平夏日早晨烦躁的角色。

尽管我们这位金融业的拿破仑曾经是个令人生畏的人物，但他如今不再经营中央银行，也不能去印钞票。他没有说服总统改变既定的路线。政府在4月1日仍然从纽约的主要银行里提取了900万美元的款项，于是，恐慌进一步蔓延开来。一些主要银行在5月初开始营业，到5月10日便宣布银行假期，以便给金融业一点儿喘息的机会。但是，这并没有起多大作用。随着泡沫的破裂，大量的破产还在继续，美国西北部的失业率已经超过了20%。芝加哥的一块土地在1836年曾经卖到1.1万美元，如今持续下跌，到1840年只要花100美元就能够买到。由于地价的下跌，那些购买了大片土地并将其分成更小的地块囤积起来的投机者开始认识到再也没有后续的购买者了。最后，他们把那些分成小块的土地又集中起来，转成了农业用地，这样至少还能种点东西，有一点儿收入。到了1842年，也就是危机发生5年之后，全美国大部分地方的房产价格最终跌到了谷底。

同时期的伦敦

就在美国发生所有这一切的时候，我们的英国天才经济学家约翰·斯图尔特·穆勒正在他的东印度公司办公室里继续努力工作着。他在1835年被录用为《伦敦评论》的编辑，要写大量的文章，后来这些文章都编进了他的主要著作。也是在1835年，他的一位朋友，托马斯·卡莱尔，请他对一本长达800页的关于法国革命问题的手稿写一篇评论。一天晚上，穆勒刚读了一点儿就昏昏欲睡，随后便睡着了。他的女仆过来烧壁炉，不幸的是，她用卡莱尔的手稿来引火点着了炉子。后来，卡莱尔表面上

原谅了穆勒，犹豫了一段时间之后又把整个书稿重写了一遍。卡莱尔的书在1837年出版，那时他又请穆勒公开发表了一篇评论，不出意外，穆勒对其“相当”肯定。

就在同一年，穆勒读了《归纳法哲学》，这是威廉·休厄尔的一本关于历史与哲学的重要著作，他还重读了著名天文学家维尔霍姆·赫歇尔的《自然哲学研究的基础》。这些著作中的知识给穆勒后来的写作带来了许多启迪与灵感。1845年，他决定把一条条思路整理成一本著作，并将其命名为《政治经济学原理及其在社会哲学中的若干应用》。他对这个主题已经思考了多年，当决定要写出来的时候，他的写作速度创了一项纪录。他完成这本长达971页的著作仅仅用了18个月的时间，其中的材料都有详细的考证，还有很多独到的分析。在这本书中，他把货币流通速度——坎蒂隆的老概念与一般增长及投机联系起来，这在国际上成为了经典。

对于穆勒来说，1848年是很有意义的一年，因为他的书出版了。而对于其他几位杰出的绅士来说，这一年也很有意义。例如，有一位奥弗斯通勋爵，是当时英格兰最成功的银行家，他思维清晰，认为经济危机是一种有着自身内在动力的重复发生的现象。有一天，他和《经济学人》杂志的主编沃尔特·巴奇霍特进行一次谈话，后来，巴奇霍特引用奥弗斯通的话来描述繁荣-萧条周期的不同阶段：

静止，增长，信心，兴旺，激奋，发展过快，震荡，压力，停滞，再次进入静止而告终。

如果说桑顿差一点儿创造了最早的经济周期理论，那么可以公平地说，奥弗斯通差一点儿给出了最早的经济周期的定义。但是，他是个实干家，在相当长的一段时间内，他一直在关心英格兰银行遏止严重的银行危机与恐慌的能力。作为一位经验丰富的银行家，他密切跟踪市场动态并尽力预报存在的危险。1845年秋天，他觉得局面正逐渐变化，于是坐下来给好友G·W·诺曼写了一封信，谈到了这一点。奥弗斯通并不认为危机即将发生，但是，有一些早期的预警信号则是确切无疑的。“我们现在还没有危机……”他这样写道，“……仅有一些轻微的前兆迹象，就在我们脚下。”他是对的，1847年，危机发生了——距离上一次危机整整10年。

中央银行如何增加货币供给

到19世纪中期，人们了解到中央银行有3种创造货币的重要途径：

- 购买债券（并支付货币）。这样做有一种直接效应（注入货币）和一种间接效应（债券价格上涨，所以利率会下降，这将鼓励更多的私人借贷）。

- 降低中央银行对私营银行的贷款利率（贴现率）。这将鼓励各银行从中央银行贷款，从而使各银行能够增加向私人放贷业务。

- 降低私营银行的存款准备金率。减少存款准备金可以使私营银行增加放贷业务。

第5章 繁荣的终结

为什么在一段时期内的过量投资会导致经济危机，而不是一次平稳的纠正？对于这个问题，我们一直很难找到足够的理由来解释。然而，在英国1847年的危机中，采取分期付款的方式购买铁路股票似乎是导致危机发生的决定性因素。在那个时候，采取分期支付的办法购买股票很常见，购买者只要支付首期款项就可以了，然后，他可能希望按照可获得收益的价格在下一期付款之前将股票卖出。经过这样一系列的分期支付，1847年1月到期应付款的总额约为650万英镑。如果真要按期支付这些款项，许多人都有困难。于是，就在当年夏天，酝酿成熟的危机爆发了：8月有22家英国公司破产，9月增加到了47家，10月则达到了82家。没过多久，危机就扩散到了荷兰、比利时、纽约和德国。

《资本论》

1847年对于一位名叫卡尔·马克思的年轻人来说，是很有意义的一年。马克思1818年5月5日出生于普鲁士的一个小镇特里尔。他生活在一个传统的中产阶级家庭，后来依靠自己的努力进入著名的柏林大学学习。他在大学里的专业是哲学。离开柏林之后，他在耶拿大学获得了博士学位。1842年他24岁的时候，被聘为《莱茵报》的编辑。然而，就在5个月之后，这份报纸被政府查封了。他的职业生涯遭遇这次挫折之后，便举家搬到了巴黎，他在巴黎担任了多家杂志的记者，但两年之后又被法国政府驱逐出境。这就是在举世公认的名牌大学里研究哲学的青年人的遭遇。当他想要表达自己思想的时候，社会却不允许。

后来，他加入了共产主义者同盟组织。作为资本主义和资本主义社会的激进批评家，卡尔·马克思的目标在于说明资本主义经济是不公平的，存在严重的缺陷，因此它应该被社会主义或共产主义制度所代替。因此，应该尽可能地将工人动员起来，待到时机成熟之时，实施罢工并获得掌控权。

如何判定时机已成熟是个让人感到棘手的难题。从1847年的危机来看，当时应该是一个较为合适的时机，因为这场危机已经激化了矛盾，一些群情激愤的事件由此爆发。在欧洲的多个地方，一些共产主义者发

动了起义，尽管这些起义都被镇压下去，但它们确实给马克思某些启发：很显然，正是经济危机导致了对革命的探索，因此，新的经济危机可能会点燃下一次革命的火种。于是，他有了一个雄心勃勃的规划，不仅要说明资本主义制度的腐朽和共产主义制度的美好，更要为实现这两种制度的转变提出明确的路线图。经常爆发的经济危机正是实现制度转变的一条导火索。因此，他决定剖析资本主义市场经济体制下发生有规律的经济危机的内在机理。

就在他深入思考这个问题的时候，经济再一次出现了过热现象。19世纪50年代发生了对铁路股票的新一轮投机热潮，还有对小麦（英格兰）、土地（美国）和重工业（欧洲大陆）的投机。1857年，距离上一次危机已整整10年，俄亥俄人寿保险信托公司的纽约分公司暂停营业。很快，出现了连锁反应，铁路股票价格像自由落体一样大幅下跌。

这次危机激发了卡尔·马克思的无限热情。它再一次发生了！他决定把自己的理论公开发表出来！在6个月的时间里，他写出了第一部书稿——《资本论》，这最终成了他的经典著作。在这部著作中，他把自己的理论称为现代政治经济学各个方面最重要的原理。他所描述的过程大致可以归纳为以下几个方面：

- 技术革新会经常创造经济的繁荣。

- 技术革新的效应指资本家在生产过程中使用更多的资本（机器等），雇用更少的劳动力（工人）。

- 只有劳动才能创造价值，但是由于劳动力与资本的比率下降，利润率也会随之下降。

他指出：“利润率的下降不是因为工人被剥削的程度减轻了，而是由于相对于所用的资本而言，雇用的工人总数减少了。”尽管后来的经验表明情况恰恰与此相反，但他还是继续阐述，利润率的下降导致了债务亏欠的增加，直到最终发生危机，于是共产主义者就可以实施接管。他后面的结论得到了验证。共产主义者的接管确实发生了，而且在随后一个世纪中的相当长时期里，世界上的大部分地方都由共产主义者统治着。

卡尔·马克思作为经济周期理论的贡献者，在今天依然被人们铭记，这不只是因为他有关周期的结论与预言，更是因为他分析处理问题的方法。他是最早尝试建构有关资本主义经济如何发生危机与萧条的系统性

危机导火索

1864年，法国开始出现新的危机，两年之后就蔓延到了英格兰与意大利。这一次，投机者的目标是毛织品、船运业和各种新兴的企业。然而，与正在角落里徘徊等待的噩梦——19世纪最具破坏性的国际大萧条相比，这次危机根本算不上什么。这场噩梦之前的一次金融危机发生在1873年，也就是约翰·斯图尔特·穆勒去世的那一年。

我们很难确认1873年危机的真正导火索是哪一个事件，但如果从1869年开始数，那肯定不会遗漏这个让人相当困惑的故事的任何一部分。当时，在纽约证券交易所的黄金交易室里，市场交易非常活跃。交易商在这间交易室里买卖黄金，但由于黄金在性质上属于国际硬通货（当时欧洲的大部分国家都采用金本位制），所以实际上这里交易的只是美元：如果你购买黄金，就要用美元支付。如果以美元计价的黄金价格上涨，实际上就意味着美元的国际价格下跌。

黄金交易室里有两位最活跃的交易商，他们是杰伊·古尔德和吉姆·菲斯克。吉姆·菲斯克是一个胖子，有着开朗乐观的性格和迷人的气质，同时还是一位营销高手。他非常喜欢一家瓷器商店里摆放的一件公牛瓷器，就经常光顾这家瓷器店。杰伊·古尔德是一位精明、谄熟世故的投机者，他在伊利铁路事件中受到了磨炼，也正是在那次事件中，他结识了吉姆·菲斯克。古尔德曾在繁荣一时的铁路股票上投入了很多钱（他仍然持有这些股票）。他并不是一个让人觉得很舒服的人。他曾经这样说：“在共和党的领域，我是一个共和党人。在民主党的领域，我是一个民主党人。而在多疑者的领域，我就是个多疑者。但是，我始终在为伊利铁路而奔波。”另一次，他又说道：“我可以雇用一半的工人阶级去杀死另外一半。”

现在，他为了获取巨额的财富，决定倾尽全力执行一项让人难以置信的计划：他要尽可能地收购黄金，以打压美元的汇率。然而，这里的黄金可不是一点点，而是数量庞大。随着美元汇率的下跌，这样做能够推动美国出口的增长（这将为铁路带来更多业务），当然也会刺激美国的通货膨胀——于是可以减轻他所投资的铁路公司的债务负担。

在那个时候，美国大约有价值1.15亿美元的黄金，其中有1亿被锁

在财政部的金库里。由于交易保证金要求非常低，古尔德自己只需要投入50000美元就可以用期货合约购买价值1000万美元的黄金，这种交易只要人们相信他大致具有这样的信用价值就可以进行了。但是，在行动之前，他还要高度警惕是否会发生某些意外情况。例如，只要格兰特总统决定把财政部的黄金出售一部分，就必然会压低黄金的市场价格。于是，他想出了一个办法，就是精心培养和格兰特总统以前的妹夫埃布尔·戈尔宾的友谊，而后，戈尔宾就可以把古尔德介绍给格兰特总统。最终，这一幕在菲斯克的轮船上发生了。在旅途中，古尔德试图弄清楚总统对于提高黄金价格持何种态度。然而，这次会面的结果并没有让古尔德感到完全满意，因为格兰特似乎并没有清楚地表明对于黄金狂热的看法。

9月16日，古尔德请戈尔宾给总统呈送一封信，在这封信中，他解释了在农作物出口之前卖出黄金为什么是错误的。信一写好，他就立即派了一位信使马不停蹄地赶往华盛顿。信使向总统呈上书信之后就问是否有回话。“没有，什么都没有。”总统这样答道，然后信使便返回匹兹堡并发出了一封简短的电报：“安全送达。”（Delivered all right.）

但是，电报在传送过程中出了一点儿差错，古尔德与戈尔宾收到了电报，但其所表达的意思很不一样。电报内容变成了：“送达。同意。”（Delivered. All right.）

一看到这封电报，古尔德就决定立即行动。他答应给戈尔宾一份价值150万美元的无保证金交易合同，然后就开始买进黄金。他在自由市场上以大约135美元的价格购买，而后价格开始逐渐小幅上升。9月22日，当菲斯克来到交易室的时候，收盘价涨到了141.5美元。那天晚上，古尔德拜访了戈尔宾，而戈尔宾收到了一个非常令人不安的消息。他刚刚接到了格兰特总统的来信，在信中，格兰特表达了他对美元汇率下跌的不满，这意味着他将命令财政部出售黄金。

通过戈尔宾的安排，古尔德再一次见到了总统，这一次是在一个公开聚会上，当时在场的每个人都看到他和总统在一起。古尔德试图说服总统，美元汇率的上升将会极大地损害出口，因此，即便要采取行动，至少也应该等到那些大额的、尚未明确的订单都确定下来。在这次简短的会面之后，他开始设法让其余的人都相信总统自始至终都是支持他的。然后，他长舒了一口气，就接着买进黄金。

古尔德把大部分交易都交给一位名叫亨利·史密斯的交易商，史密斯招募了其他许多交易商，这些交易商又招募了另外一些交易商，结果总共大约有五六十位交易商一起行动。他们一起买进黄金，直到把市场上的黄金几乎全部买完。当市场上已经没有黄金可卖的时候，他仍然利用远期合同继续买进黄金，最后，他手中持有价值4000万美元的黄金合同，另外还有价值1500万美元的黄金现货。在这个过程中，金价上涨到了146美元——这意味着他独自发力就已经迫使美元汇率下跌了8%。

但是，后来发生了一些奇怪的事情。由于某些原因，金价卡在146美元，好像有其他人在这个价位上大量抛售黄金，抑或是有人已经知道财政部将要出售黄金。通过远期合同的交易，古尔德可以买进比市场上现存数量更多的黄金。然而，这是一个很难突破的价位，和古尔德的预期相互矛盾。因为当抛售方必须交割时，他们手中没有那么多的黄金，该到哪里去买黄金来交割呢？当然，他们要向古尔德购买，那时价格就要由古尔德来操纵了。但是，既然如此，为什么黄金价格还是停留在146美元呢？难道是由于格兰特要出售黄金吗？

庆幸的是，没过多久，总统看望了戈尔宾。这一次，戈尔宾成功说服总统不再干预市场。受此鼓舞，古尔德告诉老朋友菲斯克，并邀请他参加这次最精彩的突袭——历史上最大的突袭行动之一——而且这次行动得到了上自总统、下至国会门卫的所有人的支持。古尔德还让菲斯克负责购买黄金，并且负责把这些谣言传给黄金交易室的同僚。菲斯克踊跃加入了行动，而且开始用自己的账户购买远期的“幽灵黄金”合同——那些黄金实际上并不存在。抛售方一边卖空远期交割的黄金，一边希望财政部会释放一些黄金，这样他们就能够以较低的价格来抢购。古尔德告诉菲斯克，格兰特想要看到黄金价格飙升至1000美元，菲斯克很快就把这个谣言传给了其他交易商。

当公众都参与进来的时候，时机就成熟了（诚如约翰·斯图尔特·穆勒曾经预言的那样）。很快，牙科医生、店主，甚至全国各地的农民都在预期黄金价格还会进一步上涨，于是这些人也尽可能地买进黄金。这股抢购黄金的新热潮猛烈地冲击着那些专门做空的卖家，这些卖家要将合同平仓，就只好不惜血本地买进黄金，于是146美元的价格屏障崩溃了。此时，古尔德已经不再买进黄金。他知道机会稍纵即逝，于是开始出售黄金。菲斯克对此一无所知，他的账户还在继续买进黄金，实际

上，他买进的黄金正是古尔德所卖出的。终于，情况开始出现变化。格兰特给戈尔宾写了封警告信，说财政部将要出售黄金。戈尔宾立刻要求古尔德结清账户，并把利润支付给他。古尔德同意了，条件是戈尔宾要对那封信保持缄默。他知道自己正处在灾难的边缘。他仍然持有一些黄金存货以及价值3500万美元的远期合同——要想把这些都悄悄卖掉，无异于牵着一头大象经过餐馆而不想让人知晓一样。现在他仅有几天的时间，甚至只有几个小时去处理这件事情。

他首先决定撤下菲斯克。一头大象或许能够不被注意地潜行离开。而如果两头大象一起行动而不被发觉，那是万万不可能的。因此，第二天早晨，他鼓励菲斯克继续买进，而自己则以更快的速度秘密出售黄金。奇怪的是，黄金价格还在继续上涨，而公众也还在继续买进。巨大的交易量也很稳定，而且价格还在一美元一美元地提高。与此同时，古尔德一个劲儿地不断卖出，直到一点儿不剩。尽管如此，他还在不断卖出黄金，通过远期合同建立空头头寸，这个头寸也在持续增加。一位来自《纽约先驱报》的记者看出了其中的蹊跷，他在文章中作了这样的描述：

狂怒的印第安人发出复仇之战的呐喊，从疯人院里传出得意的狂叫，其激烈程度都比不了黄金交易室里那些投机者哭天喊地的哀嚎。

由于公众还在继续买进，黄金价格依然保持上涨趋势，但气氛开始变得凝重。价格最终真的会涨到1000美元吗？格兰特是否参与了呢？财政部会卖出黄金吗？然而，就在12点零7分，当价格刚刚涨到165美元的时候，财政部发表了将要卖出黄金的公告。

据估计，古尔德在接下来的14分钟时间里赚进了150万美元。就在这14分钟里，金价从165美元下跌到了133美元，于是，所有做多者的浮动收益被一扫而空。做空者从他们的压榨中得救了，而古尔德的计划也获得了成功。结果，古尔德成了华尔街最让人厌恶的家伙，菲斯克说他“除了一堆衣服和一双眼睛，便所剩无几”。

繁荣的终结

古尔德保持着对铁路股票的兴趣。此时，公众对铁路股票保持着一

如既往的热情。然而，由于许多人都在拼命投资铁路以争夺市场份额（即约翰·斯图尔特·穆勒所说的“竞争性投资”），实际的铁路运载能力已经过剩了。1868年之后，每年新建的铁路里程快速大幅增长，铁路行业已经感觉到生存的压力。古尔德控制着伊利铁路，这条铁路与范德比尔特在纽约中央铁路展开了激烈的竞争。范德比尔特刚把每车运费从125美元降到100美元，古尔德为了夺回市场份额，就决定把价格降到75美元。于是范德比尔特又把价格调到50美元，古尔德就跟着把价格降到了25美元。最后，范德比尔特干脆把价格降为一美元——这个价格远远低于成本。这样，范德比尔特就把所有的生意一网打尽。实际上，他所承揽的生意要比以往多得多，因为古尔德把布法罗的公牛全部买了下来，并用纽约中央铁路来运送。

价格战正是铁路运载能力出现过剩的征兆。繁荣已经持续了很长时间，人们在许多行业的大量投资已经收不回利息。在1872年，包括古尔德的伊利铁路在内的89家铁路公司的债券发生了违约现象。在364家上市铁路公司中，有260家公司无任何红利可分。到年底之前，越来越多的铁路公司股票交易量下滑，市场环境也变得更加谨慎。欧洲的情形与此非常相似。经过一些年大规模的投资建设，情况已经变得越来越不稳定，而且市场信心也开始跌落。

大崩溃

有时候，恐慌会肇始于最意想不到的地方。这一次，它起始于奥地利。1873年5月1日维也纳国际展览开幕之后，恐惧的浪潮突然袭来。许多奥地利的银行都深陷在铁路股票的泥潭之中，由于投机者的失败而受到拖累。很快，恐慌蔓延到德国，而后又传到了比利时、意大利、瑞士与荷兰。1873年9月8日，华尔街也受到了牵连。就在那一天，纽约仓库与证券公司（New York Warehouse and Security Co.）违约了。此时，已没有人能够阻止这一切的发生：

9月13日：肯永考克斯银行违约。

9月17日：潘德莫钮门公司违约。

9月18日：杰·库克公司违约。

9月19日，局面开始平静下来，但就在这天下午，大多数的铁路公

司股票突然开始下跌。有人怀疑这是杰伊·古尔德独自操纵的结果，人们认为他提前把持有的所有铁路股票抛售出去。下跌很快变成了彻底的恐慌，每个人都在绝望地挣扎着，希望能够找到一个买家来接手。第二天早上，证券交易所闭市停止交易。总统召开紧急会议，与会者有财政部长和其他几位官员，还有商人，其中就包括范德比尔特。解决问题的办法只有一个，与76年前的英国金块委员会不同，这些人仅仅花了几个小时就作出了选择：“增加货币供给！”

财政部通过购买政府债券的途径向市场注入了1300万美元，10天后，交易所复市了。但是，交易所复市的事实并不能说明危机已经结束。这次恐慌成为美国历史上罕见的大萧条的序曲。纽约的失业率达到了30%，然后是40%、50%，节节攀升。新建铁路里程也从1872年的5870英里下降到1873年的4097英里，到1874年进一步减少到2117英里。1875年新建铁路里程降到谷底，仅有1711英里。这又一次证明约翰·斯图尔特·穆勒所言是正确的：信心很重要，因此投机也很重要。即使不受印发货币增加供应量的刺激，也不受到其他外部刺激，经济繁荣也会发生。如果人们减少储蓄，货币流通速度提高，或者存在竞争性投资，就可以出现经济繁荣的景象，而经济萧条作为对繁荣的一种反应也会出现。就在劳的计划遭遇失败154年之后，资本主义经济的不稳定性看起来似乎越来越成为其内在的一种性质。也许经历了一阵群体性的贪婪与恐惧之后，会有一只“看不见的手”来恢复平衡，这样的经济调整是客观需要，但毕竟是痛苦的：人性使然，如之奈何。

第6章 萧条的唯一原因就是繁荣

在刚刚走进大学校园的新生当中，一般总会有一两个表现得格外聪慧和富有创造性。在1810年剑桥大学三一学院录取的一批新生中，就出现了这样的情形。在这一群富有朝气的年轻人中，查尔斯·巴贝奇这个19岁的男生显得非常突出。他很擅长数学，实际上，他入学后没多久，就已经达到了很高的数学水平，以至于他自认为对数学的理解已经超过了导师。

学习数学非常有趣，只要不去计算对数表。因为那个时候要计算对数表，唯一的办法就是两个人分工，用手工方法来计算整个表格。一个人读自己的数字，另一个人就帮助检查核对。然而，有一天，巴贝奇正拿着一张这样的对数表，坐在他和朋友创办的组织——“解析社会”所使用的屋子里，另一位成员进来问他想干什么。巴贝奇抬起头看了看，然后给出了令人惊奇的回答：他正在考虑能否建造一台可以自动完成这种计算工作的机器。

计算机的发明

正是那个时刻改变了他的生活。有了这个想法，他就开始投入实现这个计划。不久，他造了一个非常简单的机械装置，这个东西可以帮助计算对数表。但是，当他在这台小小的机器上工作的时候，他的思想又开始漫游。我们可以走得更远吗？或许我们可以制造一种能够解决所有这类数学问题的机器，从而促进人类智慧的发展？或许人类有一天可以制造出能够思考的机器？

1822年6月14日，他提交了一份关于运用机器计算数学表的观察报告。在这篇报告中，他描述了一种可以用蒸汽引擎来驱动并装有一套落锤的先进数学机器。这个想法引起了人们相当大的兴趣，第二年英国政府就提供最大规模的资助来推动实施这个项目。巴贝奇计划在两到三年之内造好这台机器。然而，后来的事实和他原先的估计落差太大。当工匠们制造机器的时候，查尔斯·巴贝奇则在研究制造机器的方案。他的工作团队只要一造好某一个部件，巴贝奇就会在设计上又提出改进。于是，整个齿轮机必须再次被拆开，所有的工作又要重来一遍。这样一遍

又一遍地重复返工，几乎把团队中的每个人都快逼疯了。就这样折腾了10年之后，随着他的首席制造师退出了团队，这个项目最终被迫搁浅。

然而，巴贝奇并没有被这次失败所击倒。他不但没有放弃，反而更加信心满满，又开始设计比以前的机器还要更复杂的计算机器。不过，这一次仅仅是在图纸上画画而已。按照他的设计，这部机器会是一个庞然大物。它由6台蒸汽机驱动，可以用穿孔卡片进行编程，而且能够每秒钟完成一次计算。

萧条的唯一原因就是繁荣

法国人克莱门特·朱格拉和魁奈一样，也是一位医生。但是，在他29岁的时候，便开始研究社会问题。两年之后，他在《经济学人》杂志发表了大量有关法国的出生率、结婚率和死亡率波动方面的研究文章。写作这些文章的过程中，他也调查了有关法国经济繁荣波动的情况，后来，他便醉心于研究这方面的问题。

1862年对于克莱门特·朱格拉来说，是非同寻常的一年。就在这一年，已经43岁的朱格拉发表了他有关经济波动进程的研究成果——《论德、英、美三国经济危机及其发展周期》。尽管当时几乎没有什么人注意到这本著作，但它确实具有革命性的意义。

克莱门特·朱格拉揭示了古典经济学家遗漏的某些方面。桑顿提到货币过量供给的假象，穆勒则指出了竞争性投资问题，奥弗斯通曾经关注过商业波动的规律性问题，但没有去作更加深入的描绘与解释。早期的研究者发现了经济内在不稳定性的多个踪迹，同时也发现了带来经济稳定的多种内在因素。他们思索过货币因素，如货币供给、利率和流通速度，还有实际因素，包括随机扰动、投资、储蓄、消费（不足）和生产（过量）等。作为讲求实用性的商人，他们还总结出某些超现实的因素，像公众信心、愚蠢（即非理性）和恐慌等。但是，很显然，这些巨匠中并没有一个人苦心思索一套连贯而统一的理论来解释经济周期。这是为什么呢？

令人惊奇的是，原因在于他们还没有发现经济周期。当你读到他们写的书或者文章的时候，你会发现他们中许多人都提到“危机”这个说法。然而，尽管配第早在1662年出版的著作《赋税论》中就使用了“周期”这个说法，却没有人意识到，即使没有任何触发性的因素出现，这种

周期性的现象也会发生。他们都曾经认为，经济的繁荣与危机是由一些特定现象引起的，例如外部冲击或失误。有的人，例如穆勒，还发现存在使经济从一个极端走向另一个极端的事件。遗憾的是，他们中没有一个人把这一连串的现象看成是资本主义经济与生俱来的一种基本波浪式运动的不同阶段。正因为他们没有这样看问题，所以就没有一个人会尝试集中精力描绘和计算一种系统的动态变化规律。

克莱门特·朱格拉的新作完全不同于以往有关经济危机的文献。他比其他任何人都率先认识到，经常性的经济危机并不是一些简单的相互独立的事件，而是经济组织内在不稳定性、周期性重复发作的体现。意识到这一点之后，他进而对这种周期性运动的不同阶段进行了分类。他提出“上升”、“爆发”和“清算”等不同阶段，为了区分这些阶段，他收集了跨度时间尽可能长的时间序列统计数据加以分析。通过研究这些长时段的数据，他确信周期的平均长度为9~10年。朱格拉说明了他对经济内在不稳定性的理解，他写道：“萧条的唯一原因就是繁荣。”

他认为，没有发生萧条正是由于某些方面出错了，而萧条的到来则说明经济处于正常的运行轨道。这个观点与当时占主流的看法迥然不同。当时的主流观点认为造成危机的原因是“失误”，例如不负责任地滥发纸币，存在垄断行为，滥用海关特权，存在贸易壁垒以及农业收成不好，等等。然而，朱格拉不同意这样的看法，他认为危机的发生就是由于繁荣。

朱格拉对他的著作进行了两次修订完善，并且终其一生都在研究经济周期问题。但他后来的成就再也没有超过第一本著作，他也从未把经济周期与信用周期更紧密地联系起来解释经济周期问题，但不管怎样，就一个人的贡献而言，他有这一点已经足够了。

虽然学者们曾经多次描述过某些重要的事实与概念，但他们并没有真正理解这些事实与概念所具有的重要意义，这在科学界是一种较为常见的情况。只有当某位学者充分认识到这类事实的全部意义时，我们才能说它们被真正地“发现”了。在朱格拉的著作出版之前，许多人都描述过经济不稳定的因素，但他们并没有真正理解周期的概念。而在克莱门特·朱格拉之后，经济学家可能很少会说他们在研究“危机”，他们要研究的是“经济周期”。这正如熊彼特后来所指出的那样：

他发现了新大陆，而在此之前，有些人只是发现了大陆附近的

一些岛屿。

甚至在朱格拉于86岁高龄去世之前不久，我们看到他依然在埋头研究一堆统计数据。查尔斯·巴贝奇也是满腔热情地坚持到自己生命的终点。在1862年的展览之后，他又继续研究项目。就在临终的那一年，前来探望的人们发现他仍然热切地向别人夸耀他的工作室。像朱格拉一样，他了解自己工作的真正意义，而且直到生命的最后时刻，他依然相信人类终有一天会造出他所设想的计算机，改变科学运作的方式。然而，正是巴贝奇所设想的机器最终揭开了令人难以想象的经济周期的秘密。诚然，如果没有相关的方程置入巴贝奇的机器之中，那它对于经济学家来说也毫无用处。有了硬件，还需要相应的软件支撑，因而就需要有人发展出一套与经济行为相互耦合的数学表达式。

一般均衡

里昂·瓦尔拉斯是一位工程师，1834年出生于法国诺曼底。他的父亲是一位经济学家，这种家教渊源使他对经济学有了更深的理解，把经济学看成是研究效用最大化的学科。他想进入巴黎综合理工大学，但两次尝试都失败了，后来只好进入稍逊一筹的巴黎工程师学院，但没过多久就退学了。

对于一个人的学术生涯来说，这并不是一个前途看好的开端，但他决定过一种更加不拘一格的波西米亚式的生活。他从事过文学创作，也当过新闻记者，而且还一直自学经济学。在某一个地方，他创作了一本浪漫小说，换一个地方，他当上了铁路公司的职员，后来又去做新闻记者，之后又成了讲师。他还写了两本有关哲学的书籍。1870年，他申请了洛桑大学政治经济学的首席教职。在众多的候选人中，他并没有给人留下特别深刻的印象。尽管这位让人多少有点疑虑的人物最终获得了职位，但大学董事会的投票结果显示出他是以微弱优势获选的。

洛桑大学位于一个面向日内瓦湖的山坡上，在这里可以把瑞士与法国阿尔卑斯的美丽风光尽收眼底。瓦尔拉斯一定非常喜欢这个地方或者他的工作（或者两者都喜欢），因为他在此地生活和工作了22年之久，并且在他的人生旅途中第一次感受到了成功的喜悦。1874年，他写了一篇关于用数学方法解决经济问题的论文。瓦尔拉斯还和一些经济学家联系紧密，彼此常有书信往来。1889年，他出版了第一版《纯粹经济学要

义》，后来又继续对这部著作加以修订与完善。在这本书的开始，他描述了纯粹经济学和应用经济学——一种艺术级别的表述。然后，他提出经济学必须要用数学术语来描述，于是就用到了边际分析方法。在该书后面的章节中，他详细说明了如何用数学原理来描述和分析经济问题。他的主要方法是描述一般均衡，在一般均衡状态下，所有市场参与者（“代理人”）的活动加总起来形成一种稳定状态。他慢慢向读者介绍了整个模型。首先，他介绍了一种非常简单的情形：只有两个代理人进行物物交换的经济。而后，他的论述扩大到有多人参与交换的情形，接下来是有多种物品进行交换的情形，然后涉及生产要素市场，之后又包括了储蓄、资本形成、货币，最后加入了信用因素。在几个简单化的假设基础上，完成了整个理论的构建。这些假设包括完全竞争、完全的可变性以及价格的完全灵活性。在每一种情形中，他都演示了均衡状态是如何达到的，不过他也确实提到过存在多种可选均衡的可能性。

瓦尔拉斯把数学方法运用到经济学的研究之中，似乎让人想起某位物理学家模仿机器行为的方法。但这并不是巧合，瓦尔拉斯深受牛顿和法国大数学家皮埃尔·西蒙·拉普拉斯的影响。另外，路易斯·潘索的一本静态力学著作也给了他很大的启发——实际上，几十年来他一直把这本著作放在手边，足见它对他的影响有多么深远。

经济周期与太阳黑子

当瓦尔拉斯在用数学方法进行经济分析的时候，另外有一些人则开始试图对朱格拉的周期进行解释。威廉·斯坦利·杰文斯就是一个很好的例子。杰文斯的一生为经济思想贡献良多。1871年，也就是大危机发生之前的一年，他出版了《政治经济学理论》一书。在书中，他对边际分析方法作了很好的说明，而且第一次对“理性人”作了描述——经济学构想出来的只会做出理性决策的人。他解释了理性消费者是如何努力将效用最大化的：当消费者在购买某种商品时，如果他们认为把下一块钱花在其他方面能够获得更高的效用，那么他们就会不再继续购买这种商品。

还有一个与太阳相关的问题。杰文斯从自己的亲身经历中深深体会到经济萧条所造成的痛苦，当他开始撰写一系列有关经济周期的文章（发表于1875~1882年）时，他很可能受到了1873年经济危机的激发。他的一个灵感之源就是穆勒的《政治经济学原理》。杰文斯注意到穆勒强调了公众情绪的变化，但在杰文斯看来，穆勒对重复发生的繁荣与萧条现象的解释很不充分，仅仅是发现了相对的规律性。哪一个过程

可以解释人们为什么每隔一段时间就会变得贪婪和恐慌呢？穆勒根本没有解决这个问题。杰文斯于是把目光投向了经济体系之外，四处寻觅刺激经济发生大波动的因素。在研究了大量的统计数据之后，他作了一番认真的思考和推测。他得出的第一个基本结论是，农业（收成）是经济发展中一个非常重要的组成部分，因此农场里发生的某些事情也许能够解释经济波动的原因。然而，农场里会发生什么事情呢？是农作物病虫害吗？

杰文斯最后作出了自己的解释，他认为原因就在于太阳光炽热强度的波动——由“太阳黑子”（隔一段时间就会出现在太阳表面的大火球）现象的规律性所造成。他的第一篇论文——与1875年的大危机巧合——试图说明1254~1400年间英国的谷物收成变化存在一个11.1年的周期，这与太阳黑子活动的周期非常吻合，当时的天文学家宣称太阳黑子的活动周期也是11.1年。太阳黑子活动的增加会造成阳光照射强度的提高，从而刺激作物的生长，于是农业收成就会高于平均水平。问题由此迎刃而解！

答案或许并非如此。不久，天文学家对太阳黑子周期的时长进行了修正，将其调整到10.45年，这意味着杰文斯的模型由于时间上的不一致而遭遇尴尬。于是他又把谷物收成的统计数据查看了一遍，得出的结论表明实际的周期长度也是10.45年，而不是他先前所说的11.1年。因此不必为此担心，理论还是站得住脚的。

然而，问题并未就此打住。英国新发布的谷物报告与他的模型并不符合，于是他被迫对模型进行修正。修正后他认为，太阳黑子造成了其他国家谷物收成的波动，从而间接影响了英国的贸易与制造业。这意味着太阳黑子与英国的经济周期之间并不存在严格、直接的因果关系，但有很强的间接影响。之所以存在这种间接效应，是因为农产品的价格、数量和生产的变化，还有商人在决策中加入了对太阳黑子爆发的预期（现在他的理论已为人知晓），即在计划决策时把太阳黑子的波动加以贴现。即使太阳黑子无论出于什么理由而在预期发生的时间没有发生，仅仅是对太阳黑子的这种预期就可能造成经济周期的出现。这样来解释理论预测和实际结果之间的不一致性，显示出了他的才华，也是真正的创新。但是，并没有人买他的账。他同时代的人中，并没有多少人真正相信太阳黑子是解释商业波动的基本原因，或者两者具有相关性（时至今日也没有一个神志健全的科学家会相信这一点）。

杰文斯的太阳黑子理论留给我们的并不是其错误的结论，而是分析问题的方法。当代经济学家常常使用“太阳黑子”这个术语，他们所指的并不是太阳表面燃烧的火球，而是一种状态。在这种状态下存在某些现象，其本身不能对经济产生影响，但能够改变一般人的预期从而间接地对经济产生影响。由此可见，杰文斯的方法留存下来了。

货币数量论

有一个理由让我们不能遗忘杰文斯，那就是他曾经与其他一些经济学家有过很多交流，而且得到很多评论。例如，他的《政治经济学理论》得到了著名天文学家西蒙·纽科姆的评论。纽科姆是天文学家，一位天文学家为什么要去评论一本经济学著作呢？

这是一个颇为奇怪的故事。当我们看到纽科姆先生实际上并不是科班出身的天文学家时，故事变得更加离奇了。按照西蒙·纽科姆所受的教育，他是要成为一名草药医生的。事情是这样的。纽科姆从未进过学校，而是在家接受父亲的教育。他16岁的时候和一位自称为医生的“草药医生”一起工作，可是不久之后，纽科姆就发觉那个所谓的医生开出的药方竟毫无科学性可言。那些药方全都建立在任意假定和迷信的基础上，这个自称医生的家伙不过是一个江湖骗子。纽科姆最后决定辞职，所以他告了假就直接离开了。他走了190公里（120英里）到了加来港，说服了一位船长带他上船做一名水手，由此踏上了返回他父亲位于马萨诸塞州塞伦的家中。

纽科姆在塞伦当了一名教师，同时他利用业余时间学习各种科学文献。1856年，他21岁，在华盛顿找到一份工作。工作的地方离图书馆很近，这样可以读到更多的科学著作，他对数学方面的著作尤其钟爱。有一天，他在图书馆里借到了一本拉普拉斯的《天体力学》译本，但无法读懂，这让他非常受挫。于是他决定去找一份可以学到更多知识的工作。1903年在《一位天文学家的回忆录》中他这样写道：

在1857年1月的一个寒冷早晨，我仿佛获得了新生，走进了一个美妙而明亮的世界。在马萨诸塞州剑桥市的“航海天文年历”办公室里，我面对着烧得很旺的炉火，坐在两位著名数学家中间。带着亨利教授和希尔达德先生的书信，我从华盛顿赶到这里，就是为了能够成为一名试用天文计算员。坐在我旁边的是项目管理者约瑟夫·温洛克教授，还有办公室资深助理约翰·D·瑞克勒先生。我告诉他们自

己曾经试图学习拉普拉斯的《天体力学》，但是由于当时的基础数学知识非常贫乏，又没有其他知识储备，因而完全读不懂。

就在22岁的那一年，我第一次看到有人对《天体力学》是那样的熟悉……而我自己在这方面连一个新手都算不上。但在几个星期之后，我还是成为了试用计算员，月薪30美元。

他在这里找到了工作，还可以同时在哈佛大学读书，由此开始在学术领域里辉煌崛起。1862年，西蒙·纽科姆成为海军天文台的数学和天文学教授。1877年，他成为美国航海天文年历办公室主任、《美国数学杂志》编辑、美国天文学会的发起人和首任主席，后来又成为美国数学学会的主席。

直至今日，他还被认为是现代天文学的奠基人之一，他的工作越来越引人注目和受到尊重。实际上，他所获得的美国与国际的奖项以及各种荣誉会员的数量是如此之多，竟然要写满整整两页纸，由此可见他是多么受人器重。他还出版与发表了大量介绍天体位置的书籍与文章，讨论如何预测天体运动，以及进行这类计算和许多其他类似的计算所要求的数学能力。我们的故事讲到这里便有些离奇了，因为他所出版的大约1/3的著作与天文学或者理论数学毫不相干，在这部分著作中他讨论的是有关政治与经济的问题。

1885年，西蒙·纽科姆出版了一本《政治经济学原理》，非常清晰地介绍了流量与存量之间的差别，并且对收入的圈流作了图解，他画出箭头把经济体中不同的人联系起来，展示了这些人相互之间如何进行支付。然而，这本书最重要的内容则是叙述了一个更为简明的关系。他称之为交易方程，该方程后来被欧文·费雪作为货币数量论重新介绍，这也就是我们今天所知道的情况。这个方程是：

$$MV = PQ$$

其中：

M = 货币供给

V = 货币流通速度

P = 商品与服务的价格

Q = 商品与服务的数量

这个模型并不是解释经济动态变化的理论，但它说明了一个更为核心的关系，可以作为许多理论的参照基点。在本书后面的章节中，我们将多次详细说明这个模型，但在这里只需了解它的来源。

快乐原子

一台机器总是按照专门设定好的用途来运转，例如轮子的旋转，或者编织机纺锤的运转。这对于“经济机”也是同样的道理，它也应该有设定好的运转目标。与瓦尔拉斯同时代的一位学者对这些目标的设定作出了贡献，他就是弗朗西斯·伊西德罗·埃奇沃思。

埃奇沃思注意到，加入经济机中的人一般都被假定为将个人“效用”最大化的“理性人”。现在的问题是如何定义这个效用，以及如何将其细分成最小的可能单位。1881年，他提出了“快乐原子”这个术语来定义它。但要测度这些原子则不容易：

快乐原子不容易辨别，也不易看清楚；它比沙子紧密，比液体松散；就好像那些仅仅可以感知到的原子核，嵌在圆形环绕的半意识里。

难怪人们觉得他的文章如此难读。

帕累托均衡

你可以说，瓦尔拉斯的经济机的用途就是把埃奇沃思的快乐原子的产量最大化，而且有相当多的人追随瓦尔拉斯的理念。瓦尔拉斯是一位先驱者——一个启迪他人的人，因此，当他1892年从洛桑大学退休的时候，重要的是找到一位继任者，能够跟随他的足迹并且继续启发和领导这场新的运动。学校选择了维弗雷多·帕累托，一位出生于巴黎而大多数时间居住在意大利的工程师。帕累托曾经在铁路公司任职，他从工程师升为两家公司的董事。1890年，在42岁的时候，他才开始学习经济学，1893年则接替了瓦尔拉斯在洛桑大学的教职。帕累托在洛桑大学工作了7年，后来继承了一笔财产便决定退休。但是，他仍然留在瑞士并且继续撰写经济学文章，直到1923年去世为止。

帕累托一个很大的优势是他所接受的工程师教育，而且他具有多年的技术工作经验。因此，他掌握很高深的数学知识，这些数学知识常常贯穿在他的著作之中。他的劣势则像埃奇沃思一样，写作风格很糟糕，就像一个喝得酩酊大醉的高智商的人那样。他常常在一张纸上同时阐述几个半拉子理论，然后又去谈论别的事情，讲了很多之后才转回来把前面的半拉子想法写完整。

今天，帕累托这个名字的使用频率很高，经济学家常常会提到“帕累托最优”或者“帕累托均衡”，这种状态表示经济系统生产出的埃奇沃思快乐原子达到了最大的可能数量。随着第一个经济周期理论渐渐发展起来，人们将一遍又一遍地运用他和瓦尔拉斯所发展的方法。

他们最大的贡献

查尔斯·巴贝奇

- 发明计算机
- 首创性的操作分析

克莱门特·朱格拉

·最早使用时间序列数据，例如利息率、价格和中央银行的余额，系统完整地分析一个定义明确的经济问题。这种方法成为一般经济学和经济周期研究的标准

·描述了经济周期的形态（周期阶段），这种方法后来经常用到

·最早清晰地理解萧条是对此前的繁荣所造成的经济状态的适应性调整

里昂·瓦尔拉斯和维弗雷多·帕累托

- 把经济问题进行数学模型化
- 一般均衡模型

威廉·斯坦利·杰文斯

·由于“太阳黑子”效应，仅凭人们对太阳黑子发生变化的预期就会使经济/金融体系发生变化

西蒙·纽科姆

·货币数量论，描述了货币与实体经济活动之间的关系

弗朗西斯·伊西德罗·埃奇沃思

·快乐原子的概念

BUSINESS CYCLES

第二篇

经济周期的规律

第7章 又到经济危机爆发的时间了吗

1876年，即朱格拉的著作出版14年之后，查尔斯·巴贝奇离世5周年，由李嘉图和穆勒组建的“政治经济学俱乐部”举办了经济科学创建100周年庆典，因为亚当·斯密的《国富论》已面世整整100年。担任会议主席的是格拉德斯通先生、洛先生和时任法国财政大臣的里昂·萨伊。在一如往常的奢华晚宴过后，洛先生率先起身发表演讲。从他的演讲来看，他并不觉得政治经济学在将来还会有更大发展。他认为社会学方面的进展可能对政治经济学会有所裨益，但影响不大，因为政治经济学作为一门科学，其发展已达到顶峰。

这就是当时英国的经济学精神。自从《国富论》发表之后，发生了许多事情，桑顿、萨伊、李嘉图、穆勒、马克思、白哲特、杰文斯、朱格拉、埃奇沃思、瓦尔拉斯、帕累托以及其他许多经济学家都为经济学的发展作出了伟大的贡献。

为什么价格会波动

显然，洛先生错了。就在他发表演讲之后的一段时期内，经济学家在经济周期研究方面又提出了许多重要的概念，也正因为如此，我们把这段时期称为经济周期研究的黄金时代。在当时从事经济学研究的一批年轻才俊中间，阿尔弗雷德·马歇尔是一位佼佼者，他即将成为英国的大经济学家。

在洛先生发表演讲的时候，马歇尔34岁，在剑桥大学教授伦理学。他学习的专业是数学，最初到剑桥大学也是教授数学。但是他的兴趣非常广泛，对如何改变社会的贫困问题也感兴趣。可是，当他提出解决贫困问题的一些想法时，却遭到了同事与朋友们的嘲弄。他们认为“他没有资格讨论这个问题……”，“除非他受过一些商业或者政治经济学方面的基础训练”。于是他很不情愿地决定研读一些基础性经济学书籍。一开始，他读了约翰·斯图尔特·穆勒的《政治经济学原理》，而后又读了许多其他著作，其中包括李嘉图的著作。然而，他读书的方法却非同寻常：他手里拿着一支铅笔，把读到的每一个重要概念都转换成数学方程式。实际上，他这样做仅仅是为了方便自己，以确保能真正理解这些经济学

概念。

他迷上了经济学，因而也开辟了自己职业生涯的一个崭新方向，他对经济学理论的发展将使洛先生的演说处于尴尬境地。由于阿尔弗雷德·马歇尔总在不断地追求完美，所以他倾向于推迟出版自己的著作，尽管如此，这些著作出版的时候还都可谓是恰逢其时。他的第一个贡献来自于1879年出版的《经济学原理》，这本书探讨了有关经济周期的一个新理论。在书中，他对价格作了这样的阐述：

当价格有可能上涨时，人们就急急忙忙借钱并抢购物品，于是会推动价格上涨，商业出现膨胀，经营者也会变得鲁莽挥霍，通过借入资本经营所获得的回报比实际借入的资本还要少，而他们自己变得富有的代价就是牺牲了社会利益。随后，当信用波动出现的时候，价格也开始下滑，这时人人都想卖掉商品而持有货币。因为相对于商品而言，货币价值在快速增加，这又会加快信用下降的速度，而信用的进一步下降会导致信用本身更严重的收缩。于是，由于价格已经进入了下降通道，在长期内都会继续下跌。

正是因为他宣称价格下跌是因为价格已经进入下降通道，所以在《货币、信用与商业》（1923年）一书中，他也阐明了股票交易中存在着类似的效应：

一些投机者为了偿还债务而不得不出售股票，这种做法会阻止价格的上涨。看到价格上涨受阻，其他所有投机者都会焦虑，于是也都急于抛售。

马歇尔通过求解经济学的难题来努力寻找自己的研究路径，但遭遇了以前许多并不正确的假设的羁绊。例如，1803年提出的萨伊定律，其非常美妙的简化形式是：供给等于需求。

这个定律肯定遗漏了一些重要的细节，因为任何一位经历过19世纪经济衰退的商人都会问道：“萨伊怎么会因为这样一句话而用自己的名字命名了该定律呢？这个定律根本不符合实际。只要发生了经济危机——通常是残酷血腥的——你就卖不出那些该死的东西，而这才是残酷血腥的事实！”因此，在衰退期间，这个定律的形式更应该是：过多的供给，但哪里有需求呢？

萨伊定律对于长期的供求总量而言是可行的，但短期来看，供给与需求在衰退期间显然彼此偏离。

实际利率与自然利率

实际上，穆勒率先指出储蓄利率会发生波动，朱格拉把经济周期与信用周期二者联系起来。如果人们像萨伊所假设的那样把所挣的钱立即全部花完，信用周期怎么会发生呢？然而，瑞典经济学家克努特·魏克塞尔首次对这个问题作了阐释。克努特·魏克塞尔1851年出生于斯德哥尔摩的一个富裕的房地产经纪人之家。他15岁时失去双亲，继承了一大笔财富，并开始研习数学与物理学。几年之后，他的兴趣转向了社会科学与经济学，后来决定到乌普萨拉大学谋求一个教授经济学的职位。然而，他遇到了一些问题，因为当时经济学是在法学院讲授的，而法学院的所有教师都需要有法学学位——需要修读4年时间才能得到。或者按照标准，魏克塞尔至少要修读一个法学学位并在两年内完成。他很聪明，也有好斗的个性。他在非常年轻的时候就已具备了教授的资质，但是直到52岁时才成为教授。之所以如此，是因为他拒绝签署一份呈送国王的强制性申请，在申请中有一句“君王陛下最顺从的仆人”这样的话语。他并不是残暴君王的仆人！有一次，他因为在演讲中亵渎神明而蹲了两个月的监狱。

尽管受到许多以往思想者的启示，但魏克塞尔的最爱还是大卫·李嘉图。他特别喜欢读李嘉图的《金银的高价格》这本册子，这启发他作出了最重要的理论贡献，即提出“自然利率”的概念。他在1898年出版的《利息与价格》一书中阐述了自己的核心思想：

·我们知道低利率会刺激商业活动，而高利率则会抑制商业活动。但问题是，多少才算“低”，多少才算“高”呢？

·要回答这个问题，我们要考虑进行商业投资实际能够赚到多少钱。比如，如果一项新的投资能够获得6%的平均收益率，我们就称其为“自然利率”。

·现在，我们假设可以按照2%的利率贷款，这个利率称为“实际利率”。在这种情况下，二者之间存在差异，贷款人获得4%的利润，所以会继续贷款进行投资。

·但是，如果银行利率是10%，那么贷款人要承担4%的损失，结果就会停止投资（除非他们很蠢）。而经济将会出现停滞或者收

缩。

这里的“实际利率”与“自然利率”的概念非常简单，但直到今天仍然是许多理论的一块基石。

“需求不足”理论

既然萨伊定律是公开掠食，那么发起下一次攻击就不会间隔太久，这是约翰·霍布森的观点。他是一位校长，同时在牛津大学与伦敦大学任兼职讲师。他认为需求短缺是经济周期问题的关键，因为人们把收入的一部分储蓄起来，而后才投资到新的产能上。工薪族的储蓄可能并不多，但富裕的资本家有很多储蓄，这会导致投资过量。

在1889年出版的《产业生理学》一书中，他首次解释了这一点，并且一直到1910年，他仍然在其他一些著作中对此进行详细说明。他还提出了一个激进的解决方法：对公司课征重税或者进行国有化，用这些收益来提高需求。

这些观点在商业界与学术界都缺乏友好之声。1889年出版第一本著作后不久，他就丢掉了两个大学的教职，在《经济学杂志》上也经常受到嘲弄，而且基本上被禁止加入政治经济学俱乐部。这位可怜先生再也没有获得任何学术性职位，但他确实成为了所谓的“需求不足”理论的一位先锋人物。

自由资本的消耗

就在霍布森的第一本著作出版5年之后，出现了另一种截然不同的研究方法。乌克兰经济学家米哈伊尔·塔干·巴拉诺夫斯基在其著作《英国的产业危机》中也提出过，而他的理论是建立在以下核心假设的基础之上：

- 在获得货币收入与进行花费之间存在着长时间的滞后期……
- 在货币的储蓄与投资之间也存在着长时间的滞后期。

巴拉诺夫斯基常常把经济与蒸汽机相比较。人们每天都会进行储蓄，他把这些储蓄称为“自由资本”，这些不断累积的储蓄就像是锅炉里

的蒸汽。随着蒸汽逐步累积超过一定时间，活塞受到的压力会不断增加，直到最终产生运动。货币的道理也是如此，储蓄者都想获得好的回报，随着时间的推移，他们会失去耐心并寻求更高的收益率。于是，这些自由资本就会投入“固定资本”（机器、厂房等）。在这个过程中，整体经济会产生收入与财富。但是，在某个时点上，剩余的自由资本可能并不多（就像蒸汽机里的蒸汽跑掉了一样），因此固定资本的累积也会趋于平缓，而经济可能出现倒退，这时大量新投资的产能也会随之闲置浪费。

巴拉诺夫斯基在本质上是一位马克思主义者。然而，尽管他的分析基础是马克思主义的方法，但他并不同意马克思关于资本主义经济最终走向崩溃的结论。他认为资本主义经济只会不断地循环，而这个观点使他成了左派的敌人。

技术创新成为触发器

阿瑟·斯皮索夫是一位专门研究经济周期的德国教授，他同意巴拉诺夫斯基关于资本主义经济不断周期性循环的观点。然而在1902年和1903年出版的两本著作中，他聪明地指出巴拉诺夫斯基的模型中遗漏了对自由资本转换为固定资本时发生波动的解释。为什么不能平缓地完成这种转换呢？

对此，他声称答案在于新科技发展。科技创新创造了新的商业机会，正是由于追逐新的商业机会，先前闲置的货币才释放到经济中来。或者，引用魏克塞尔的专业术语来说，新科技把自然利率水平提高到实际利率水平之上，于是诱发了投资急速发展。而后，随着新的商业活动逐步展开，整个过程最终出现停滞并走向倒退，这和巴拉诺夫斯基所描述的情况很类似。

空前繁荣

当斯皮索夫的书出版之时，经济环境非常轻松愉快。实际上，当时的经济环境非常好，仿佛存在多年的经济周期已经终止，经济呈现一派风平浪静的景象。对美国读者来说，相比重要的经济事件，他们对当地报刊的娱乐与体育版面更感兴趣。例如，铁路大亨杰伊·古尔德要离婚，他的妻子要求每年得到25万美元。这是多么精彩的八卦！然而，人们还是会关心金融版面，因为他们的股票价格正在连年快速上涨。

而且这还有一些较好的理由。美国经济自1897年以来一直在快速增长，仅仅偶尔受到一点儿小小的阻碍。到1907年，美国的出口在10年之内几乎翻了一番，货币供给也相应增长，金融机构的总资产从91亿美元增长到了210亿美元。这段时光的确非常美好，难怪罗斯福总统在1906年12月提交国会的报告中这样写道：“我们仍然继续享有毫不夸张的空前繁荣。”然而，学习经济周期的学生们可能有一些理由担忧。还记得1816年的大危机吗？还有1826年、1837年、1847年、1857年、1866年的危机？每次危机的间隔大约都是10年。从那之后危机要少一些，但10年的经济周期是否可能仍然存在？最近一次的衰退发生在1895年，当时的英国与欧洲大陆由于黄金与矿业股票发生危机。因此，是不是现在又到爆发危机的时间了？

1907年经济危机

可能是因为利率出了一些问题，19世纪后期，黄金的生产已经落后于经济的增长。由于人人都想借钱投资，于是货币开始紧缩。实际上货币紧缩得非常厉害。到1906年年底，英国的利率从4%提高到6%，而美国的利率则出现了大幅波动——从3%升到超过30%。现在有多个铁路大亨都开始觉察到这个问题，当他们试图把1907年年初的债务进行展期[1]的时候，他们发现根本不可能销售更长期限的债券，因而不得不改为发售1~3年期的债券。控制着大北方铁路公司的詹姆斯·J·希尔对此提出警告说，美国经济中，流通中的货币至少需要增加10亿美元，有了这样一个稳定的流通量，才可以避免“商业瘫痪”——他还没有看到商业瘫痪当时已经出现。

美国的牛市终于在3月13日崩溃了，股票像跌进一个巨大的气旋之中，许多蓝筹股下跌了25%以上，之后才有微弱的反弹。可是这个反弹并不真实，因为流动性的短缺正在逐步恶化，股票与商品的价格在整个春季和夏季都在下跌。5月，衰退开始了。不只是在美国，日本的股票交易在4月下旬随着一系列违约事件的发生也大幅跳水。在欧洲，也出现了恐慌的迹象，因为法国与英国的买家从美国进口的黄金数量在增加，同时却抛售他们的股票。8月，波士顿市想发行一笔债券，但发行总额为400万美元的债券仅有20万美元的投标。而后，到1907年10月，所有事情都变得更加糟糕。两个鲁莽的赌徒奥托·海因泽和查尔斯·莫斯获得了许多小银行与信托公司的控制权，并且还非法使用资金，企图对美国铜业公司操纵空头挤压。他们的计划是：买进具有决定性数量的股票

和看涨期权，以逼迫空头以更高的价格买进股票来平仓。然而，这种空头挤压在脆弱的市场上不易控制，最后惨遭失败。就在10月，危机已经蔓延到了世界各地，海因泽与莫斯公司的那些紧张的客户开始撤回资金。这触发了反应链条，很快就波及其他银行与信托公司。

救世主摩根

面临这样的恐慌，人们在呼唤着救世主，而就在人们慌乱地奔向银行的4天之后，救世主出现了。自愿挑起这一重担的是一位70岁的老人，而且他刚刚患了严重的感冒，但是此人的性格非常坚强。如果说还有谁能够阻挡恐慌大潮的袭击，那就应该是他——J·P·摩根，一个庞大产业与金融帝国的主宰者。

他停下了原来的工作，在接下来几个星期里，摩根面临一次又一次的灾难性袭击，每一次他都必须快速采取果敢的行动——有的问题极为紧迫。就在10月23日那一天，林肯信托公司的存款在短短几个小时之内就损失了1400万美元，美国信托公司简报在同一天报道了此事。下午1点钟，公司持有现金头寸为120万美元，20分钟之后，头寸下降到80万美元，而到2点15分的时候，现金头寸便只剩下18万美元，这仅够支付几分钟。对此，摩根需要想办法解决了。第二天，证券交易所的总裁急忙忙跑进摩根的办公室，告诉摩根说，除非有人能够借钱给经纪商，否则将会发生大规模破产倒闭。摩根召集几家银行的总裁开了一个会，会议一开始，他就问交易所的代表，需要多少钱？他们回答说：“2500万美元。”时间期限呢？回答是“15分钟之内”。银行立刻遵照要求，在5分钟之内投放了2700万美元。这一次，救火的人还是摩根。

他继续竭尽所能借钱给那些非常脆弱的机构，并且鼓励其他银行也这样做。他也曾经一度找不到现金，于是就设计出一种新的货币——“手写货币”，这种货币的发行人承诺会将其转换为真实货币。他还设法说服财政部将3500万美元的政府资金存放多家银行，再由这些银行把钱立刻转借给那些濒临破产的信托公司。10月28日，纽约市长来到摩根的办公室，告诉他纽约市政府也筹不到资金偿还债务了。摩根便安排清算行接受纽约市政府发行的债券，但用“手写货币”支付。市长就把政府的账簿移交给摩根，后来他便给纽约市当了一段时间的“监护人”。

最终，摩根的计划取得了效果：金融恐慌在年底之前就结束了，道琼斯工业平均指数从3月的顶点下降了39%，在10月21日触底后开始反

弹。但是，1907年开始的衰退持续到了1908年，因为公司积压的产品没有市场需求，而且失业率也从3%提高到10%，翻了两番还多。产品仍然堆积在那里，但是没有市场需求。人们还在继续储藏货币，此时此刻，无论是亚当·斯密的“看不见的手”，还是萨伊定律，都不灵了。

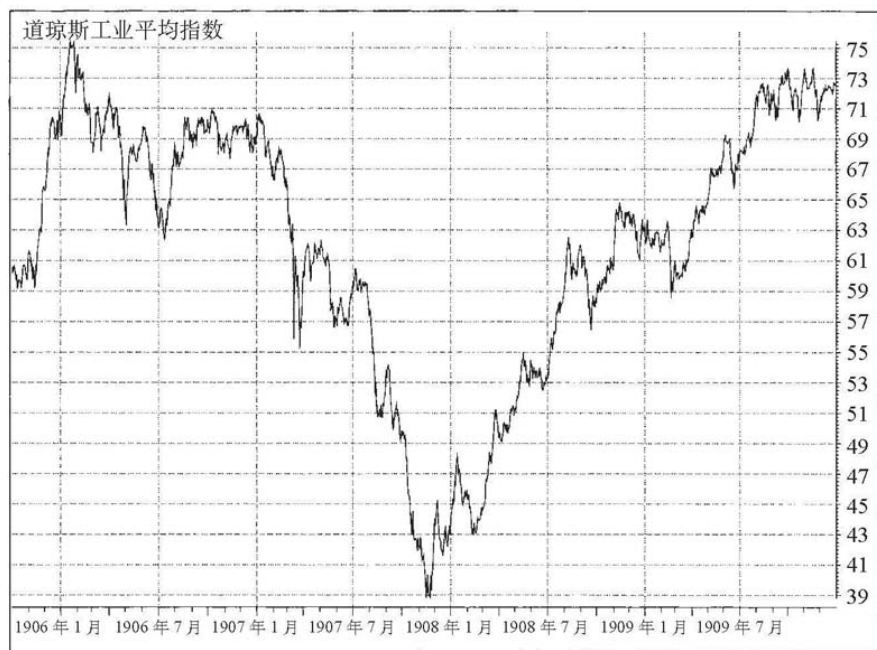


图7-1 1907年的危机。该图显示了道琼斯工业平均指数1906~1909年的表现。

高利率与经济衰退

美国发生1907~1908年的衰退之后，又在1910~1912年以及1913~1914年一再爆发经济危机。经济周期看上去似乎并没有走到尽头，人们还需要继续努力寻求问题的解决之道。这时，瑞典教授古斯塔夫·卡塞尔给人们带来了新的思想，在有关储蓄与投资相互作用，以及利率在经济周期中可能扮演重要角色的理论方面，他成了最为知名的经济学家：

·我们不妨假设现在处于经济繁荣期，这可能是由于新技术造成的，正如斯皮索夫所说的那样。

·不管怎样，随着繁荣时期的延续，我们会看到巴拉诺夫斯基所说的“自由资本”在不断转换为“固定资本”。

·至此，情况已经非常清楚。但在这一阶段，我们发现投资所耗费的自由资本要多于人们新增的自由资本，这就出现了储蓄不足的

问题。

·接下来的关键是：储蓄不足导致了利率上升。

·提高利率会改变许多商业项目的盈亏平衡点，原来看起来有利可图的项目，只是由于财务成本的增加便突然面临亏损。

·这样一来，突然间，有些企业家便停止了投资活动，经济也就进入了螺旋下降通道。

因此，根据卡塞尔的观点，高利率常常是触发经济衰退的关键因素。

如何解决消费不足

有两位美国经济学家对此持有不同的看法。瓦蒂尔·卡钦斯和威廉·福斯特两人都毕业于哈佛大学，后来卡钦斯成了银行家，而福斯特则成为一所大学的行政官员。卡钦斯早就不满意哈佛大学所开设的经济学课程，因为在他看来，这些课程过于偏重长期的问题，而对短期的经济波动问题鲜有涉及。因此，他梦想着能够支持和发展对于短期经济波动问题的研究。然而，要实现这个梦想，他首先就要发财致富。

当他40岁的时候，他确实成了富翁，所以决定把曾经的梦想变为现实。他辞去了工作，并创建了“波拉克经济研究基金会”。后来，他便与福斯特合作写了几本书。第一本就是1923年出版的《货币》。他们1925年又出版了《利润》，1927年出版了《没有买家的生意》。他们所宣称的中心论点是，现代经济存在朝向消费不足偏离的系统性趋势，造成这个趋势的原因在于以下事实：

·建造新机器、厂房等投资项目造成了经济的扩张，只要这类项目建设还在继续，从事这类项目的雇员就要获得工资并进行消费。

·然而，一旦计划的新产能建设完成，这些雇员也就失业了。

·这个时点是很不幸的，因为新建产能投产后会生产出更多的新产品，而与此同时，那些建造这些新产能的人却失业了。因此，需求不能与新的供给相匹配。

在《丰裕之路》这本册子里，他们对此作了更为详细的说明：

为了让人们有能力购买现有设备所生产的产品，我们不得不去建造新的设备；而后，为了让人们有能力购买这些新设备所生产的产品，我们又不不得不去建造更多的新设备。

因此，为了避免出现消费不足的问题，就必须按照某个固定的加速度来扩张产能，而事实上，这显然又做不到。鉴于此，他们建议美联储的政策应该是维持货币供给每年以4%这样的速度增长，同时政府要设立一个理事会，认真负责跟踪经济的动态变化，一旦出现消费不足的迹象，即刻启动公共开支与投资计划。换句话说，就是采取消极的货币政策和积极的财政政策。

卡钦斯与福斯特对商业实践有着深刻的理解（或者至少卡钦斯是如此），并且用通俗易懂的话语表明他们的观点。他们还非常聪明地推销自己的想法：为了给《利润》这本书征求批评的意见，他们对最佳的批评者给予5000美元的奖励。结果，至少435人给他们提出了意见，其中包括许多学术圈内的人士。这两位作者对那些有价值的批评作出了回应，而那些批驳他们基本假设的人则什么都没有。

心理因素驱动的周期

霍布森、巴拉诺夫斯基、斯皮索夫、卡钦斯和福斯特等人的经济周期理论有一个共同点：它们都相当机械。在他们的理论分析框架中，很难容纳非理性的行为。穆勒的方法则与此不同，他曾经强调人的感情因素。例如，他曾经谈到当价格上涨时，人们如何被迫去购买更多的物品。

阿瑟·塞西尔·庇古也强调心理因素。他1877年出生于英国怀特岛一个退役军官的家庭，曾经获得一所很有名气的公立学校的奖学金。1896年，他19岁，进入剑桥大学。他是一个天才，刚一毕业就留校任教。庇古不仅是一位优秀的教师，而且是一位高产的经济学者，在任教的前5年内，这位年轻人就出版了3本著作。他的研究主要得益于当时在同一大学任教的马歇尔，他经常对学生们说：“马歇尔是集大成者。”然而，此时的马歇尔已经越来越老迈，并宣布要在1908年退休。这对庇古来说，是一个难得的机遇，但他知道自己仍然太年轻，而且没有经受过考验，他有可能接替马歇尔的职位吗？幸运的是，他的梦想实现了：他接过了马歇尔大师的光荣职位，此时的他只有30岁。

他最初3本著作确实还不够振奋人心，但他依然笔耕不辍，随后又出版了一些新作。他最优秀的著作是1927年出版的《工业波动》。在这本书中，他把经济周期和由真实因素、心理因素以及自主的经济因素造成的冲击联系起来。他认为，乐观主义的错误造成了随后的悲观主义错误。他还明确指出，破产很少毁灭资本（当一家公司倒闭的时候，其资本设备仅仅是被新的玩家所接管而已，并没有被实际销毁），但会造成恐慌，而这才是重要的影响。虽然资本在机械的程序中被转手，但是，当人们目睹破产的惨状时，进行新资本投资的意愿自然不足。

他并不十分相信“看不见的手”能够使陷入困境的经济自动恢复均衡。原因就在于整个经济周期中的价格变化方式以及商业计划所遭受的巨大破坏。当商家努力维持原有的计划时，如果价格过于保持刚性，就会发生其他问题。这种价格刚性会阻碍市场的出清（阻碍交易以平滑的形态发生）。庇古曾经试图从数量上估算造成经济周期的重大因素，包括价格刚性因素。他认为每种因素对整个周期的影响大致如下：

农作物收成变化： $1/2$ ；

工资刚性： $1/8$ ；

价格刚性： $1/16$ 。

他还提出了恢复市场均衡所需要的多种措施。最重要的3个措施是提供更好的经济统计数据，稳定价格以及追求积极的货币政策。

庇古在剑桥大学遇到了另一位天才经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯。让庇古意想不到的是，他这位同事后来不仅曲解而且嘲笑了自己的主张，同时又引用了他最好的想法。例如，凯恩斯会给人造成这样一种印象，即庇古建议应该把削减工资作为治理经济萧条的主要政策，而且庇古忽视了预期对造成失业的作用。实际上，这并不是庇古的真正思想。不仅如此，庇古所阐述的许多概念后来也被凯恩斯据为己有。不过，我们将会看到，凯恩斯的成就也确实非常显赫。

资本投资

经济周期理论中的一个最重要发现就是“加速”的概念。它最早出现于美国经济学家约翰·M·克拉克1917年的一篇题为《商业加速与需求法则》的文章。这个概念描述了投资支出如何变得不稳定，因为那些需要

扩张产能的企业要订购资本设备，而订购资本设备本身就会增加市场需求，从而会诱导商家订购更多的资本设备。但是，一旦这种加速过程趋于平缓，就会导致经济出现暴跌。

克拉克、马歇尔、庇古以及我们所提到的其他经济学家同样伟大。但是，人们并没有把这些杰出的经济学家之中的任何一位看成是这个领域的领头人。其实，那个时代的真正领袖人物是丹尼斯·罗伯逊。他在1915年出版了第一本专著《工业波动研究》，而后在1922年出版了《货币》，1926年又出版了《银行政策与价格水平》。他的第一本著作是对经济周期研究的重要贡献。其中一个主要观点是，经济不稳定性的首要原因在于对资本货物需求的变化。他描述了以下情形：

- 由于设备更换或者技术创新导致资本投资的增加.....

- 新的资本又导致投资回报的增加.....

- 与此同时，货币的数量与流通速度提高，从而导致价格上涨，而价格上涨对企业具有吸引力，但不可能持久。

- 利率也会上涨，但存在时滞，因此不能快速对商家提出充分预警。

- 结果将会是一种累积性的扩张，扩张的程度远大于初始的推动。

- 当利率赶上来并且价格开始出现下跌时，这两个因素对于经济而言都是坏消息，于是经济扩张就会停止。

在罗伯逊看来，正是由于技术创新和设备更新再投资的浪潮造成魏克塞尔的自然利率出现了变化，从而导致了经济的不稳定。他认为，经济本身是不稳定的，伴有波动，而且波动的幅度被货币供给与流通速度的变化放大（但不是货币因素造成的）。在长达半个世纪的时间里，人们有充分的理由推崇他为经济周期领域的研究权威。在今天看来，资本投资、实际利率、价格、货币供给与利率仍然是关键要素。

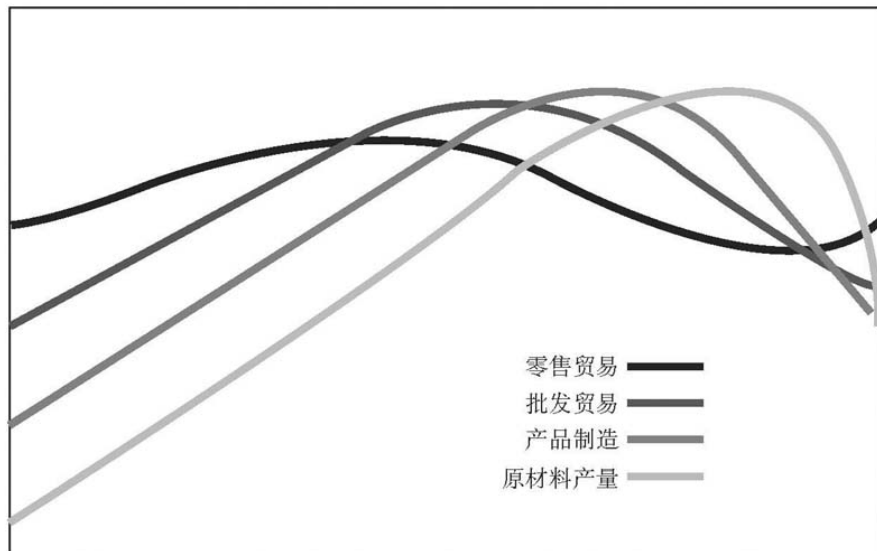


图7-2 加速原理。由于加速原理，零售贸易的微小增幅导致了批发贸易、产品制造与原材料产量的很大增幅。

投资过度与消费不足

为什么坎蒂隆、萨伊和魏克塞尔等人所描述的并不是真正的“经济周期理论”呢？这是因为他们遗漏了完整的循环过程。然而，马歇尔、霍布森、巴拉诺夫斯基、斯皮索夫、卡塞尔、卡钦斯、福斯特、庇古、克拉克和罗伯逊等人的模型则走得更远一些——其中有些描述了自始至终的各个循环阶段。这10位经济学家阐释了在短期内萨伊定律与斯密的“看不见的手”为什么失灵，以及为什么会造成周期性的波动，即在经济的繁荣期供给会出现短缺（可能导致通货膨胀），而在衰退期会出现需求不足（导致失业）的原因。

从这些经济学家的分析中，我们很难说有哪一个特别追究供给方面，又有哪一个特别追究需求方面，但就其所给出的政策建议来看，霍布森、卡钦斯与福斯特3位较为突出。在以上10位经济学家之中，正是这3位建议对需求进行干预，于是他们也就被划为“消费不足”学派。

其余7位经济学家则被划为“投资过度”学派。然而，有趣的是，尽管这10位经济学家的模型都强调了不同的方面，但总的来说，可以把它们相互叠加在一起，结果则是一个更为复杂而又相当连贯的整体。实际上，常常会有这样的情况：当你听到经济学家辩论时，可能你留下的印象会是经济学家的分歧其实没那么大。

投资过度与消费不足这两个学派都很重要，但就后来所出现的众多学派来看，它们也仅仅是其中的两个而已。第三个是“货币”学派，其先锋人物是一位绅士，他就在拥有大量货币的地方工作——伦敦城和英国财政部。他的名字就叫拉尔夫·乔治·霍特里。

货币观点

霍特里1904年进入英国财政部任职，并在1913年出版了第一本关于货币与经济周期的专著。这本名为《商业的盛衰》的著作基本上把经济周期归咎于货币供给的波动。在霍特里看来，常见的经济周期有两种不同的演变方式：

·外部冲击。某些外部推动因素可以造成一连串涟漪式的反应，其影响会从一个行业蔓延到另一个行业。但是，在初始的冲击结束之后，这些波动就会减弱，或者会消失。这种波动就被称为“真实经济周期”。

·内在的货币不稳定性。霍特里相信货币体系具有内在不稳定性，因为对于中央银行来说，要在稍长的一段时期内把实际利率标定在魏克塞尔所说的那个含混不清又变化无常的“自然利率”水平（或者是霍特里所说的“盈利率”）上，是极不可能的事情。

按照霍特里的解释，货币的不稳定性主要和银行储备的作用有关。金融监管部门要求各家银行按照其存款余额的既定比例持有金融储备。经济的持续繁荣能够创造市场信心并增加投资活动，这就意味着银行倾向于发放更多的贷款。但是，银行增加的贷款发放到一定阶段后，就会遇到最高放贷比例的限制。当银行达到这个阶段时，就开始提高利率以便吸收更多的存款，同时也会适当削减一些借贷活动。最终，这将迫使工业企业降低存货和生产。然而，企业作出调整并适应新的状态还需要一段时间，所以银行也会在这段时间内继续提高利率。这就意味着银行利率将继续大幅偏离原本使经济维持稳定水平的较低利率。

霍特里最为关注的一种状态是他所说的“信用僵局”。在这种状态下，降低利率似乎不能刺激任何借贷活动。当采取过度收缩的信用政策致使大量企业崩溃的时候，这种状况就会发生。“你可以把马拉到水边，”诚如他们所说，“但你不能让马喝水。”一旦发生信用僵局的情况，唯一能做的事情就是通过各种渠道增加货币供给。

在20世纪20年代，霍特里被尊为经济周期理论中生产力与货币政策研究方面的领军人物，但他与其他10位思想者都存在一个共同的问题：当应该停止支出时，你不应花费时间思考经济会如何运转，而应当去看一看实际上要发生什么。坦白地讲，尽管经济周期理论在理论层面上已经有了较长期的发展，但在实践层面尚缺乏过硬事实的支撑。

黄金时代的新思想

关于价格与心理因素

- 价格上涨会吸引投机者，而投机者又会推动价格进一步上涨（马歇尔）
- 当价格下跌时人人都想把东西卖掉（马歇尔）
- 心理因素与价格的不稳定性起了主要作用（庇古）

关于支出、储蓄与投资

- 资本家从经济扩张中受益最大，但他们储蓄也最多。因为他们储蓄过多，使得剩余支出不足以吸收新的生产能力所带来的产出（霍布森）

关于生产能力建设

- 当自由资本转换成固定资本（生产力）时，经济扩张就发生了。反之，由于缺少更多的自由资本，扩张也就停止了（图干 - 巴让诺夫斯基）
- 经济扩张的触发器是技术创新，它能够增加潜在的盈利（斯皮特霍夫）
- 当生产力水平达到顶峰之时，大量从业人员被解雇。如此一来，原来设想的与生产能力相匹配的需求水平随之下降（卡钦斯和福斯特）
- 在生产力建造期间，该行业的自我订购创造了一个暂时的需求高峰（克拉克）

关于利率与货币

- 只有当利率等于新项目投资的平均机会收益率时，经济才会处

于均衡状态。如果实际利率低于那个点，经济就会扩张。反之则收缩。（魏克塞尔）

·繁荣期对自由资本的消耗推动了利率的上涨。更高的利率水平导致企业家原来预期的投资盈利减少，所以他们会停止投资。（卡塞尔）

·繁荣创造出虚假的价格能量（它给予商家市场信心），但利率（它能对商家提出警示）却赶不上价格上涨的速度（罗伯逊）

·在经济繁荣后期，银行的放贷将受到临界限制，这迫使银行提高利率。到了周期的后段，计划期更长的商业项目被迫寻求信用支持，因而利息率依然在较长时期内保持高水平。当然，在经济衰退时期，低利率也未必能够使经济受益，因为经济已经非常疲弱而且深受伤害。（霍特里）

[1] 展期即延期交割，减少浮亏。——编者注

第8章 究竟什么是经济周期

美国经济学家韦斯利·米切尔1913年出版了其著作《经济周期》。在书中，他一开始就对流行的经济周期理论作了简短的叙述。他在叙述这些理论时——诚如熊彼特后来所指出的——非常冷静客观，似乎所有这些理论彼此不分轩輊。米切尔对经济周期做了如下的定义：

经济周期指由工商企业占主体的国家在整体经济活动中出现波动的现象。一个完整的经济周期由以下几个阶段组成：扩张阶段，此时大部分经济活动同时出现扩张，继而出现类似的普遍性衰退，然后是收缩，以及融入下一个周期扩张阶段的复苏阶段；这个变化的序列重复发生，但不定期；经济周期的持续时间从超过1年到10年或者12年不等；它们不能被细分成更短以及自身有近似波幅特性的周期。

在这个定义中，有两点特别重要。一是总量的振荡。无论是什么因素驱动了周期的发生，似乎都是在更加广泛的程度上对经济产生影响。二是周期并不是定期发生的。他之所以一再强调这个重要的发现，就是担心人们会夸大经济波动的规律性。

预测工具

1920年，米切尔在纽约与人一起创办了研究国际经济周期的机构——美国国家经济研究局，或者简称“NBER”。经过多年岁月的洗礼，他的研究团队受到了人们越来越多的尊敬，以至于后来NBER成了受人景仰的研究经济周期问题的中心（今天依然如此）。

不久之后，NBER的专家们就发现了许多经济与金融指标，这些指标可以分成三类：一类是“领先”于周期的指标，一类是与周期相“契合”的指标，另外一类是“滞后”性指标。举例来说，领先指标的上升趋势是在一般经济活动之前形成的，而下跌趋势也是在经济活动处于平台整理之前就出现。这类指标能够经受时间的考验，在建立起来之后就保持可靠性，而且在检验其他经济活动时也很可靠。

在对经济周期作图解方面，美国人并不是唯一的贡献者。1923年，德国科学家约瑟夫·基钦也发表了一篇文章，他在文章中分析了英国与美国31年的数据。基钦发现其中存在一个周期，但有趣的是，周期的波长不同于朱格拉周期——实际上二者截然不同。基钦发现的周期平均长度为40个月——比3年稍长一点：这比朱格拉所观察到的结果的一半还要短。虽然基钦没有在文章中对这个差异作出解释，但这个结果非常重要。一个可能的解释是经济行为已经发生了变化，而另一个解释则很滑稽：也许人类在行为上存在若干周期性的现象……

此时，该轮到西蒙·库兹涅茨出场了。如果说米切尔收集了大量的经济数据，那么相比较而言，库兹涅茨所收集的数据比米切尔还要多。他是米切尔的学生，在NBER的赞助下做了大量的研究工作。

库兹涅茨的一项主要工作就是测度国民收入。在开发出计算国民收入的方法之后，库兹涅茨又转向收入波动问题的研究。他也发现了周期现象的存在，而且，他比朱格拉与基钦曾经作过的研究还要深入透彻得多，他能够证实周期的出现。然而，滑稽的事情再一次出现了，库兹涅茨的周期波长既不同于基钦的40个月，也不同于朱格拉的10年，他所发现的周期平均长度大约为20年。这确实让人觉得非常奇怪！

或许，这可能还不值得我们大惊小怪。因为一个人在一堆散乱的时间序列中所发现的经济周期的数量，取决于他对样本进行筛选时的定义。如此看来，上述3位经济学家所发现的结果都是对的，但他们所确定的经济周期对应着不同的经济现象。基钦周期是存货周期，朱格拉周期则与丹尼斯·罗伯逊所说的资本投资周期相关。那么，库兹涅茨周期说明的又是什么现象呢？在他这个周期长度为20年的观点发表后不久，一位名叫霍默·霍伊特的绅士提供了一些有趣的数据，这些数据显示，房产价格波动的周期平均为18年。

当NBER的研究团队在对不同的时间序列进行调查研究的时候，他们发现，在1885年以前，朱格拉周期与库兹涅茨周期都表现得很明显，只有一些更短期的波动表现出了很大的特异性，以至于看起来根本不像是周期——而更像是对随机冲击的反应。然而，1885年之后，它们的特异性显著缩小，于是便产生了基钦周期。

就像我们很难觉察一只蚂蚁从鞋子上爬过一样，置身于茫茫世界中，人们也会由于自身的渺小而无法认清“庐山真面目”。就在1910年，一位18岁的俄国学生指出了这个问题。这个学生名叫尼古拉·康德拉季耶夫，他研究了资本主义经济的行为，并确信自己发现了经济是以极低频率振荡的——其波长超过了50年。9年之后，他对这个现象进行了科学研究。1924年，他完成了一份长达80页的研究报告。在这份研究报告中，他宣称资本主义经济已经走过了两个长周期，周期平均长度为53.3年——而且正在进入第三个长周期。1926年，他在德国的《社会经济学文献》杂志上发表了自己的研究成果，他这样写道：

我们所检测的从18世纪末到现在的时间序列所发生的变化，显示出了很长的周期。尽管对所选择的序列进行数理统计处理非常复杂，但所发现的周期现象并不能被看成是这种处理方法所带来的偶然结果。

他检测了多个时间序列，其中有许多序列与周期理论相符，但也有些不符合，而且还有一个序列与周期理论相反。或许，第一个周期开始于亚当·斯密的故乡苏格兰的山坡上，这个长长的周期是由工业革命，包括蒸汽机、水力织布机等技术发明孕育出来的。第二个周期则是来自铁路业的繁荣，它开始于1843年，终结于1887年杰伊·古尔德的做空袭击。第三个周期从建造电厂开始，其后又受到自动化、钢铁、玻璃、公路以及纺织业发展的推波助澜。这个周期开始于1893年，在康德拉季耶夫1926年出版论文的时候，他设想这个周期已经接近高潮。

康德拉季耶夫也采用资本过度投入来解释经济的波动，过度投资会导致市场供给过多，然后便是衰退，直到有新的技术发明最终带来新一轮投资的井喷。然而，新的技术发明并不是驱动这种上升的唯一驱动力，实际上，它仅仅是一个触发器：

如果我们想要得到关于技术发明的足够数量的观点，那么，按照设想，我们必须记住，技术发明的数量应足以点燃经济的繁荣之火。

他认为，点燃繁荣之火的条件，即导致经济起飞有以下几个因素：

- 高储蓄的倾向；
- 在较低利率水平上有相对大规模的流动性借贷资本供给；
- 这些累积的资本掌握在有能力的企业家与金融集团手中；
- 较低的价格水平。

NBER的经济学家有保留地接受了康德拉季耶夫的理论。实际上，康氏周期可能有助于从理论上解释克拉克的加速原理，或者资本货物生产部门的“自我订购”（即资本物品生产部门依赖自身产出扩张产能）如何导致经济波动。但是，批评康德拉季耶夫的人则认为，他宣称经济经历了两个周期以及断言其正处于第三个周期的说法，理论证据极为贫乏，所以他的结论基本上也不切实际。

诺贝尔经济学奖

朱格拉发现了“新大陆”，而米切尔、伯恩斯、基钦、库兹涅茨以及康德拉季耶夫等人都对这个新大陆做了大量的早期阐释工作。米切尔因其著作和所创立的机构而赢得了崇高的荣誉与尊敬，朱格拉、基钦、库兹涅茨和康德拉季耶夫的名字都被用来给周期命名，而且在今天，朱格拉周期、基钦周期和库兹涅茨周期被很多经济学家认为是已经证明的事实。伯恩斯在1969年被任命为美联储主席，而库兹涅茨在1971年荣膺诺贝尔经济学奖。

第9章 商业萧条与货币稳定

1898年，有着光明前程的美国经济学家欧文·费雪正值青春韶华，并且在耶鲁大学接受了良好的数学教育，享受着幸福的婚姻生活，美好的职业蓝图也刚刚展开。然而现在，医生诊断他患了肺结核，这实际上就等于宣判了他的死刑。难道欧文·费雪的人生画卷在刚刚打开的时候就要合上吗？

不！费雪准备接受这场命运的挑战，他决定进行当时唯一可能的治疗：呼吸新鲜空气和采取健康的生活方式。他搬到了科罗拉多，在那里有许多同样的病人也在接受治疗。在这些患者当中，有一位很有趣的青年，他就是年仅22岁的工程师罗杰·沃德·巴布森。费雪和巴布森很快就意识到，他们除了肺结核这个病，还有很多的共同点。他们都对经济学着迷，特别是对经济周期问题与货币部门的作用有着强烈的兴趣；他们都被股票市场及其灾难性事件深深地吸引；他们都富有创造力的特质，都想在各种各样的问题上给别人当顾问。而且有迹象表明，他们都发明出一种辅助治疗肺结核病的方法。费雪为肺结核病人设计了一种小帐篷，正是因为这项小发明，他后来获得了纽约医学会的奖励。巴布森的发明则是电加热的外套，以及一些小小的橡皮锤子，人们使用这种锤子可以在很冷的天气戴着手套打字。

经济周期的10个阶段

一段时间之后，巴布森开始对这种与其他病人一起的生活感到厌倦，于是决定搬回原先在马萨诸塞州的韦尔兹斯山（Wellesley Hills）租住的房子。他在那里雇了一位秘书，还设了一间办公室，就在这间窗户常开的办公室里，他对经济周期及其对股票市场的影响进行了认真的分析。

1909年，罗杰·沃德·巴布森出版了有关经济周期问题的著作《货币累积的商业晴雨表》（第一版），对历史上的经济危机进行了透彻地分析，他的主要观点是过度投资与增加货币供给一定会导致负面的反应。这本书的主要目的，正如其书名所暗示的，在于劝告股票市场上的投机者。在他给出的忠告里，着重强调了“标准的十阶段经济周期模型”：

1. 提高货币利率；
2. 债券价格下跌；
3. 股票价格下跌；
4. 商品价格下跌；
5. 房产价格下跌；
6. 货币利率较低；
7. 债券价格上涨；
8. 股票价格上涨；
9. 商品价格上涨；
10. 房产价格上涨。

巴布森的书很快就成了畅销书，而且这本书还促进了他的多篇投资通信的发布。这些投资通信建立在其经济周期模型基础上，例如，用来衡量多种经济指标的“波浪图形”。他的分析方法在本质上相当简单：首先对长期经济增长趋势进行估计，然后计算出围绕这一趋势所累积的偏差。在某一个方向上的每一个偏差，都将被其相反方向的相似量级的偏差所抵消。实际上，对他来讲，分析经济周期已经成为一项重要的收入来源。

首要的是稳定价格

欧文·费雪的身体也在奇迹一般地逐渐康复。1901年，他的肺结核病竟然痊愈了。费雪选择了比巴布森更加学术化的职业生涯。就在他患病的头一年，他还是想把自己塑造成一位数学家。直到1911年，当他选择博士论文论题的时候，他最喜欢的教授威廉·萨姆纳问他：“你为什么不去研究数理经济学呢？”费雪回答道：“我还从来没有听说过呀。”

于是，威廉·萨姆纳向费雪介绍了瓦尔拉斯与帕累托在洛桑大学所发展的研究方法，费雪随即决定对此展开研究。1911年，也就是巴布森发表其《货币累积的商业晴雨表》之后，费雪出版了自己的专著《货币的购买力》。该书主要论述了通货膨胀与货币供给波动所造成的不稳定效应。在书中，他还把天文学家、经济学家与数学大师西蒙·纽科姆1885年提出的方程式加以通俗化：

$$MV=PQ$$

这里的M是货币供给，V是货币流通速度，P为物价水平，Q则是商品数量。在费雪对这个方程式的重要性作出解释（并命名为“货币数量论”）之前，这个方程式并没有被广泛接受。费雪的货币经济周期理论表明，货币供给的增加首先将会导致经通货膨胀调整的实际利率下降，由此刺激商品产量的增长（这本身是件好事），而后将会出现通货膨胀率与实际利率的上升（这是让人难受的事情）。换句话说，如果大量增加货币供给，首先会带来正面效应，而后则会发生极其糟糕的情况。谈到这一点，我们应该记得桑顿也曾提示过存在这种联系。

与费雪等人的经济理论相比较，一个更优的基本理论就是对银行实际功能的重新理解。直到19世纪末，大部分经济学家都倾向于把银行仅仅看成货币交易商。银行接收存款并向他人发放贷款，在此过程中，货币仅仅是在换手而已。但是现在，经济学家开始窥探到这些让人敬畏的机构的高墙大院所藏匿的其他真相，这里所发生的一些非常重要的事情已经远远超出了政府或中央银行的控制范围。银行不仅从事货币的交易，而且还能够通过刺激货币流通速度来创造货币供给。如果了解到这一点，那么费雪经济周期理论中关键的内容大致就可以表述如下：

·经济周期的关键在于银行信贷，因为现代经济中的银行能够创造货币。

·在增长的开始阶段，商家看到其存货大量减少，于是会增加订单。

·这会导致生产的普遍增长，但是按照萨伊定律，它又会进一步刺激需求的增长.....

·这意味着，尽管订单增加了，但存货却不会增加，于是，在一段时间内，商人们会继续增加订单。

·由于生产商在满足这些不断增加的需求时遇到了麻烦，因此交货甚至会被限量，这种情形会鼓励商家把订单的数量增加到超出其实际所需要的水平。

·在上述过程中，由于银行要为经济活动的扩张提供信贷支持，所以货币供给增加了。货币供给增加的初始效应是降低贴现率，这将导致经济活动的进一步扩张。

·由于一些银行增加了信贷供给，这会造成其他银行的储备增长（资产价格上涨，人们储蓄更多的货币），从而刺激这些银行增强放贷的倾向。与此同时，由于商业活动启用原先闲置不用的储备，货币流通速度也会加快。

·然而，萨伊定律并不是永动机。供给增长所产生的一些额外收入会被人们储存起来。在这个时点上，商家终于发现它们的存货数量已增加到正常水平之上，于是会减少订单.....

·.....在这种情况下，商家开始偿还银行贷款。正是由于这种行为，货币供给开始收缩，随着收缩的不断累积，最终出现了暴跌。

·随着货币供给的收缩，诸如房产之类的资产价格以及各种存货的价格都会开始下降，而且债务清算跟不上价格下跌的步伐，于是

债务清算自身造成了失败。

这意味着如果每个人都试图减少债务，总体效果反而加重了负担，因为蜂拥清算债务所产生的集合效应导致一美元货币购买力的增长。

所以费雪认为货币体系是不稳定的，他这样写道：

债务人偿付的债务越多，他们所负担的债务就越沉重。经济航船越是歪斜，它就越趋向于倾覆。

在他看来，如果想要稳定经济（方程式中用Q表示），首要的事情就是集中精力稳定价格（方程式中用P表示）：

要停止或阻断这种萧条，在经济上总是有可能的：只需把价格重新提高到债务余额刚开始收缩时的平均水平，然后把价格维持在这个水平不变。

1920年，他出版了《稳定美元》。在发售这本书的时候，他还要求出版商在每本书中插入一张明信片，对创建一个稳定价格与货币供给的组织感兴趣的读者可以把明信片寄回。就在这一年的新年前夜，他举办了一个254人参加的宴会，在这场宴会上，他宣布已经有大约1000人对此项工作感兴趣。随后，他决定组建一个“稳定货币联盟”。很显然，稳定价格有多种途径，例如，把货币转变成金属硬币（大卫·李嘉图的哲学），或者通过中央银行业务操作来稳定货币总量（亨利·桑顿的哲学）。另一个不太常见的方法，也是联盟中的一些成员所倾向的方法，是“美元补偿计划”。按照该计划，价格每上涨1%，美元也应该按照1%的幅度重新估值，而一旦价格下跌1%，美元也应随之贬值1%。

私营银行如何创造货币

假设费雪继承了10万美元（尽管他自己没有这些钱，但他娶了一位富豪千金），他把这些钱存在当地的一家银行。把钱存在银行里当然不会改变他所拥有的钱的数额。但是，银行将会怎么做呢？假设银行业监管当局要求银行保有10%的准备金，银行就会把其余的9万美元立即贷给别人，这样可以保证利息收入的最大化。从银行

贷款的人当然有自己的目的，他会把这笔钱花在某个项目上，例如支付给某个人。现在，这个“某个人”也会把所收到的钱存到银行——这家银行也会把其中的90%（81000美元）用于放贷，依此类推，直到最初的10万美元存款最终增长到100万美元。换句话说，当银行收到费雪的10万美元存款的时候，银行系统就具备了创造出高达90万美元信贷的能力！信贷与货币是等同的，因为持有者都可以花费。由此可见，货币供给很大程度上掌握在私营银行手中，而不仅仅是掌握在中央银行的手中。

德国的恶性通货膨胀

费雪的下一本书是在1922年出版的《指数的编制》，尽管其内容读来相当冗长，但还是成为了畅销书，连他自己都大为诧异。这本书出版之后，他动身前往欧洲，在伦敦经济学院讲授“商业萧条与货币稳定”，并且顺便研究了德国经济发展中的一些奇怪现象。第一次世界大战的前一年，在汇率交易中，官方要求的汇率是4德国马克兑换1美元。然而，就在战争爆发之前，大量的德国人蜂拥着要把手中的德国马克换成黄金，这使得德国不得不放弃金本位制。战争拖延的时间与花费远远超出了预期，为了筹措战争经费，德国政府开始首次发行短期债券，然而所有这一切都是徒劳；德国在1918年战败，并且被迫做出巨额战争赔偿。在战争期间，德国马克兑美元的汇率已经下跌了50%，战后更是加速下跌——诚如桑顿曾经预言的那样。开始的时候，德国马克汇率比较温和地下跌，但随后下跌速度加快，最终德国马克在市场上被疯狂抛售，就像脱缰的野马一样失去了控制。1920年2月，德国马克兑美元的汇率达到了100:1，是战争之前汇率的1/25。而且随着货币供给的继续增加德国马克汇率还处于不断的下跌过程之中。众所周知，对于那些有储蓄的人来说，通货膨胀无疑是一场灾难。但在其他方面，加速通货膨胀也存在一些好处：德国的失业率大幅下降，1922年春季的失业率已经低于1%，到夏季差不多已经没有失业的人了。

总的看来，似乎是货币引发了大量的经济活动，但费雪和他的同事罗曼教授则发现，经济活动是建立在整体幻觉的基础之上。对于费雪与罗曼来说，德国所有的东西都非常便宜，这是由于德国马克兑美元汇率太低所造成的，但对于德国人来说，所有东西似乎都极为昂贵。这两位教授就高价格的问题询问了两家女性用品商店的老板，她们对此给出的答案是：盟军封锁，工会强制增加工资，运费上涨以及政府无能。但

是，当费雪继续问她们这种情况是否是由于政府一直在印发太多的货币造成时，两位女性就摸不着头脑了。费雪由此得出了结论，即德国人认为商品与美元都在升值，但是德国马克却始终没有变。于是，他把这种不顾本国货币总量变化而一如既往地信任本国货币的荒唐倾向称为“货币幻觉”。

到底是因为什么……

德国马克汇率继续像自由落体一样下跌。到了1923年的春季，德国议会的一个委员会被要求调查为什么德国马克兑美元汇率在当年的头一个月便从1.8万德国马克下跌到了3万德国马克。然而，当该委员会在6月召开第一次会议的时候，这个问题又得重新措辞表述——现在得调查汇率为什么下跌到了15.2万德国马克。在7月，情况再一次改写为：

在过去的仅仅6个月的时间，为什么德国马克兑美元汇率从1.8万德国马克下跌到了100万德国马克呢？

这是有可能，哪怕微乎其微，是由于在政府支出中，通过税收渠道获得的收入仅占3%，而发行短期债券为政府筹措的收入则占到了97%所造成的呢？

1923年，鸡蛋的价格已经上涨到1918年战争结束时的5亿倍。也是在这一年，雇员要求每天支付两次报酬的情形已司空见惯。企业发工资时的场景常常是，一辆装满钞票的卡车开进工厂，出纳员爬到钞票堆上大声念着员工的姓名，然后把整捆的钞票扔给应答的人。员工们拿到钱之后就赶紧跑出去，购买任何能够想得到的东西——像一份报纸要花2000亿德国马克，一杯咖啡则更贵，诸如此类，还有什么值得计较吗？事情到了这种地步，已经不再是玩笑了。失业问题又回来了，街上也出现了骚乱。费雪所说的糟糕的效应露出其丑恶嘴脸。

第10章 病入膏肓的经济

犯错误和重复错误是不同的。奥地利经济学家路德维希·冯·米塞斯能够理解奥尔良大公曾经所犯的错误的，但让他感到奇怪的是：人们为什么没有从过去的历史中吸取教训？当出现多次经济衰退的时候，为什么政府或者中央银行没有一次能够辨识基本的错误，并采取有效措施以防重蹈覆辙？实际上，他对此有自己的解释，显然政治人物和银行家们受到了诱惑。

看不见的通货膨胀

在冯·米塞斯看来，周期的反复发生是由于政治人物与央行行长们倾向于在经济复苏时期把利率削减到魏克塞尔所说的“自然利率”水平以下，而商业银行则会增强流动性并扩张自己的业务。这就意味着它们一次又一次地放任投资的过度扩张，从而最终导致信用收缩乃至爆发经济危机。

然而，冯·米塞斯认为魏克塞尔也遗漏了非常重要的一点。米塞斯指出，向经济中注入流动性首先会导致资本货物行业的通货膨胀，而就在资本货物行业刚开始出现通货膨胀的时候，消费品价格则可能仍然在下降。在后来的过程中，价格变化会出现反转，当消费品价格上涨的时候，资本货物的价格则可能下跌。因此，如果没有注意到注入流动资金引起普遍的看不见的通货膨胀，而对通货膨胀作出反应又已经太迟，则很有可能出现实际利率低于自然利率的情形。这也就是说，米塞斯认为魏克塞尔与费雪的理论都过于简单化。

20世纪20年代，冯·米塞斯觉得这种现象正在发生。欧文·费雪认为20世纪20年代的经济扩张是可以持续的，因为它没有使消费品价格出现通货膨胀，但是冯·米塞斯则认为，由于戏剧性的信用扩张或者信用膨胀，经济将会出现崩溃。从纽科姆方程式左边的变量来看，由于货币体系内在的不稳定性已经造成了疯狂，这种情况亟须得到纠正。当方程式左边开始被纠正的时候，方程式的右边就会被损害。或者，正如他所指出的：

由信用扩张带来的经济繁荣最终出现崩溃是无法避免的。只有两种选择，要么自愿放弃进一步扩张信用，使危机早一点到来，要么推迟危机的发生，让整个货币体系都卷进来并最终爆发更大的灾难。

米塞斯自1924年起，每个星期三的下午都会与经济学家弗里茨·马克卢普见面，他们一起在维也纳的街头散步，而每次经过奥地利最大的银行时，他都会说同样的一句话：“它将会遭遇一场大危机。”

“财政部观点”

这些年，英国一直在辩论政府是否应该在衰退时期刺激经济的问题。对此持反对意见的人占了多数，他们坚持所谓的“财政部观点”。1929年英国政府发表的白皮书就是一个例证。这份政策白皮书作了如下的陈述：

政府资助公共事务领域的大规模计划除了会对金融产生影响，也会对普遍的产业定位产生干扰效应。如果该计划是长期的，且承诺相关人员工作具有持续性，那么它就会使这部分人员退出劳动市场，否则他们会在一般产业中另寻就业，尽管那样的就业缺少安全感和规律性。

因此，根据这种观点，增加政府支出没有益处。但是，如果面对失业率高企的经济状况，依据这种观点给出的答案便会暴露明显的弱点；情况越严重，政府的作用就越重要。在同一年，自由党发布了一份名为《劳埃德·乔治能做吗？》的政策建议，主张政府增加支出对抗失业。根据该政策建议，失业问题终将减轻：

当前大量失业人员重新获得工作，这将使其获得工资收入，而不再依靠失业救济金，这也就意味着有效购买力的增长，从而将刺激商业活动；再者，增加的商业活动又会促进商业活动本身进一步发展，从而有助于推动经济的繁荣；繁荣具有累积性效应，这也类似于商业萧条的反面累积情况。

接下来，该政策建议针对那些反对财政部观点的意见给出了如下的答案：

劳埃德·乔治先生的计划中所运用的储蓄将不会转移到其他资本设备上，而是：（1）部分用于对失业提供金融支持；（2）部分帮助运转那些由于缺少足够信贷而浪费的资源；（3）部分用于新政策所促进的繁荣；（4）余下部分将会用于削减对外债务。

换句话说，该政策建议认为，财政开支能够实现高度的自我融资，而且能够发挥比初始效应更大的刺激经济的作用。额外开支的一英镑不仅能够有效地治疗经济创伤，而且还具有部分自我融资的功能。

香槟与货币

这份政策建议的作者有两个人，一位是休伯特·亨德森，另一位就是大名鼎鼎的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯。凯恩斯确信，资本主义经济包含着一些内在的不稳定性，这个观点在大量新的经济周期研究文献中已经被普遍接受了。他还认为经济会朝着持久失业均衡状态下滑，这种观点不同寻常。

当这个文件发布的时候，凯恩斯已经46岁，是当时辩论的积极参与者。凯恩斯在伊顿公学和剑桥大学接受过良好的教育，曾经做过记者、讲师、保险公司的经理，还担任过英国财政部的高级官员。他给政府提出过很多政策建议，参加过第一次世界大战结束后与战败国德国的谈判，也算得上是罗斯福总统和温斯顿·丘吉尔的朋友。4岁时，他就曾经对利息的意义感到好奇，6岁的时候，他就在想自己的头脑是如何运转的。在学前班，他雇用了一位“奴隶”帮他拿书本，作为回报，凯恩斯则帮助那个小家伙做家庭作业。后来他上了伊顿公学，之后又上了剑桥大学，到剑桥不久，就与著名经济学家马歇尔经常共进早餐。而后他通过了公务员考试，在全部参加考试的学生中名列第二。在那次考试中，他的经济学成绩最好，后来他解释了原因：“对于经济学，我显然比主考官了解得更多。”

凯恩斯在音乐方面也是一个内行，他还与毕加索是朋友，而且是一位现代艺术品的收藏家。他创建了自己的剧院，还附设了一家餐馆，并对菜单的安排有着极大的兴趣。他还在好几家大型机构的董事会任职。像亚当·斯密一样，凯恩斯在遣词造句方面也是一位大师。他像劳一样，喜欢玩扑克牌和轮盘赌。他和桑顿的类似之处则是有许多可以信赖的好朋友。他与一位甜美而又风趣的俄罗斯芭蕾舞演员结了婚。如果所有这些信息还不足以让人了解凯恩斯的话，那么就再补充一点：他还非常喜

欢喝香槟酒。

当然，我们还要谈到股票市场。像坎蒂隆一样，凯恩斯很喜欢投资股票、货币与商品，这些投资活动使他能够更好地理解经济的不稳定性。许多人都知道他喜欢早上躺在床上作出投资决定，但是，如果他的研究有了几分松懈，他的实际状态就很难说了：他的投资决策会表现得大胆激进。他热衷货币市场，因为他相信自己在财政部的经历能够帮助他确立竞争优势。

然而，仅凭这些，我们还不能彻底了解凯恩斯。1920年4月，也就是欧文·费雪着手研究德国恶性通货膨胀的前两年，凯恩斯已经嗅到了一个投资机会，于是他在货币市场采取做空策略。当他卖空的时候，价格的确是在下行，但很快就触底反弹，他为此损失了13125英镑，他的投资伙伴也损失了8498英镑。当接到经纪人要求追缴7000英镑保证金的通知时，他已经无力支付了，依靠仅有的两笔贷款才使他免遭破产的厄运。然而，这次的经历并没有将他挫败。1924年，他被任命为国王学院的首席会计师，并成功说服学院董事会设立一只由他管理的投资基金。

不同的意见

就在凯恩斯的观点获得普遍认可的时候，奥地利学派也崭露头角，一批从维也纳大学毕业的学生开始成长起来，并出任一些重要职务，使得该学派的信徒也逐渐增多。费利克斯·索玛瑞就是其中的一位，他曾师从冯·米塞斯。作为冯·米塞斯的学生，他对经济周期理论特别感兴趣，在成为苏黎世的一名投资银行家之前，他写的一篇关于朱格拉周期与经济危机的论文在1901年获了奖。1926年9月10日，他在维也纳大学发表演讲。一些聆听他演讲的人觉得他所讲的内容非常怪异，因为当时的经济正处于繁荣时期，而且周围所有的一切看上去都是那么美好。然而，费利克斯·索玛瑞却预言经济的繁荣景象将要以政府的破产和银行的崩溃而告终。

1927年，他与凯恩斯会面时，凯恩斯问他能给客户什么样的投资建议，索玛瑞回答道：“对即将到来的全球危机应该采取最好的保护措施，并且远离市场。”然而凯恩斯仍然显得非常牛气，并回应道：“我们这个时代将不会再发生任何危机。”然后他便向索玛瑞咨询了一些具体的股票情况，并且补充说：“我发现市场非常有趣，而且价格较低。所以哪有什么危机呢？”索玛瑞回答：“危机来自预期与现实之间的差异。我从来没

有见过地平线上有如此密布的乌云。”

然而，股票市场还在继续上扬。1928年，凯恩斯对自己的投资业绩也不满意。因为英国的股票指数收益达到了7.9%，而他所管理的投资基金收益率却不到3.4%。显然，如果他在下一年取得更好的业绩，他将更受欢迎。诸多迹象也显示，他在下一年可能会取得更好的业绩。首先，作为世界股票市场领头羊的华尔街一直处于牛市行情，而且股票价格自1924年以来一直在稳步上涨。其次，一直以来的经济行情让人深刻印象。在一定程度上，这应该归功于NBER的“考古学者”们，他们使凯恩斯能够查阅到一些相当好的统计报表。表10-1列出了部分关键数字。

表10-1 美国1922~1928年的关键数字（以1922年数据为基准，100）

年份	工业生产	耐用消费品	非耐用消费品	消费者价格指数
1922	100	100	100	100
1923	120	146	116	103
1924	113	130	102	100
1925	127	176	113	104
1926	133	143	116	104
1927	133	143	117	98
1928	140	156	117	99

在过去7年之中，工业生产增长了40%，耐用消费品增长了56%，而非耐用消费品增长了17%。通货膨胀则处于最低水平，在最近两年里物价出现了下跌。约翰·福特忠实地实践了萨伊定律，他用自己的产品来支付工人的部分工资，纽约的股票经纪人也看到了资金总是流向那些最强大、最健康的企业。的确，股票交易从未像当前这样红火过。就在此前一年，自动收报机、报价板和经纪人服务都登上了远洋客轮，收音机也开始整天定时播报股票价格的信息。工厂为了取悦工人，就把股票价格信息每隔一小时张贴到黑板上。可以设想，一位繁忙的市场报务员曾经夸张地抱怨，自己为了能够好好吃顿饭而不得不在餐厅里装上自动收报机，他的佣人不到股市收盘不会来上班，连华尔街的清洁工也只捡地上的财经类报纸。事实上，随着股票价格的节节上涨，人们认为股票交易是非常容易的事情，几乎不会有任何损失。当时有一则流行的笑话，说一位绅士给一家股票经纪行的经理打电话，他问道：“威廉·琼斯在你这里开户了吗？”“你有什么权力这么问？”“我是律师，也是威廉·琼斯的监护人。他正在精神病院里。”“他的账上有180000美元的盈利。”

因此，撇开笑话来看，如果有人怀疑资本主义经济的优点，那么对绝大部分人而言，他们此时都会让步。如果人们像第一次世界大战之后的德国那样，或者像太阳王当政以及其后一段时期的法国那样，粗暴地对待这个经济系统，你就会咽下失败的苦果。但是，如果人们能够按照经济自身的规则来操作的话，也就是像美国那样，那么经济将会运行良好。从一端的底特律到另一端的华尔街，资本主义大厦似乎比以前更加牢固地矗立着。所以，凯恩斯和费雪一样，都看好股票市场的牛市行情。对于经济的健康稳定，没有任何理由加以怀疑。

奥地利学派

奥地利经济学派倾向于反对任何形式的政府干预，包括对整体经济进行调整的任何企图。冯·米塞斯和他的学生弗里德利希·冯·哈耶克是这派哲学的领军人物。冯·哈耶克的大量著述都对冯·米塞斯的理论作了详细的阐释。在他看来，问题的根源在于金融部门对于货币需求增长的反应，它们提供了更多的信贷，而不是保持货币供给的稳定性和提高价格（利率）。下面列举了他的一些主要研究结论：

利率低于自然利率可能是不稳定性的种子，因此刺激经济繁荣是不可持续的……

……或者是新的商业机会提高了自然利率水平，而实际利率仍然停留在原来的水平上。

在繁荣时期，快速增长的货币供给没有造成任何初始的通货膨胀，但经济繁荣一停止就会出现通货膨胀。

而且，如果利率仍然处于过低的水平，那么相对于投资需求而言，储蓄就会不足。

换句话说，在经济繁荣时期，中央银行可能会错误地允许货币供给过快增长，因为没有立即出现任何警示的信号。因此，它们也就允许储蓄增长落后于投资需求，并且还会为后来的通货膨胀水平上升创造条件（实际上，桑顿早在1802年就已经得出了这个结论）。

冯·哈耶克所提出的奥地利学派经济周期理论的另外一个要点是，低利率会鼓励许多“庞大的投资计划”，或者会导致现代经济学家所说的“资本结构的深化”。最终，利率水平上升，使这类投资计划变

得不再盈利而被放弃，从而造成了极大的成本浪费。在20世纪20年代末，冯·哈耶克越来越确信这个过程正在展开，一场经济危机也已不可避免。

对此，几乎每一个人都会赞同。当然，这里的“几乎每一个人”不包括韦尔斯利山的预言家罗杰·沃德·巴布森——他有一段时间曾经警告他的客户当心将至的崩溃——另外，当然还不包括一直持怀疑态度的奥地利人。其中一位就是我们的朋友费利克斯·索玛瑞，他在1928年与一群经济学家的谈话中，曾经警告他们要关注利率与非常低的股票收益率之间所存在的过大差距，他把这种情形称为“崩溃的明显征兆”。后来他说，很奇怪，在场的经济学家中竟然没有一位相信他的预测，尽管这些人所代表的各种理论纷繁芜杂。在奥地利经济研究所2月出刊的杂志中，冯·米塞斯也预测了美国经济即将发生危机。

虽然没有人愿意听进他们任何一位的意见，但就在索玛瑞8月底去西班牙度假，路过法国的时候，他接到了维也纳的冯·莫特纳博士打来的紧急电话，他是为罗斯柴尔德男爵寻求咨询意见的。奥地利最大的金融机构土地抵押银行（Bodenkreditanstalt）遇到了严重的问题，奥地利政府坚持要信贷银行（Kreditanstalt）对其兼并以挽救其破产的命运。于是，冯·莫特纳打电话询问索玛瑞应该怎么办。

“兼并将是毁灭信贷银行的最佳办法。”

“我也是这样想的，但奥地利政府坚持要兼并；如果我们不照做，那么在我们需要帮助的时候，政府也将不再帮助信贷银行。”

“把土地抵押银行的问题留给政府；当你需要以自身的生存为代价时，你就不能帮这个忙，而当你自身也正在遇到困难的时候尤其如此。”

1929年夏天，信贷银行为冯·米塞斯安排了一个报酬非常优厚的工作，这使他的女友（后来的妻子）欣喜若狂。但是，让她更感惊奇的是，他根本不愿意接受这份诱惑。当女友问他为什么的时候，他回答道：“一场大危机即将爆发，而我不想让自己的名字与之有任何牵连。”

冯·米塞斯与索玛瑞都认为经济的某些方面出了问题。实际上，它已经病入膏肓……

第11章 大萧条

杰西·利弗莫尔在第五大道赫克谢尔大厦的顶层办公。他有一个精心选拔的团队，大约包括20名职员和30名统计员，他们帮助利弗莫尔收集和解读来自世界各地的市场情报。1929年的夏天，助手们告知利弗莫尔，道琼斯工业平均指数（该指数是以少数大企业的股票为基础编制的）仍然表现良好，但他们所监测的614只股票（从1002只股票中挑选出来）的表现，实际上从年初开始就在下跌。利弗莫尔把这种“缺少人气”的状况看成一个警示。是否应该准备大量抛售呢？他要寻找更多的线索。

决策，决策……

就在9月4日的下午，他找到了这类线索。一位职员提供了一则消息，有一位英格兰银行的高管在午餐时向同伴透露，“美国的泡沫已经破裂”，而英格兰银行的董事长蒙塔古·诺曼正在考虑月底之前提高利率。这天，利弗莫尔在办公室一直待到午夜，绞尽脑汁设想将要发生的事情。后来，他回家睡了几个小时。第二天一大早，在其他员工还未上班之前，就赶回办公室。上午，他把能够想得到的人全部召集到办公室，一起商讨当前的形势。

早上8点钟，波士顿的一个电话提醒他，在下一个财政年度[1]的全美商业代表大会上发表演讲的人正是欧文·费雪的朋友罗杰·沃德·巴布森。利弗莫尔当然知道那意味着什么。根据巴布森的“波动图表”，自20世纪20年代初以来的经济繁荣已经大幅度偏离了经济增长的长期趋势。很多人都知道巴布森正在关注这个问题，而且他对利率的上升也非常担忧。直到最近，本杰明·斯特朗才掌握纽约联邦储备银行的决策权。他曾经强烈反对通过采取紧缩性货币政策来降低股票市场的收益，因为在他看来，紧缩性政策可能对经济造成不必要的伤害。然而不幸的是，他在1928年死于肺结核，他的继任者则主张对股票市场采取紧缩政策。他们上来便威胁给处于边际的投机者提供贷款的股票经纪人，但毫无效果，于是便在1928年开始提高利率，尽管此时的通货膨胀率还是略微为负，而且经济也刚刚从一轮小幅下降中恢复过来。到了1929年3月，利率首次提高到14%，随后到了26日，利率进一步提高到20%。就在电子报告

板刚刚显示出20%的利率时，仪器保险丝烧断了，在场的人群爆发出一阵笑声。虽然股票价格再次出现了反弹，但在巴布森看来，利率如此飙升则是另一个明显的警示。

利弗莫尔确信巴布森会在演讲中谈到对此问题的担忧。在他看来，巴布森的分析技术有多么高明并不重要，他所要关心的是人们对巴布森的讲话会有什么样的反应。利弗莫尔让一位秘书把有关巴布森的文件拿过来，看了一遍后就放在了一边。然后他要了一份报纸。他阅读报纸的方法与众不同，养成了一种对记者心理的特殊嗅觉。仿佛出于一种本能，他知道记者什么时候会对坚持同一种态度感到厌倦。一旦如此，他们就会突然跳到对立的观点，读者也会随波逐流。利弗莫尔感到记者们正在准备作这样的一种转变，因为此时已经没有什么新闻了，人们所传诵的都是发财致富的成功故事。新闻界很可能会把有关巴布森的报道做成封面故事，人们也很可能会去听他的演说。于是，利弗莫尔决定抛售30万美元的股票。

这一次他赌对了。在新闻发布会之前，记者们想找巴布森要一份演说摘要或提纲甚至都被他拒绝了，因此造成了一种颇为紧张的气氛。这使编辑们相信这将是一次重要的演讲，所以《先驱论坛报》的记者便给欧文·费雪打电话，以确认他能够对此演讲发表评论。9月5日的中午，美联社便发出了一条即时消息：

经济学家预测股票市场将会大跌60~80个点。

这则消息通过无线电与晚报传播出去，覆盖面很广。《先驱论坛报》给费雪打了电话，而费雪则否认股票市场即将崩溃。第二天，报纸的同一个版面上刊载了巴布森的演说和费雪的评论。与此同时，利弗莫尔让其经纪人增加了空头的头寸。

崩溃

1929年的大危机就这样开始了。尽管费雪在10月15日发表了股票市场会继续走牛的评论（“我预期未来几个月的市场交易状况会比今天更好”），但市场却不可避免地进入了下降通道。10月21日，当杰西·利弗莫尔读到《纽约时报》一则新闻的标题时，他感到怒不可遏：

据传利弗莫尔领衔阻击高估价证券。

他的确在卖空股票，但这篇报道的其他内容几乎都不正确。他并没有因这篇报道直接攻击报社，而是决定将计就计。他打电话给《纽约时报》的一位记者，说马上要举行一个新闻发布会以澄清事实。除了这位记者，他没有邀请其他任何人参加新闻发布会，然而，他并没有把这个情况告诉这位记者。上午10点钟，这位记者来到了他的办公室。刚一坐下来，就忙着记录下他的观察：

行为怪异，看上去泰然自若却很古板……他抓起电话向左边斜靠着，用纤细的手指小心谨慎地捂着话筒，窃窃私语，似乎在下达某个市场指令，大概是财务上的事情。

利弗莫尔微笑着对这位记者的光临表示感谢。记者问利弗莫尔能否证实他正在牵头做空，利弗莫尔递给他一份书面声明，对此正式加以否认。后来，记者问他为什么股票价格正在下跌，利弗莫尔则回答说，那是因为股票交易价格已经有很长一段时间处于荒谬的高位。这位记者则提醒他，欧文·费雪认为股票价格仍然很低。利弗莫尔于是迅速地从椅子上站起来说：

一个教授对投机或者股票市场能够知道多少呢？他做过保证金交易吗？他往这些所谓便宜的泡沫里投过一分钱吗？对内幕信息要小心——所有内幕信息。他怎么能依赖从课堂上得到的那些信息呢？而我要告诉你的是，市场从来不会消停，它像海水一样运动、变化，聚集成汹涌的波涛后又分散开。

显然，他对欧文·费雪的这番评论有失公允，实际上，费雪在市场上有很多投资。但在10月24日，美国股票市场上爆发了恐慌，出现了从未有过的暴跌行情。

一位经纪公司的职员这样描述那天的情形：

“接线员连着30~35个小时未合眼，一直不停地处理公司的外地业务。每隔两小时就有人送进来三明治与咖啡。在最糟糕的时候，没有一个业务员能够回家。我弟弟连续工作了27个小时没能合眼。

他已经连着几个星期每天都要工作18个小时，而他只是那数百名业务员中普通的一员。收款机旁的姑娘们和那些打字员都已经在岗位上累得晕倒了。一天下午，一家做股票零星买卖的商号中有34个职员由于精疲力竭而昏倒在地。在另一家，19个人被送回家……”

一位在交易所的旁观者这样写道：

我看到成群的人忙着抛售股票。当客户下达指令的时候，我注意着他们的脸。我看到男人们的头发变白了，一位妇女昏死过去，他们冷漠地把她抬了出去。我还听见一位中年医生在喃喃自语：“我儿子的学费完了。”

20世纪20年代，一些投资团体有组织地操纵股市是很平常的事情，利弗莫尔则是这些投资团体当中最有名的人物，他对做空交易有着独到的眼光。在1929年的大危机中，他操作精准，到1931年年初，他个人财富总值达到3000万美元。但是，他后来失去了自律能力，可能是因为他发现自己酒鬼一样的妻子居然和一个被禁止从业的代理人有暧昧关系。1934年3月，他宣布申请破产。

危机已成事实，很快就蔓延到欧洲市场。这一年的英国股市尾盘下跌6.6%，凯恩斯所管理的基金在1929年的增值幅度则仅仅为0.8%。至于欧文·费雪，他损失了大约1000万美元，也就是他在指数编制机和股票投资的全部收入。

有谁见过“看不见的手”吗？

1929年股市崩溃仅仅是拉开了一个序幕。在1930年春季短暂的反弹之后，市场再次出现了下跌的行情，而且陷入了恶性下跌的旋涡，到1933年，股票市值损失达到85%。有人在这个时候开玩笑说，如果有人愿意买一股高盛的股票，那他还会得到一把枪。或者，如果有人预订了酒店高层客房，服务员便会问客人是想睡觉还是想跳楼。随着股市的下挫，经济也跟着下滑。工业生产下跌的幅度不是5%，也不是10%，而是1/3。耐用品的消费则下跌了大约75%，居民住宅建造下降95%。支付给白领的薪水总额减少了40%，而支付给蓝领的工资总额则减少了60%。这些数据简直让人毛骨悚然。

在紧缩开始之时，许多家庭都努力保有资产，但随着局势的继续恶化，人们不得不出卖所有东西——只要能卖得出去，任何价格都可以接受。有一个例子可以说明当时的情形。1934年11月，切斯特·约翰逊美术馆因破产而需要出售资产。在这次资产出售中，毕加索的画作《超级派对》仅售400美元，而胡安·格里斯的一幅画作则只卖了17.50美元。然而，人们以不可思议的价格贱卖资产还不足以最形象地描述当时经济崩溃的惨状，最能说明其惨烈程度的则是非耐用品（例如食品）的销售额也减少了一半。

多数人都对银行不愿意增加发放贷款而加以谴责。公共部门的官员鼓励银行放松信贷政策，例如，阿特利·波莫林就在1932年11月指责那些不愿意放贷的银行家们：

即便提供合适的抵押品，那些具有75%或者更高比例流动资金的银行仍然拒绝发放贷款。在目前这种状况下，那些银行已经成了我们社会的寄生虫。

然而，无论人们怎么批评，银行家们就是不愿意放贷，尽管世界真的非常需要他们出手，可他们就是不去创造货币。已经有85000桩生意失败了，还有900万个储蓄账户丢失。很快，压力开始转到银行家的身上。克利福德·里夫斯（Clifford Reeves）的批评则更为严厉，他在《美国水银》（*American Mercury*）杂志中这样写道：



图11-1 1929~1932年的大危机。当罗杰·沃德·巴布森在1929年9月5日提出股票市场即将崩溃的警告时，大多数人都对此嗤之以鼻。但是，危机真的来了，而且比巴布森预言的还要严重。3年之内，股票市值损失了大约85%。该图显示了巴布森、费雪和美国总统胡佛作出评论的时间。

银行家这个头衔，以前在美国是一种受人尊敬的标志，如今则

几乎沦为耻辱的代名词……甚至有一天，骂一个人是银行家之子就相当于说他是发动突袭和故意加害的坏蛋。

由于货币供给急剧减少，美联储已经束手无策，只能眼睁睁地看着银行倒闭，企业破产，大量的人处于饥寒交迫之中。到1932年，失业人数已经从150万急剧攀升到1300万，大约25%的劳动力失去了工作。1933年，国民收入已从1929年的870亿美元下滑到了390亿美元——退回到20年前的水平之下。难道资本主义的末日真的降临了吗？有许多人的确是这么看的。广为人知的卡尔·马克思就曾经预言资本主义国家的衰退会一步步加剧，直到整个体系最终彻底崩溃。

凯恩斯的回击

约翰·梅纳德·凯恩斯没有加入其中。他与费利克斯·索玛瑞的谈话清楚地说明他并未洞察到经济的萧条，但既然现在萧条已经发生，他就需要弄清楚原因。他认为政治人物在政策运作上存在着技术性的错误，这个错误应该可以得到纠正。然而，错误究竟在哪里呢？他开始对理论抽丝剥茧，以找出经济理论的假设前提可能存在的错误。为了搞清楚这个问题，他付出了几年的心血。与此同时，他还是一位忙碌的教师，并且担任金融与产业麦克米伦委员会的委员，撰写了许多其他论题的文章。1936年，艾萨克·牛顿所写的一些文稿被拿出来拍卖，凯恩斯便和他的兄弟一起把大部分文稿买下来。他仔细研究牛顿的这些文稿，这也为他撰写一篇有关牛顿的文章打好了基础。另外，他还忙着打理国王学院的基金。1930年，这只基金损失了32%，1931年又损失了25%。但适应了变化之后，这只基金在1933年盈利45%，1934年又盈利35%。虽然凯恩斯的基金在那些年表现良好，但经济却出现了危机，人们又一次陷入绝望的境地。难道这次危机没有终结吗？亚当·斯密的“看不见的手”什么时候才会使经济秩序得以恢复呢？这个经济体系到底出了什么毛病？毕竟这次大萧条已经持续了4年之久。表11-1列出了美国的一些关键经济数据。

虽然凯恩斯还没有构建出一套完整的理论，但他已经准备好表达自己的观点。当时许多嘲笑过他的理论家如今不得不聆听他的理论！他安排了一次与罗斯福总统的会面，并要尽力说服罗斯福总统。然而，那次会面远谈不上成功。因此，凯恩斯回家后便继续研究和撰写文章。他安排好自己的工作，而且管理好基金，可喜的是，基金取得了连续盈利的

好成绩——1935年实现了33%的投资收益率，1936年的收益率更高达44%。

表11-1 1928 ~ 1933年美国的关键数据（以1922年的数据为基准，100）

年份	工业生产	耐用消费品	非耐用消费品	消费者价格指数	货币供给 (M2)
1928	140	156	117	99	144
1929	153	185	119	98	145
1930	127	143	97	91	143
1931	100	86	78	80	137
1932	80	47	56	73	113
1933	100	50	60	73	101

解决之策

凯恩斯的著作终于在1936年面世，他确信这本书已经找到了问题的症结所在。这本《就业、利息和货币通论》（简称《通论》）总共400页，笔调优雅而富有趣味，这足以证明凯恩斯也是一位散文大师。但是，这本书比较难读，一方面是由于它与以往的理论有很大的不同，另一方面是由于有些内容确实有点晦涩。然而，这本著作的诞生可谓正逢其时，因为当时正值资本主义经济分崩离析，而众人（除了奥地利人）又都束手无策的关键时刻。

这本著作主要因为以下三个方面的原因而赢得了赞誉。一是它介绍了若干经济分析新方法。二是它对普遍认为经济能够自动纠正衰退的观点给予了正面的回击。正是在这一点上，凯恩斯认为古典经济学家犯了最严重的错误。三是它提出了政策建议，即通过积极运用政府预算，从稳定价格的政策转到直接稳定就业与总收入上来。这本书的主题可以概括如下：

·如果把一国的投资与消费支出加总，就可以得到总的“国民收入”。如果劳动生产率的提升快于平均收入，就会出现失业问题。

·国民收入中的消费部分随投资变化。如果投资上升，消费也会上升，因为投资的过程会增加就业岗位与薪金支付。这里面存在萨伊定律的元素。

·然而，这种关系并不完全如此简单。那些用于投资的货币将会持续换手流通，每一个得到这些货币的人都会储蓄一部分，然后把

剩余的部分花费出去，这个过程一直持续到这些货币全部被储蓄起来为止。我们把增加一英镑投资所产生的放大倍数称为“乘数”。因此，投资与消费之间的关系是由该乘数的大小来决定的。

·如果人们的储蓄超过了社会投资，经济体系就会出现不平衡。换句话说，收入、储蓄和投资之间的关系可能平衡，也可能不平衡。

·假设现在的投资低于人们当前的储蓄水平，在这种情况下，收入将会出现下降，而且收入的下降也具有乘数效应。

·由于消费者的收入在下降，他们会发现不能再按照以前的比例进行储蓄了。这意味着储蓄也会下降，而且会一直下降到与已经降低的投资水平再次相互匹配。

·换句话说，社会落入了失业均衡……

·……当企业努力减少存货水平的时候，失业均衡的状态将会持续多年，这是由现有生产设备（资本）的持久性与累积效应所造成的。

在《通论》出版之后，经济学家们所写的著作几乎都与早前的文献有明显的不同。而在政策制定者看来，这本书最精华的部分就是弹性财政政策。在古典经济学中，节俭总是被当成一种美德来颂扬，但在凯恩斯的理论中，要把公共支出作为积极的稳定器加以运用，至此，财政也成为一种政策工具。相比较而言，桑顿则早在134年前就已经设计出了货币政策工具。然而，凯恩斯也并非没有遇到挑战，任何一位古典经济学家都会立即对他的理论加以反驳，他们之间的争论听起来可能会是这样的：

古典经济学家：“结论部分完全错误。如果投资水平下降，那将会有三种途径来结束衰退。”

凯恩斯：“我愿意洗耳恭听。”

古典经济学家：“第一，利率会下降，因为有太多的人在储蓄，而投资太少。低利率会鼓励新的投资并减少储蓄倾向，这是经济车轮再次高速旋转的一种途径。”

凯恩斯：“对，你说的可能没错。”

古典经济学家：“你同意了？？好，我们继续讲。第二个稳定效应在于，工资水平在衰退期间也会下降，这使得一些新的商业冒险

能够有利可图，同样也会刺激新投资。”

凯恩斯：“你说的可能还是对的。”

古典经济学家：“第三，房地产、消费品、资本货物等价格也会下降，这意味着现有货币的实际购买力增加了。最终，每个人又都会开始花钱。”

凯恩斯：“我对此可能也会表示同意。的确，有很多短暂的经济衰退在政府未加干预的情况下很快就结束了。这可能是你刚才所解释的那些情况。但是，在你看来，政府又应该扮演什么样的角色呢？”

古典经济学家：“只要简单地维持预算平衡以确保财政稳定，就可以保持信心，直到市场自动纠正，而情况往往会如此。”

凯恩斯：“在此你需要小心谨慎，因为当经济衰退已经到非常严重的程度，经济动态可能会与你的预期大相径庭。”

古典经济学家：“或许复苏只是一个较长时间的问题呢？”

凯恩斯：“那会是很长很长的时间，然而，长期而言，我们都不存在了。不说这个，让我来解释第一个问题——关于储蓄。你刚才预期衰退期间储蓄会增加。或许是这样，但只要看一下美国1929年大萧条之后的情形就清楚了。公司会储蓄吗？不会，因为这些公司在1929年的税后净利润与股息之和达到26亿美元，而在1932年却亏损60亿美元。而且其中有85000家公司已经破产，出现亏损或者破产的公司当然不会有储蓄。那么，消费者会储蓄吗？也不会。因为他们的总收入已经被削减了一半。统计数据显示，1932年和1933年，消费者的平均储蓄为零。他们根本没有任何储蓄！我猜测他们实际上会因为担心将来而进行储蓄，但是他们已是寅吃卯粮，实在没有多余的钱可存。股东们会储蓄吗？1929~1933年，他们除了面对股票价格下跌85%的烦心事之外，还不得不忍受股息也下降57%的痛苦。”

古典经济学家（现在听起来有点乖戾）：“因此，如果情况真的非常糟糕，你认为储蓄不升反降是吗？你还有什么其他重要的看法？”

凯恩斯：“就你刚才所说，如果经济出现了下滑，那么对企业家而言，他们可能更容易找到闲置的资金与劳动力，这也是投资的机会。而我在这里想要说的是，当局势像1929年大萧条以后那样糟糕时，企业家的反应是不同的。实际上，他们的反应恰恰相反。潜在的投资者已处于休克状态。人们的非理性占据上风——他们彻底害

怕了，并且会猜测今后的趋势。他们不会尝试着在价格底部买进，因为每当他们认为应该触底时，市场却总是无情地把这个底部击穿。就在你认为全部稳定因素应该能够起作用的时候，市场仍然无情地击穿此时的价格水平。因此，商业领域存在着我所说的‘流动性偏好’，因为人们认为资本的边际效率已经下降了。而统计数字也正好说明了这一点：1929~1932年，商业扩张活动减少了94%。并且请注意，在局势不确定的时期，储蓄的下降与恐惧感的上升共同迫使利率走高，而不是下降。”

古典经济学家：“不是这样的。利率在1929~1933年间是下降的，而这正是我们讨论的关键点。危机发生后，美联储在1929年11月1日把贴现率从大萧条刚爆发时的6%削减到5%，在1931年年中已经削减到1.5%。同时，5年期的公用事业债券的平均收益率也从1929年的10.1%降低到1930年的9.3%。”

凯恩斯：“而且这类债券的收益率到1931年又下降到8.9%，但在1932年上升到10%，1933年涨到11%。然而，让我们猜猜会发生什么：同期的消费价格下降大约25%。这使得经通货膨胀调整的实际商业利率变得很高，而且还在上涨，因此利率水平实际上并不低，也没有下降。这也解释了缺少储蓄的问题。鉴于这些情况，我认为经济进入了流动性陷阱，这是一种新的、可怕的，却又稳定的均衡状态。请注意，这也是均衡。让我们忘掉亚当·斯密的‘看不见的手’吧，因为经济一旦掉进了这个深深的黑洞，那么它也会相当稳定，这是更不幸的。”

《通论》最重要的创新

《通论》中的以下4个分析概念特别重要：

·依赖于收入水平的“消费倾向”与“储蓄倾向”

·“乘数”

·人的投资决策受“流动性偏好”、“动物精神”（凯恩斯所说的）以及不确定性的共同影响

·经济可能会进入“流动性陷阱”，此时无论注入多少货币，利率都不再下降，因为人们心里害怕，而且债券收益会下跌

地上的窟窿

凯恩斯在这场辩论中占有一个很大的优势：经济已经崩溃，但人们

并不知道为什么。如果亚当·斯密及其追随者是如此聪慧的话，那么美国人为什么不再富裕了呢？凯恩斯所开出的药方则与早前的霍布森、福斯特与卡钦斯曾经提出的办法很相似：增加政府支出来填补投资缺口。当然，这可以通过采取比较有意义的方式进行。针对经济下滑，我们可以采取以下更有意义的政策措施：

- 减税。

- 增加转移支付。

- 增加或加快公共投资并维持支出水平。

此外，凯恩斯还注意到，即使政府投资的项目完全不合理，他的这套哲学思想也能够发挥作用。政府可以找人把钱装在瓶子里，再把这些瓶子埋到土里，然后把发掘瓶子的权利卖给企业。由于乘数效应，这将引发就业的总量效应，它比就业的初始效应还要大得多。

凯恩斯的著作具有巨大的影响力。他强调短期经济管理，这与自由放任的概念针锋相对。同样重要的是，他以一种具有操作性且可证实的方式来进行总量分析。在他的理论中，有许多定理可以加以验证，参数也可以量化。我们来看一看消费的边际倾向。库兹涅茨用美国的数据计算出来的消费边际倾向大约为60%~70%。再比如说乘数，我们还是用库兹涅茨的数据来计算，它基本上稳定在2.5左右。

凯恩斯一定没有预料到，人们会把他的书当成经济学的《圣经》，而 he 自己在阅读的时候还发现有许多地方需要加以完善。他也没有想到，他的思想会被人们不加批评地运用。他确信自己是一位伟大的经济学家，但绝不是穷尽真理的人。有一次，他在华盛顿和一群经济学家讨论了整晚，他告诉他的朋友奥斯汀·罗宾逊说：“我发现自己是在场的人当中唯一的非凯恩斯主义者。”他相信，一个思想者不应该像阿尔弗雷德·马歇尔那样，总是推迟阐述自己的思想。更好的做法是先将其表达出来，这样他人就可以吸收这一思想并加以咀嚼。如果这就是他想要的东西，他也没有什么好抱怨的了。很少有学术著作被如此多地讨论与研究。经济学家们对待他的理论，就像一群拉雪橇的狗想要生肉那样，而马歇尔、庇古、罗伯逊和霍特里等人所出版的关于经济周期的大量著作似乎很快就被人们遗忘了。

[1] 美国的财政年度是自上一年的10月1日开始，至次年9月30日结束。——译者注

第12章 创新与经济周期

时值1935年的秋天，大萧条已经持续了5年之久，加拿大的毕业生罗伯特·B·布赖斯从伦敦来到了美国，他是带着凯恩斯在剑桥大学的讲义和笔记登上轮船的。当时虽然凯恩斯的书还没有正式发行，但许多经济学家至少已经了解了其中的一些内容。有一天，温司罗普宿舍[1]举办了一个“凯恩斯研讨会”，布赖斯便在会上解释了一些新观点。参会者想要弄清楚这位凯恩斯先生究竟要说些什么，此时，他们正好有机会向年轻的布赖斯提问。尽管人们对凯恩斯普遍怀有热情，但是在场的人当中至少还有一位不喜欢布赖斯所说的东西。实际上，他根本就不喜欢凯恩斯那一套。

有雄心的人

这个人既非无名之辈，也不是什么重要人物。他曾经为自己的人生设立了3个目标：成为维也纳的最佳情人、欧洲最顶尖的马术师、世界上最优秀的经济学家。他的第一个目标可能失败了，而他的确已经实现了第二个目标。可是，如果他认为自己能实现第三个目标，这就意味着凯恩斯并不是最优秀的经济学家。在熊彼特看来，凯恩斯完全错了——他所得出的结论是错的，他的分析方法是错的，甚至连他对科学研究所抱持的态度也是错的。智商正常的人怎么会对凯恩斯这些东西着迷呢？

约瑟夫·熊彼特出生于维也纳，碰巧与凯恩斯同年。1901年，约瑟夫·熊彼特踏进维也纳的法律界。1906年2月16日，就在他刚过完23岁生日之后的一个星期，他获得了法律学位。他的样子看上去颇为轻松，但在实际工作中非常卖力。他经常连着几个小时在维也纳的咖啡店里与人高谈阔论，俨然一副无所事事的样子，但是一回到家里，他就会苦读到深夜，因为他对自己感兴趣的学科有着极强的求知欲望。这个学科正是经济学。

在对经济周期与资本主义的未来所作的分析中，熊彼特尤其强调企业家的作用。每一次经济从衰退走向复苏，都是企业家在其中发挥了重要的作用，其重要性超过其他任何要素。和卡尔·马克思相类似，熊彼特也曾经预言资本主义会发生崩溃，但他所依据的理由完全不同。在他看

来，商业与国家都会不断变得越来越强大，随着这个过程的发生，企业家将会消失，而社会方面的革新也将随之而消失。

约瑟夫·熊彼特的第一份工作是在埃及负责一家制糖厂的合理化事务。他工作干得非常出色，并且对技术革新如何提高企业盈利水平的问题作了认真的观察——这在他后来的理论形成中可能发挥了重要作用。他每天下班回家之后，还得继续干另一份工作。他决定要写一本有关经济学的著作，而这只不过是把德语与英国古典经济学二者结合起来的问题。

他花了一年半的时间写完了这本长达657页的著作，并在1908年出版。熊彼特当时只有25岁，便决定退出商业圈，转而开启学术生涯。于是他回到了维也纳，并争取到在大学教授政治经济学的机会。1909年6月，他在26岁的时候以“编外讲师”的职衔获得了“大学授课权”。那时，他除了那本著作之外，还发表了22篇书评和9篇杂志文章。由此可见，他已经为自己的学术生涯作好了充分的准备。

然而，学术界可能还没有准备好接纳他。人们发现这个年轻的熊彼特很是让人感到愤怒和不满。一个原因是，他把自己打扮得像位伯爵，另一个原因则是他在公众场合的讲话方式。他像一位经验丰富的老教授一样，讲课从来不带手稿，而且总是流露出优雅的笑容与傲慢的态度。因此，当这位年轻而充满希望的小伙子获得第一份教职时，他就被派到了偏远的切尔诺维兹，那里通常是一些爱找麻烦的老教授们待的地方。

切尔诺维兹的岁月

1909年9月，熊彼特离开了维也纳。在到达切尔诺维兹之后不久，系主任主持召开了第一次教学会议。与会的教授们都穿着高领的黑色毛织西服套装，坐在那里等待接受教学任务。有一个空着的位子，留给了从维也纳来的年轻的新任教授。终于，屋子的门开了，熊彼特走了进来，他没有穿黑色的西服套装，而是穿着长靴、马裤和猎装夹克衫。他解释了迟到的原因：会议时间与他每天骑马训练的时间太接近了。对此，系主任是否有可能把下次会议的时间稍微推迟一点，好让他能赶得上呢？他们并没有把他遣送回去，熊彼特最终还是在切尔诺维兹交了许多朋友（包括一些女朋友）。他虽然只在切尔诺维兹生活了短短的两年时间，却给每一位同事留下了难忘的印象。还有哪一位年轻的教授，尽管身份卑微，却坚持在用餐时穿燕尾服呢？有一次，熊彼特对大学里一

位图书管理员大为不悦，因为这位管理员不允许熊彼特的学生借阅有关政治经济学的图书。他们后来大吵了一架，最后这位图书管理员向他提出用决斗的方式解决。熊彼特接受了挑战，他们便让助手安排了这次决斗。熊彼特受过良好的剑术格斗训练，经过短暂的格斗，他轻轻地刺伤了管理员的肩头。助手们立即上来加以制止，于是决斗结束了。熊彼特为整个事件道歉，管理员也道歉了，而后熊彼特的学生们就可以借阅有关政治经济学的书籍了。

创新蜂聚与创造性毁灭

切尔诺维兹的岁月充满了乐趣与游戏，约瑟夫·熊彼特还在此完成了他的第二本著作——《经济发展理论》。在他回到维也纳之后，该书出版了，这一年他29岁。这本书中的一些原创性理论，虽然是建立在斯皮索夫有关新技术作为经济繁荣触发器的概念基础之上，但熊彼特通过强调企业家的行为更加详尽地阐释了斯皮索夫的概念。他宣称，在资本主义经济中，创新的产生就像蜂聚一样，而这些创新蜂聚正好解释了经济周期。创新并不等同于发现新技术。创新是一个过程，在这个过程中，人们将所发现的技术不断转化为商业成果。许多人认为这听起来有点不可思议：“为什么创新的发生就像蜂聚一样呢？为什么它不是一个稳定流呢？”他声称这是由促进创新的条件急剧萎缩造成的：

一个有利的环境，即每一个萧条阶段所酝酿、创造的各种事件的总体状态，我们应该特别记住，而且它也成为一直促进并解释经济繁荣的一个因素。众所周知，在萧条阶段，有大量的失业人口、堆积如山的原材料、许多闲置的机器与厂房设备等，这些因素造成了低廉的生产成本，以及比正常情况低得多的利率水平。

对于企业家而言，这种状况非常理想，他们只要把这些生产要素按照有利可图的新方式组合在一起进行生产，就可以开辟出新的市场。因此，在困难时期，会有更多的创新出现，这不仅能够引发一个地区的兴旺，更会带来普遍的繁荣。对此，发生在新企业中的创新提供了很好的解释：

大多数新的制成品并不是由老企业生产出来的，也不会立即取代老企业，而是像雨后春笋般一个接一个地冒出来，加入市场的竞争之中。

这意味着创新不仅会改变商业活动的性质，而且会提升商业活动的总体水平。另一点需要解释的是，为什么一旦企业家开辟了一条新路子，造成经济周期的创新活动会立即大量涌现出来：

一位企业家取得成功之后，并不是仅有几个企业家效仿，而是会有更多企业家跟进，在此过程中，不断有企业家会逐渐被淘汰。

第三点需要加以解释的是，新兴产业的发展意味着对资本、原材料、服务以及新的配套产品等多方面需求的增加，因此这种派生需求会普遍溢出到其他产业之中。最终，由于创新造成的重要影响逐渐耗竭以及老企业因成本上升与竞争加剧而被迫退出，又会带来过度投资的苦恼。

在《经济发展理论》中，约瑟夫·熊彼特曾经使用过的一个术语后来非常流行。在说明为了向更有效率的新生产结构释放资源，而必须摧毁老的生产结构的过程时，他用了“创造性毁灭”这个说法。当经济周期处于这种阶段时，那些有着更富效率的新想法的企业家能够运用信用来建立企业。一旦他们能够给市场带来新产品，那么很显然，就会给原有供应商造成竞争压力，结果便是越来越多跟不上变化的生产商被淘汰出局。这样一来，企业家就可以利用原来生产结构中的厂房、办公地点以及雇员。如果这种创造性毁灭的过程没有发生，那么经济就不会快速增长，或者根本就不会出现增长。

艰难岁月

1919年，社会主义拥护者在奥地利组建了一个新内阁，社民党的领导人奥托·迈耶当时正在寻找一位负责财政事务的国务秘书。他显然不知道熊彼特对自由放任的哲学极为赞同，于是，他建议熊彼特来担任国务秘书的职务。熊彼特接受了这个职务，上任后很快就开始推行他的新政策。他采取的政策包括：

- 通过征收一次性资本税来减少货币供给；
- 采取固定汇率政策；
- 建立一个独立的中央银行；
- 把重点放在间接税上；

·促进自由贸易。

他在维也纳的华道夫酒店租了一个套间，并租了一个有马厩的乡间城堡——这些是他为自己生活所作的战斗准备。然而，他打不赢这场战斗，政府的其他成员都以一种完全异样的眼光看待熊彼特，他们要采取的第一步行动就是建立一个委员会，对一些产业进行国有化。熊彼特成功地阻止了大量的产业国有化行为，但在6个月之后，他被迫离开了政府。他们发现熊彼特根本就不是一个社会主义者。

经历此番失意之后，熊彼特又转入商界。一开始，熊彼特与一些保守派议员达成一项协议，根据该协议，熊彼特获得一张银行业务牌照。他于是便与比德曼银行（Biedermann Bank）联手，因为这家私营银行需要牌照准备上市。这家银行有货币资本，而熊彼特则握有银行牌照，于是他成了合伙人，担任银行行长，领取一份诱人的薪水，并享有一个很高的信用额度。因为急于把银行做大，他抓紧投资了许多行业，几年之后，他似乎变得非常富有了。但在1924年，奥地利遭遇了经济衰落，他以前所进行的几乎每一笔投资都变成坏账资产。这一年还没过完，他便丢了工作，并且背负巨额债务。此时，他感到自己浪费了大量时间，于是决定离开商界。在波恩的大学里教了几年书之后，在1927年，他接受了哈佛大学的教职。为了买船票，他还借了不少钱。然而，7年之后，他居然坐在温司罗普宿舍里听这位年轻的加拿大学生讲述被认为极具才智的凯恩斯理论。

熊彼特觉得凯恩斯低估了资本主义内在的稳定性，他的错误就在于把经济衰退归咎于储蓄水平太高。而在熊彼特看来，正是因为有了这些储蓄，企业家才能够进行创新并创造新的经济增长。进一步而言，凯恩斯的错误之处正在于他对待经济学的态度。熊彼特相信，一位科学的经济学家应该坚持只作经济分析，而远离与政治人物利益攸关的政策问题。在《通论》中，凯恩斯不仅给出了政策建议，而且在熊彼特看来，凯恩斯似乎是首先对这些政策建议有了判断，然后再发展出一套理论来为之辩护的。

整合理论

现在，我们知道了为什么熊彼特不认为凯恩斯有多高明，以及当他与布赖斯一起参加“凯恩斯研讨会”时又为什么会感到恼怒。当时，熊彼

特自己正在撰写一本有关经济不稳定问题的书，其主题就是有关经济周期的整合理论。他在1933年开始着手写作这个“框架”，原以为在1935年之前就能完成。但随着研究工作的进展，内容体系变得愈加庞大，此时有传闻说凯恩斯的著作已经成为1935年的关注焦点，而熊彼特自己的工作连一半都还没有完成。他又花费了好几年的时间继续这项研究工作，最终在1939年将其付梓——此时，任何非凯恩斯主义的理论几乎都被认为是不恰当的。

这本长达1095页的巨著（两卷本）还是给人留下了深刻的印象。前面的219页是纯理论。首先，他根据均衡理论讨论了人的行为，然后便介绍了企业家为创新活动负责的概念——很像他在《经济发展理论》中所描述的那样。创新蜂聚推动形成了“第一波”——经济周期运动的最初阶段。接下来便是“第二波”，他这样写道：

这个第二波现象可能是，而且从质量上看也是，比初始的那一波现象更加重要的。由于这一波所覆盖的面更广，因此也更容易被观察到。实际上，它们早就在我们眼前闪耀，只是我们或许很难发现那点燃熊熊大火火把，尤其当创新只是个别现象而并不显眼的时候。

因此，第二波把藏在我们眼皮底下的各种初始刺激加以放大。其他经济学家也曾描述过，有多种现象能够造成这种放大效应，例如债务紧缩、被迫清偿、群体决策等。在第一波刺激发生之后，少数具有企业家特质的人相信他们能够受益于企业家所创造的经济增长——从短期来看，这是一种自我实现的假象。然而，在更长的时期内，第二波阶段中的任何所得都会被消灭掉，而仅有第一波所创造的利润会保留下来。因此，第一波是“演化”，或者是结构性架构，而第二波则是围绕这个演化的增长路径所发生的振荡。但是，这些振荡发生的时点，便是在创新显露出来的时候：第二波中的下降趋势为企业家创造了必要条件。因为有了第二波，初期的演化便按部就班地发生了。

同步的周期

他接下来介绍了几个同时发生的周期：

演化的周期性过程没有理由仅仅引起一次波浪式运动。相反，

有很多理由可以预期，它会造成多次波浪式运动，这些波动会同时继续延伸，并且在此过程中相互干扰。

他一开始就相信单个周期的假说，但随着对问题的分析不断深入，他意识到在实际过程中存在着多个周期，因为创新有多种截然不同的传播方式。在现实经济中，存在着多个振动同时发生的现象，但是他把这个图景作了简化处理，只是设定出三种主要周期：康德拉季耶夫周期、朱格拉周期和基钦周期，所有这些周期的长度都非常不规则（见图12-1）。

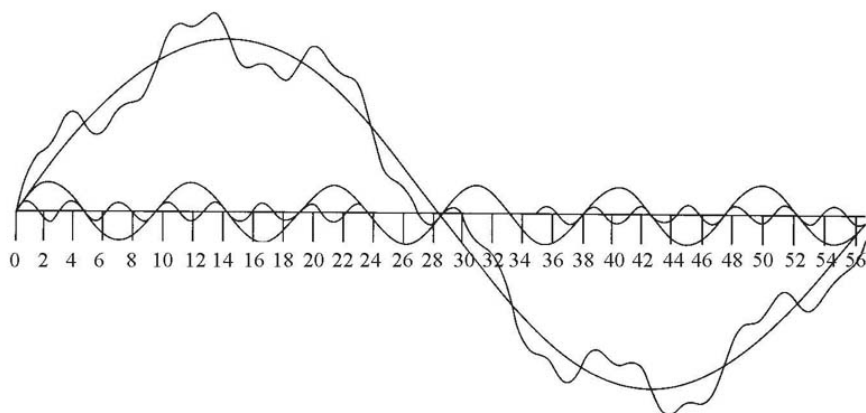


图12-1 熊彼特的三周期模式。熊彼特相信经济存在多个振动同时发生的现象，其中有强有弱。他认为多个周期的下降阶段趋于一致的情况将会导致萧条。

这本书从第220页开始对经济周期理论进行了深刻的历史分析。虽然他把资本主义历史追溯到12世纪或者13世纪——那时人类社会首次出现了信用工具——但他分析的焦点则集中在最近的300年时间里，其中包括约翰·劳的时代。他认为劳是一位创造了自己信用的企业家。这种分析对偶然的深度衰退作出了理论上的解释：

.....很显然，这三种周期的相应阶段在任何时间上的巧合都将产生非同寻常的力度，尤其是如果碰巧遇到繁荣与萧条这些阶段，就将表现出更加强烈的阶段性特点。在我们所掌握的资料范围内，有3个跌幅最大且持续时间最长的萧条时期——1825～1830年、1873～1878年、1929～1934年——全都表现出了上述特征。

我们对这些情形作了一些调查。杰克逊总统与菲利普·霍恩在日记中

讲述了1825~1830年的故事概况。1873~1878年的萧条是指铁路行业的崩溃，那是发生在杰伊·古尔德刚刚操控黄金袭击之后。1929~1934年的情形则被称为“大萧条”。这些情况，熊彼特认为是康德拉季耶夫周期、朱格拉周期和基钦周期的下降阶段在时间上的巧合造成的。而实际上，1929~1934年大萧条持续了相当长的时间，这就需要另外加以解释：为什么朱格拉周期不像1879年那样在1935年就把经济拉回正常轨道呢？

他对此作了解释，认为这是由反商业的政策累积效应造成的。第一，社会富裕群体的直接税收提高了。熊彼特相信，因为“在国家紧急时期需要作出牺牲”，所以人们能够广泛接受用增税作为中间措施，但在后来，它就成为抑制创造性的长期障碍。第二，政府对企业的未分配所得征税，从而迫使企业尽快将所得通过红利的形式分配出去，熊彼特则认为这种做法对企业发展与投资活动产生了普遍的阻碍效应。他相信企业更愿意持有留存收益，但现在却被迫将其分配掉：

私营企业具有效率的一个原因在于，和政治人物或者公共部门的官员不同，它需要为自己的错误承担损失。但是被迫采取上述措施会给不同状况的企业带来截然不同的结果，比如企业是用自有资金还是借入资金承担风险，或者某项损失仅仅是削减盈余还是直接侵蚀注册资本。

而后：

所有这一切，尽管都是真实的，但对经济学家来说，一旦他把自己陷入总量分析的理论之中，这一切在他的头脑中便不复存在了。

第三，按照熊彼特的说法，经济复苏失败的原因还在于，被迫提高最低工资水平使得产业更难“修复其已经受到损害的财务结构”。第四点原因是来自国有企业的竞争，而第五点则是反垄断新政策。熊彼特确信，上述所有反商业的政策措施“显然倾向于相互强化”。就像他所说的：

可以肯定，经济学家不至于认识不到人类社会的行为与动物社会或者机械系统的行为之间的差别，因为人类社会的“干扰”不仅是作

出简单的反应，而且要对其所作的（正确或错误）诊断加以解释和预期。

他相信，这些反商业的政策措施加起来对商业产生了灾难性的心理效应。它们不仅在客观上对商人构成了威胁，而且使他们在心理上也确实感到了这种威胁的存在。他继续写道：

唯一要深思的是，个人与国家之间关系的任何主要变化——包括国家在全部个人所得中所占份额的任何重要变化——都会涉及基本思维习惯、人生态度的改变，以及那些直接受到政策影响的人们的价值观改变。

由于熊彼特把经济复苏的关键角色赋予了企业家而不是消费者支出，因此他认为在萧条时期提高工资显然不是明智之举。但是，通过提高税收来增加政府支出又会创造什么样的潜在正面效应呢？熊彼特在书中这样表述：

.....笔者毫不怀疑，随着1938年400万美元预算赤字中的支出新计划在1938年秋季展开，经济将告别衰退而进入复苏阶段，但也要看到，支出的逐渐减少——根据其影响经济的方式——将会给经济带来再次衰退或萧条的征兆。这种情况让我们既嫉妒又感恩：嫉妒是因为我们的经济学家将会享受到其观点被验证的快乐；而感恩则是因为人们在其他领域——例如，医学领域——不会如此理性，要不然我们现在就都成为吸食吗啡的人了。

当他的书出版时，熊彼特知道自己行动已经太迟了。全世界的目光都转向了凯恩斯，而且这场游戏也已经被命名为财政稳定政策。熊彼特的这本书在首次面世后的18个月里，仅仅销售了1075册。只有两位美国教授采用它作为教科书，而且也仅仅使用了一年。由此可见，学术界已经对熊彼特的微观经济学不感兴趣了。

在货币与经济周期方面观点被引用最多的宏观经济学家，1920 ~ 1939年

一位经济学家成功与否可以根据其观点被其他经济学家引用频率来衡量。帕特里克·多伊彻按照“总量、货币理论与周期”以及“货

币、信用与银行”的分类标题对经济学杂志索引中的所有文献加以统计后得到表12-1中的数据。从该表可以看出，凯恩斯具有明显的优势，他的观点在此期间被引用的次数稳定增长（在1920～1930年间，费雪与米切爾的观点被引用的次数最多，凯恩斯排在第10位）。约瑟夫·熊彼特的同期排名则从第17位下降到第18位。

表12-1 在货币与经济周期方面观点被引用最多的宏观经济学家，1920～1939年

名次	姓名	被引用次数
1	凯恩斯 (J. M. Keynes)	200
2	罗伯逊 (D. H. Roberston)	104
3	费雪 (I. Fisher)	73
4	庇古 (A. C. Pigou)	72
5	霍特里 (R. G. Hawtrey)	66
6	哈耶克 (F. von Hayek)	58
7	马歇尔 (A. Marshall)	43
8	米切尔 (W. C. Mitchell)	42

(续)

名次	姓名	被引用次数
9	卡塞尔 (G. Cassel)	40
10	希克斯 (J. Hicks)	35
11	哈罗德 (R. Harrod)	35
12	哈伯勒 (G. Haberlar)	34
13	汉森 (A. Hansen)	32
14	魏克塞尔 (K. Wicksell)	31
15	克拉克 (J. M. Clark)	25
16	杰文斯 (W. S. Jevons)	23
17	斯奈德 (C. Snyder)	22
18	熊彼特 (J. Schumpeter)	22
19	罗宾森 (J. Robinson)	20
20	库兹涅茨 (S. Kuznets)	19

资料来源：Deutscher，1990。

[1] Winthrop House，它是哈佛大学早期的一个大学部学生宿舍。——译者注

第13章 有关货币的问题

海曼·明斯基1919年出生于美国，他的父母都是社会主义者。他从小生活在父母身边，上学读书，并且遵循家庭传统加入社会主义党派。后来他就读于芝加哥大学，并获得了数学学士学位。但是，不久之后，他觉得自己的专业研究不能只停留在单纯的数学专业上，实际上，他对社会与经济有着更强烈的兴趣。1942年，他报名进入哈佛大学利托尔公共行政学院[1]学习，但仅仅一个学期之后，他因为要服兵役而不得不离开。1945年年底，他被派出国；第一站到达英格兰的新港，而后又去了巴黎、法兰克福，最后到了柏林。明斯基在柏林的感触对他后来的研究产生了影响。他当时在戴维·萨珀斯领导的人力部门的报告计划组工作。明斯基后来声称，与萨珀斯一起工作的经历使他认识到，尽管抽象模型有助于表述思想与分析问题，但那并不是最终的目标，最终的目标应该是在真实情况与事件的基础上推导出切实的结论。他认为，只有像约瑟夫·熊彼特那样对一般的制度体系以及相关的历史框架有了深刻理解，才能做得到。

明斯基在战争结束之后回到了美国，此时他决定不去芝加哥大学，而是要留在哈佛大学从事学习研究。然而，回到哈佛大学一段时间之后，他开始对所教授课程中的一些内容感到奇怪。其中之一是他的一位老师阿尔文·汉森（凯恩斯信徒中的一位领军人物）讲授财政政策的方式。明斯基发现，阿尔文·汉森运用非常正统的凯恩斯主义框架来讨论传统的规则与反周期的财政政策。此外，明斯基认为，汉森对凯恩斯主义的理解在方法上有点过于机械。汉森没有谈到不确定性，但是，在明斯基看来，这一点正是凯恩斯思想中的关键部分，而汉森教授实际上忽略了货币与金融市场。

直到1949年获得布朗大学的教职之前，明斯基一直在哈佛大学。1949~1955年，他在布朗大学撰写博士论文。阿尔文·汉森希望明斯基能够和自己一起工作，但明斯基那时已经遇到了约瑟夫·熊彼特并且决定跟随他。明斯基准备探究的领域是市场结构、银行业、总需求的决定与经济周期之间的关系。他研究经济学的方法是朝着萨珀斯当初鼓励他的方向继续作进一步的深入发展：经济学必须讲究实用并符合现实，没有根基的单纯理论建构在现实世界中毫无意义。

明斯基的写作能力很强，而且著述颇丰。明斯基第一篇真正重要的文章是1957年发表的《中央银行与货币市场的变化》。在这篇文章中，他介绍了两个流动性概念的差异：

- 中央银行能够直接处理、控制的流动性，这部分是债券与货币市场；

- 驱动股票、房地产等其他资产市场的现金流。

他进一步讨论了两个层次价格水平之间的差异：

- 当前产出（包括服务），像食品、汽车以及假期等价格广泛依赖于劳动力的成本；

- 资本与金融资产，像股票、债券以及艺术品等资产的价格，表现出不确定性并且依赖于投资收益。由于投资收益代表了未来现金流，所以其估值就依赖于未来时段内我们对收入的预期。

明斯基一直把凯恩斯的理论作为主要的理论参考，而且他具有里程碑意义的著作，正是出版于1975年的《约翰·梅纳德·凯恩斯》。但是，他并不苟同多数经济学家对凯恩斯的理解，而且在某种程度上也不同意凯恩斯本人曾经有过的一些想法。

内在的金融不稳定性

明斯基像凯恩斯（而不像新古典主义者）一样，假定资本主义存在着显著的内在不稳定性。他观察到，不稳定性主要存在于驱动经济增长的私人投资部分，这些投资的波动比经济中的其他部分大得多，因为投资依赖于投资者对未来的主观评价。凯恩斯在书中谈到投资者短期关注的焦点（“长期而言，我们都不存在了”）、他们的“动物精神”以及在衰退与萧条期间持有现金的倾向（“流动性偏好”）时，曾考虑了这些问题。然而，明斯基发现，凯恩斯的大部分追随者却忽略了这些方面。他认为，金融部门是资本主义经济不稳定的主要根源，因为刺激这个特殊部门的要素很多，并不只是技术和市场利率，而所有这些刺激因素都能导致不稳定性。他把自己看成是“金融凯恩斯主义”的阐释者，而且用“华尔街观点”与“货币经理资本主义”来为强调金融部门问题的分析方法命名。他所描述的过程很普遍：

·增加联邦债务的扩张性公共政策为受债务驱动的私人投资快速发展创造了基础条件，例如，增加低风险的私人股份金融资产，并降低私人企业资产负债表的风险暴露.....

·.....而这将会导致经济繁荣与投资过度。

·政府最终会进行干预，以避免可能出现的崩溃.....

·.....而这种干预政策意味着，金融部门不会完全承担由先前不负责任的信用扩张所造成的损失。

他断言，不负责任的金融行为得到政府挽救，将会导致经济周期的一再发生，这使得金融部门越来越脆弱。有关投资的决策是由董事会议确定的，决策时通常考虑的一个主要因素是获得融资的一般条件，而不是投资项目的健康基本状况。繁荣时期资产价格的上涨是投资者需要考虑的一个重要因素，因为资产可以用作贷款的抵押物。这就造成非线性关系，而非线性关系将会造成相当程度的不稳定性：资产价格上涨有助于货币的创造（例如金融资产被用作贷款抵押的情况）。当每个人（代理人）都采取理性行动追求自身收益最优化，甚至可能是被迫跟随普遍性趋势以求生存的时候，以上的一切情况都可能发生。他声称，经济周期的每个阶段都会造成金融环境的改变，这种改变又导致经济进入周期的下一个阶段。

明斯基的“华尔街模式”显著区别于众多经济学家所采用的主流的“物物交换模式”（忽略金融部门）。他宣布对新古典方法提出挑战，这主要基于以下3个脱离传统模式的命题：

·坚持认为就业不能单由市场刚性来解释。假定衰退期间的工资水平就像新古典经济学家所期望的那样，确实下降了，其结果是物价水平也会下降，并且企业也会因此推迟投资。此外，人们还会受到债务服务成本增加的挤压（费雪的债务紧缩理论）。

·金融市场的广泛波动是相关的。新古典经济学家忽略了金融部门，而假定其是有效率的。然而，金融部门并非如此。中央银行可以控制一些债券的价格与利率，但是不能直接控制其他任何投资资产的价格。

·失业并不是由市场刚性造成的。它来自于企业执行层对未来不确定性的预期，这种不确定性反映在投资的波动中。

因此，金融部门的无效率可能是造成像20世纪30年代大萧条那样的重大经济灾难的罪魁祸首。

查尔斯·金德尔伯格

查尔斯·金德尔伯格是明斯基的一位盟友，他在20世纪30年代后期任职于纽约联邦储备银行，深知重新点燃微弱的经济之火是一项多么复杂艰巨的任务。金德尔伯格后来离开银行到美国国务院工作，参与过第二次世界大战之后的马歇尔计划。他38岁时转入学术界研究经济危机与恐慌问题，并最终出版了一套研究经济危机问题的系列丛书。在这套丛书中，他举了很多实例说明金融市场其实处于完全非理性的状态，而且紧随狂热之后的则是深度的萧条。他把围绕金融狂热的几个典型阶段总结为：

·投机

·财务困境

·危机

·恐慌

·崩溃

金德尔伯格在1986年出版了《大萧条中的世界，1929~1939年》，该书分析了他亲身经历的那些可怕事件。他认为，货币供给的崩溃并不能解释那次大萧条，因为货币供给的下降比价格的下降要慢得多。这也就是说，在1929~1931年间，货币的实际购买力其实是上升的。再者，他不同意任何把经济崩溃归咎于股票市场崩溃及其负面财富效应的理论——因为在股票市场崩溃之前，生产已经开始崩溃。为金德尔伯格赢得最高声誉的是1978年出版的《狂热、恐慌与崩溃》一书。这一经典著作采取了很妙的复古风格，整本书中差不多没有一个数学方程。下面是他在2000年的版本中所写的一段话：

一位同事曾经试图采用一个数学模型来为这项工作增色。对某些读者而言，模型可能是有用的，但对我自己而言并不适合。据说，灾难数学，即专门研究如何把危机这类事件处理成从高处跌落的情形，是这个学科的一个新的分支，而且已经展示出其逻辑的严密性与价值。不过，我还是等一等为好……我自己似乎已经陷入了

辩论的泥沼，而且还要付出高昂的成本卷入超负荷的工作之中。

弗里德曼与芝加哥大学

另一位经济学家米尔顿·弗里德曼也把货币因素看成是经济不稳定的关键根源。他在大学决定研习数学，为的是将来去当保险精算师，但是在他目睹大萧条的惨状之后，便逐渐对经济学产生了兴趣。因此，当他收到两份奖学金的通知时，他选择了到芝加哥大学学习经济学。弗里德曼在芝加哥大学的一位指导老师便是西蒙·库兹涅茨，后来他为弗里德曼的分析提供了大量的事实与数据。

在第二次世界大战期间，弗里德曼曾在多个政府部门工作过，这段经历使他对经济预测以及政府干预经济的效率长期抱持怀疑主义的态度，他的信念就是保持经济尽可能自由。例如，他这样写道：

关于自由市场的最重要的核心事实在于，除非交易双方都获得好处，否则交易根本不可能发生。

1948年，他加入了NBER，任务是继米切尔之后继续研究货币问题。在NBER，弗里德曼逐渐成了知名的理论家。而后，他在1976年获得了诺贝尔经济学奖，因为他是20世纪经济思想最重要的发展——“货币主义革命”的一位领军人物。

经济学的集成促进者

许多经济学家发展了重要的理论，但并未因此而闻名于世。另一些具有天资的经济学家，能够对思想进行集成，重新措辞表述、解释并加以提升。这些人是“集成促进者”，正是他们对社会产生了最大的影响，也收获了最高的荣誉。如果说费雪、凯恩斯、萨缪尔森与弗里德曼是20世纪最伟大的四位经济学集成促进者，恐怕没人会反对。虽然这四位大师都发展了原创性的新理论，但是他们也同样精熟于对既有的理论赋予新的理解，并且通过演说、出版、采访、杂志专栏，以及采取与高级政治人物会面等途径来创造经济学理论对社会的影响力。弗里德曼甚至还自己制作了电视节目。

自20世纪40年代以来，固定货币增长率的思想实际上已成为芝加哥

大学的正统学说。但是过了这么多年，弗里德曼更加确信这一政策能够处理经济周期的问题：社会只要确保货币存量的固定增长，就可以管理经济周期问题。这边，积极干预政策的支持者与更加错综复杂的仿真模型纠缠不休，那边，弗里德曼则像欧文·费雪那样，把纽科姆的货币数量方程式挖掘出来：

$$MV=PQ$$

我们回忆一下，这个方程式的左边是货币供给与其流通速度的乘积，右边则是物品价格与数量的乘积。弗里德曼首先指出，通过运用积极的反周期措施来管理经济存在着令人难以置信的困难。一旦你意识到经济正在“跳水”，那么等财政政策生效就已经太晚了。而当这类政策最终起作用的时候，经济本身极有可能又已经开始回升了，因此，这类政策增加了不稳定性因素。除此之外，有明显的迹象表明，政府通过举债来增加额外开支将会对私人举债产生挤出效应（老的“财政部观点”）。要点在于从方程式的两边都可以找到内在的不稳定性因素。左边（MV）的不稳定是因为内在的自我增强机制，这一机制是由诸如货币扩张时期利率的初始下降，银行部门的竞争等造成的。右边（PQ）的不稳定是因为存货效应（梅茨勒）、加速数（克拉克）、投资过度（穆勒）、创新蜂聚（熊彼特）等。而当这些因素合在一起时，货币与现实经济之间的正向反馈效应将会造成不稳定性的增强（明斯基）。但是，在任何方程式中，如果一边稳定了，那么整个方程式当然就稳定了。在此方程式中，稳定左边的货币供给部分要比稳定右边部分容易得多。

弗里德曼的假定获得了大量研究的支持，这些研究表明，在货币供给与经济周期之间的确存在很强的相关性——前者领先于后者。1963年，他与安娜·J·施瓦茨合著的《美国货币史（1867～1960年）》出版了。他们的研究表明，从长期来看，货币增长完全反映在通货膨胀上，并没有反映在经济增长上。

至此，他们宣布通货膨胀是“纯粹的货币现象”，并且经常重复这个观点。但从短期来看，情况则不一样。短期而言，货币波动造成了经济周期。

自1867年以来，美国在每一次严重的经济紧缩之前，都出现了大幅度的货币紧缩。平均来看，货币增长幅度在经济顶峰出现之前的半年达到最大，而在经济衰退出现之前的一个季度就已经收缩。20世纪30年代

的大萧条就曾伴随着货币供给的大幅紧缩——无论从哪一点来讲，美联储都应该能阻止这次货币紧缩，但美联储并没有这样做。在1929年出现崩溃之后，美国的利率跌到了极低水平，但不管怎样，货币供给还是减少了1/3之多——而当时的大多数观察者对此并未察觉。美联储曾经认为，在经济扩张阶段提高利率，而在衰退阶段降低利率，就足以保持经济稳定。然而，按照弗里德曼的观点，货币存量的加速增长刺激了支出，而人们一旦习惯了这种支出，就会变得不够谨慎，并且开始减少所持有的货币储备。股票经纪人很快就认识到这会推动通货膨胀水平上升，因此他们需要降低债券的价格。这意味着，恰恰在债券利率上升的时候，货币供给会保持扩张。换句话说，提高利率并不能阻止货币的过多增长。当然，相反的一面也可能发生，即利率与货币供给一起下降。为了解决这个问题，我们不得不从“I体制”（通过利率进行管理）转向“M体制”（通过货币供给进行管理）。管理货币供给包括，但并不限于对利率进行操控。

稳定经济体系

西蒙·纽科姆的方程式—— $MV = PQ$ ——作为一个分析框架，适应于多种解决经济周期问题的建议。表13-1列举出了解决问题的一些建议。

表13-1 稳定纽科姆方程式构成要素从而解决经济周期问题的建议

稳定对象	简要描述	早期建议者
PQ	运用中央银行的干预工具（MV）来稳定总产出	亨利·桑顿
P	采取金本位制以保证价格稳定	大卫·李嘉图
P	对通货重新估值或降低估值以稳定通货膨胀	欧文·费雪
Q	运用财政政策来增加或减少总产出	约翰·梅纳德·凯恩斯
MV	运用中央银行管理工具保证有效货币供给的稳定、适度增长；忽略总产出的波动	米尔顿·弗里德曼

对菲利普斯曲线的批评

1958年，出生于新西兰的经济学家奥尔本·威廉·菲利普斯（他一生中的大部分时间在英国度过）发表了一篇论文（即《英国1861～1957年失业和货币工资变动率之间的关系》），他在该文中描述了在通货膨胀水平较高的阶段，失业率是如何降到最低的。欧文·费雪曾提到过这一点，奥尔良大公对此也有过亲身经历，他当时无成本地滥印钞票带来了短暂的经济繁荣。两位顶尖的经济学家，保罗·萨缪尔森和罗伯特·索洛对

这个问题进行了挖掘，并将其纳入主流思想体系之中。这一结论被命名为“菲利普斯曲线”，而且在一段时间内还成了主流思想的一部分（见图13-1）。

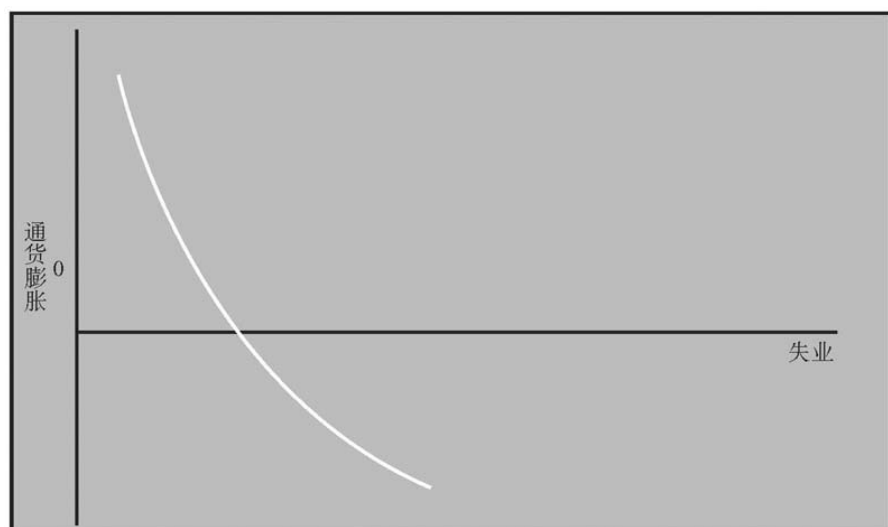


图13-1 菲利普斯曲线。该图呈现的是菲利普斯曲线最初的形状。弗里德曼相信菲利普斯曲线实际上是垂直的。今天，大多数经济学家支持“加速”假说，即假定加速的通货膨胀能够减少失业，但是仅在通货膨胀水平最终停止上升之前有作用，最后的结果还是通货膨胀和失业。

弗里德曼对这个理论持批评意见。他的确同意在基钦周期的时间范围内，失业与通货膨胀之间存在着这种关系，但这种关系仅仅在短期内成立：

·社会存在一个自然失业水平，它取决于劳动与商品市场的结构性特征，如市场的不完美、有关职位空缺的信息收集成本、劳动力的可得性、迁移的成本等。当人们对任何特定的通货膨胀水平已经完全适应的时候，失业率就将朝着这个结构性水平变动。

·把失业率压低到自然水平以下的唯一方法，就是使货币供给的增长快于预期的通货膨胀。然而，这个过程将会造成滞后的通货膨胀。

·由于人们对所见所闻的学习，预期的通货膨胀将追随实际的通货膨胀。由于这一点，如果要把实际通货膨胀维持在预期水平以上，就不得不迫使货币供给变得越来越多。结果，如果坚持把失业率维持在自然水平之下，那必将以增速日益加快的通货膨胀而告终……

·.....这一切直到经济在恶性通货膨胀中崩溃，或者（更有可能）直到某人最终决定踩下刹车为止。在这两种情形中，最终的结果是由于总需求开始下降而造成大规模的失业，同时，预期的通货膨胀水平也非常高。

理性预期

在20世纪70年代初，资本主义经济出现了一次非常严重的衰退，引发这次衰退的部分原因是石油危机。一些国家的政府为了应对衰退，增加货币供给来刺激经济增长（与一些货币主义者的建议相反）。然而，这一做法这次根本不起作用，并没有出现经济增长与低失业率，而是出现了通货膨胀与失业的继续。

这种情况需要一个理论加以解释。另一位来自芝加哥大学的经济学家罗伯特·E·卢卡斯的理论对此给出的解释最受人们欢迎。卢卡斯的解释很简单，他假定货币供给将要加速的信息是广为人知的。政府官员利用机会正式宣布，增加货币供给对商业投资以及增加就业有益无害，因为在货币供给增加之后会有新的产出增长：

$$MV=PQ$$

然而，人们并不傻。他们了解以前的各种情况，并且知道货币供给的增加最终会导致通货膨胀。因此，公司会立即提高产品的价格，工会也将要求增加工资。所以，很遗憾最终得到的结果还是通货膨胀水平不断上升，却不是经济增长。

关于人们对政府刺激政策的适应可能使政策失败的主张被称为“理性预期”理论。对20世纪70年代所发生的情况，相比假定长期菲利普斯曲线存在的通货膨胀与失业相互替代的模型，弗里德曼和卢卡斯的两个模型则提供了更好的解释。

政治性经济周期

W·诺德豪斯和E·R·塔夫特两人都提出了一个名为“政治性经济周期”的理论。诺德豪斯在1975年发表的论文《政治性经济周期》中表述了这一思想，塔夫特则在1978年出版了《经济的政治控制》。这两位作者都阐释了政治人物一到选举时就会刺激经济，目的是为了更有可能再次当选。这就意味着，在选举之前会出现受政治刺激的

经济繁荣，而在选举之后则会出现衰退。

[1] Littauer School of Administration，该机构始建于20世纪30年代中期，20世纪60年代改为哈佛大学肯尼迪政府学院。——译者注

BUSINESS CYCLES

第三篇

经济周期的隐藏决定力量

第14章 经济周期的图景

对每位经济学家而言，最可怕的噩梦莫过于和其他人同时发表划时代的新理论。然而，这样的事情还是发生了。1930年，亨利·舒尔茨、简·丁伯根、翁贝托·里奇这3位经济学家各自发表了后来所称的“蛛网理论”。这3位学者的理论都是用德文发表的，而且，丁伯根与里奇甚至是在同一份杂志上发表了研究相同问题的论文！

蛛网

他们的思想其实很简单。设想有一群农民，要决定用多大比例的土地来种植马铃薯。如果某一年的马铃薯市场价格非常高，那么每一个农民都会抢着种植更多的马铃薯。但是到了第二年，当他们在市场上销售那些堆积如山的马铃薯时，过量供给将会大幅度压低价格。经历失望之后，他们便减少种植马铃薯，这样做的唯一结果是减少下一年的马铃薯供给，从而使其市场价格再一次上涨。这样，他们一直在努力地进行调整，却永远不能获得令人满意的结果。

很清楚，对于亚当·斯密的“看不见的手”这一假说而言，这个蛛网设想造成了不止一次的扭曲。亚当·斯密假设商人能够很快判别有利的市场机会并获得收益，而这是正确的。但是，有两个因素会造成整个系统的震荡：一个是从投资到产出之间的时滞问题，另一个是制订竞争计划的信息是不完整的。显然，这两个条件都符合实际情况。

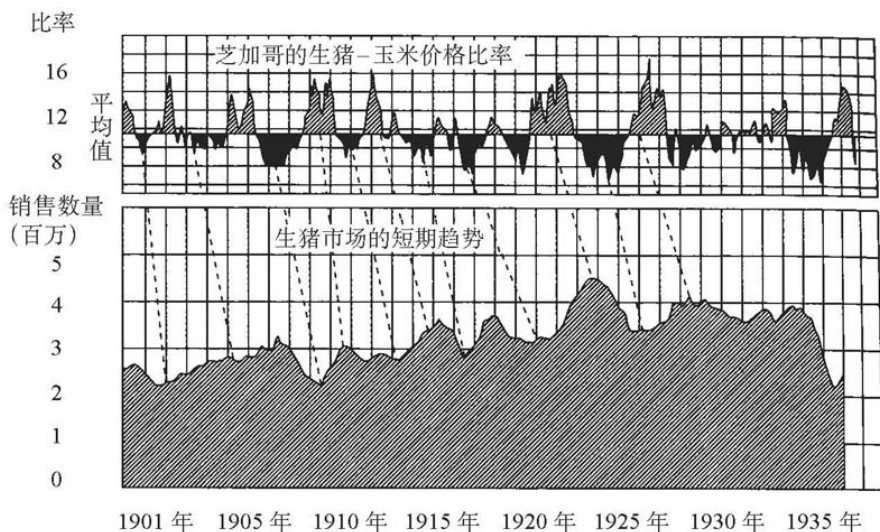


图14-1 蛛网理论。该图显示，进入市场销售的生猪数量总是比生猪-玉米价格比率的增长滞后。这说明，贫困农户一再受到按当前条件决定将来产量这种模式的戏弄。

蛛网描述了商品市场的一种现象。然而，细想起来，它实际上与约翰·斯图尔特·穆勒1826年所提出的一般经济理论非常相似。如果市场上存在太多对价格水平不满意的竞争者，他们同时决定削减各自的供应量，那么就会出现一个“经济蛛网”。或者，许多公司由于受到未料到的高价格刺激，比如说面对某个新市场，就决定对该市场进行生产设备投资。这种错误被称为“竞争性幻觉”（穆勒则称之为“竞争性过度投资”），那么它显然也会导致生产过剩。我们引入蛛网这个概念后，就可以这样说：当某个重要部门出现地方性的蛛网现象后，它可能会推动整个经济，使人们与各种产业在群体心理学的黏合作用下，一起陷入一个巨大的蛛网。甚至如奥地利学派的经济学家所提出，在中央银行努力对货币供应进行适当调整的过程中，也有可能出现在蛛网中挣扎的情形。

挪威的膨胀

蛛网理论的重要之处实际上并不是对信息不足的假设——毕竟，这个假设无足轻重，而且已经渗透到所有的经济周期理论之中。（如果每个人都对一切了如指掌，投机者就将通过套利交易立刻把周期消灭掉。）这个理论的重要之处在于它提出了时间滞后性。该理论表明，在一个非常简单的系统中，甚至某些非常简单的时滞也会导致系统的明显波动。但是，蛛网并不是对这种内在不稳定性作出简单解释的唯一例子。另一个例子是所谓的“造船业周期”。1938年，挪威教授约翰·恩纳森

发表了一篇文章，《挪威造船业的再投资周期及其证明》。在这篇经典文献中，他描述了所观察到的挪威造船业的一种现象：在船舶建造业出现一轮繁荣之后，每间隔一段时间建造业水平似乎也表现出了明显的“回声”现象（见图14-2）。他选择对挪威产业进行调查是经过仔细考虑的：首先，该产业有很好的统计描述；其次，挪威的船队规模位居世界第三；再次，挪威在第一次世界大战中损失了大约一半的船只，而后在1920~1921年仅仅两年的时间里，又重新建造了大部分船只。他所得到的曲线表明：

存在一个明显的5年周期，其巅峰年份分别是1884年、1890年、1895年、1899年、1906年、1912年、1916年、1920年、1925年和1929年。

似乎有理由假设船只的修理或者销售造成了这些回声——在这两种情况下，时间间隔都取决于船只发生严重磨损与消耗的平均时间长度。为了弄清情况，他对那些刚刚出售旧船只而后又购买新船只的业主进行了调查。他把这类投资称为“置换”。在置换情形中，他发现存在一种很明显的模式，在初次购买之后的第9年达到高峰，并且到第19~20年再次出现——这与朱格拉周期和库兹涅茨周期的长度相同。换句话说，因为这些交叠置换回声，所以产生了5年周期现象。由此，在投资与再投资之间存在一个时滞，它和蛛网现象非常不同，但也能够导致系统性的波动。就像蛛网现象一样，这种时滞现象至少可以部分解释经济周期中的拐点。恩纳森写道：

在我看来，纯粹的再投资周期理论似乎很好地解释了拐点是如何发生的，以及它如何自动地发生。

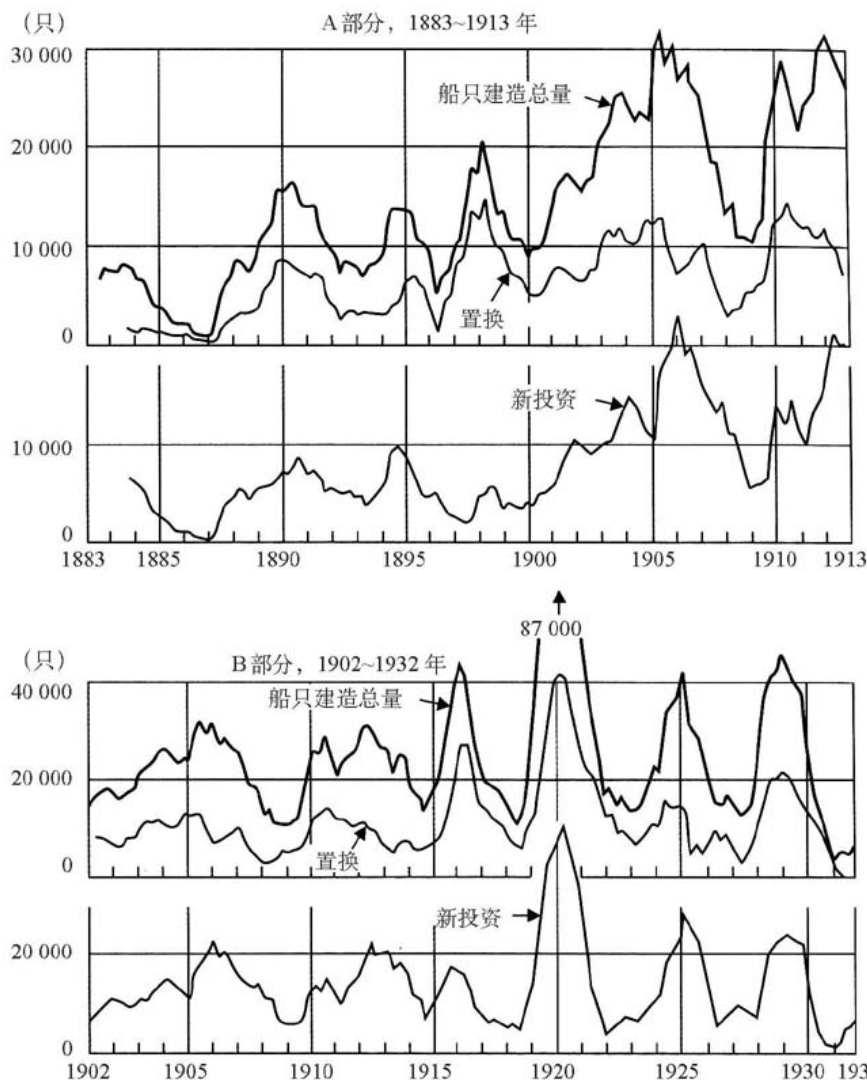


图14-2 挪威造船业的回声现象。图形显示了挪威船主的所有船只建造、置换和新投资的情况。上一幅图涵盖了1883~1913年的情况；下一幅图则是1902~1932年的情况。在船只置换与建造上似乎存在一个明显的5年周期。

在经济周期的研究方法论开始转变的10年里，经济学家提出了蛛网理论与回声理论。此前，大多数经济学家都强调用米切尔式的“耗竭”来解释经济拐点问题。照此说法，经济增长遵从自我增强的趋势，直至出现某些耗竭机制的阻碍，经济增长才会停止。对经济处于高位阶段的拐点，可以通过资本匮乏（货币理论）、缺少储蓄（投资不足）、生产资源或需求不足（过度投资）等加以解释，而经济处于低位阶段的拐点则大都可以看成是与之相反的情形。由于存在大量便利而且有利可图的投资机会以及各种创新，人们会到处进行积极投资。至此，人们已经描述

了越来越多的有助于形成拐点的内在过程，并且通过简明的数学模拟就能最好地说明这些内在过程的作用机制。瓦尔拉斯、帕累托、马歇尔、费雪以及其他许多经济学家已经对经济学作了数理化的整合，但是今天，几乎每一个经济学家都在运用数学模拟方法——至少时不时会用到。他们正在为“计量经济学”铺平道路。

夜行列车分析

完整的计量经济学模拟思想通常与荷兰人简·丁伯根（即蛛网理论的三位贡献者之一）和拉格纳·弗里希联系在一起。如果运用丁伯根和弗里希的计量经济方法对经济进行模型化处理，首先要努力把调节经济的规则描述清楚。这不能用语言来描述，而是把每一个规则描述成一个数学方程式，就像马歇尔当初为了加强自己对经济学的理解所做的那样。这种方程式都是“恒等式”，可以简单地定义其中某个变量的构成——例如，定义“国民生产总值”。或者，它也可以是一种数量关系，比如国民生产总值（GNP）和消费之间的关系。我们可以列出关于GNP的方程式：

$$\text{GNP} = C + I + G + X - M$$

其中：

C = 个人消费

I = 私人投资

G = 政府采购

X = 出口

M = 进口

在这个方程式中，GNP是恒等式。定义完这个方程式之后，下一步便是估计参数值。比如，可以从现有的信息来预测以下参数值：

私人投资（I）= 1000

政府采购（G）= 1200

出口（X）= 800

当涉及消费和进口参数时，你会发现有点棘手，因为这些参数尤其依赖于GNP——而GNP又恰恰是需要估算的。因此你可以定义这两个参数各自与GNP之间的关系，可以采用历年尽可能多的数据，或者找到相关数据的平均值来计量。这里我们假设你经过研究库兹涅茨和米切爾的美国历年数据，发现存在如下的历史相关性：

消费是GNP的70%，或者 $C = \text{GNP} \times 0.70$

进口是GNP的15%，或者 $M = \text{GNP} \times 0.15$

在此基础上，你总共得到3个方程式。为了解决这个问题，可以对其作简单合并后代入参数值。现在，这个方程式变成了下面的形式：

$$\text{GNP} = \text{GNP} \times 0.70 + 1000 + 1200 + 800 - \text{GNP} \times 0.15$$

$$\text{即 } \text{GNP} = 3000 + 0.55\text{GNP}$$

$$\text{计算得出 } \text{GNP} = 6666.7$$

瞧，这有多棒！然而，现实情况当然要比这复杂得多。起初，重要的初始经济方程式的数据会很大，而且有些方程式中存在指数、平方根等等。不管怎样，当你掌握了全部的方程式后，就要一步一步地进行整合，直到最后剩下一个较大的方程式。这种消元的过程被称为“夜行列车分析”，因为你会经常发现此前在白天行进的列车上从未被注意到的相互关系，但这些关系一定是真实的。当你研究数学的时候，可能一开始会获得一些新的东西。有时候这些新东西非常好，可以用它们作为构建一个新理论的基础材料。

不管怎样，下一步的工作便是将模型动态化，可以通过构建微分方程来实现，也可以把未来条件下具有先导性、同步性和滞后性的各种元素彼此联系起来。最后一步工作是用统计数据来检验模型，力图发现某种模式。这就是经济模拟研究的两位先驱者之一拉格纳·弗里希的真正过人之处。

木棒与摇摆木马

拉格纳·弗里希1895年生于奥斯陆的一个金银匠家庭，父亲名叫安东·弗里希，母亲叫拉格纳。小弗里希最初打算子承父业，于是便在奥斯陆著名的大卫·安德森作坊里当学徒。但是很快，他的母亲就强烈感觉到这

份工作不能满足他追根究底的喜好，所以坚持让他去读大学。他成了经济学家，后来又学习了数学，随后就开始沿着瓦尔拉斯与帕累托的路径整合经济学与数学这两门学科。他提出将这门混合学科称为“计量经济学”。

1930年，他与熊彼特、费雪一起创建一个计量经济学论坛，于是“计量经济学会”便诞生了。首要的问题就是寻找资金支持，但是，结果令人惊奇。有一位股票经纪人想要更好地理解经济市场的基本性质，这个人就是阿尔弗雷德·考尔斯。他不仅仅是一位股票经纪人，还是论坛报业公司（Tribune Company）的第二大股东，他已经连续多年发表关于股票市场预测的时事通信。但在1931年的一天，他做了一件非同寻常的事情：他给订阅通信的读者写了一封信，表示认为股市预测已经失灵，所以要停止这项服务。同时，他并不认为其他人可以做好市场预测的工作，在研究了其他时事通信所预测的记录之后，他发现这些预测全都非常糟糕。因此，他决定投入经济科学的发展上来。在对自己的市场模型的复杂性进行了一番深入研究之后，有一天，他拨通了在印第安纳大学工作的数学家哈罗德·戴维斯的电话，问了戴维斯一个不同寻常的问题：你能创建一个数学模型来描述包含24个不同变量的系统的行为吗？

戴维斯回答说，他不清楚为什么会有这么多人都想要这样一个模型，但是，原则上他可以帮这个忙。于是他们决定见面谈一谈，面谈的气氛非常融洽。他们商议的结果是，由富有的考尔斯为计量经济学会提供赞助。此外，考尔斯还提出赞助学会出版一份杂志，并且设立“考尔斯委员会”，以支持计量经济学方面的工作，组织安排各种科学研讨活动。他所赞助的杂志名为《计量经济学》，拉格纳·弗里希担任该杂志的编委。

第一期《计量经济学》杂志在1933年面世。弗里希撰写了编者按，说明该杂志的宗旨在于把抽象的理论与对实践的观察二者结合起来，这样理论才不至于脱离现实。他宣称，杂志将聚焦于一般的经济理论，也将涉及经济周期理论、统计理论与统计信息。其时，弗里希已经对引发经济周期问题的基本原因产生了强烈的兴趣，像之前的诸多经济学家一样，他专心钻研了以往商业波动的有关图表资料。从大多数的图表来看，经济周期实际上似乎表现出某种程度的规律性——虽然这种程度有限。当然，这种规律性尽管并不能用日期来准确预测，但还是比纯粹的随机现象要有规律性。因此，经济周期并不表现为纯粹的“噪音”；它们

是独立的“事件”，是需要进行单独解释的现象。弗里希想要解决的问题就是弄清楚经济周期为什么呈现出相对的规律性。难道是因为存在造成周期重复发生的简单的内在动态，或者是因为经济过了一定间隔就会受到外部冲击（像杰文斯所提出的可疑的“太阳黑子”理论）？他虽然并不相信这些解释，但又该如何解释这种相对具有规律性的现象呢？他做了多个模型，直到最终认为自己找到了问题的答案。因此，1933年的一天，他坐下来开始撰写自己的论文。

刺激与传播

他的这篇题为《动态经济学中的传播问题与刺激问题》的论文，已经成为一篇研究经济周期理论的经典文献。这并不是因为其所论述的问题非常复杂或抽象（实际上并不复杂或抽象），而是因为他首次清楚地说明了一系列的随机冲击如何刺激经济出现看似有某种规律性的波动，换句话说，也就是经济如何从混乱中产生秩序。他请读者思考，假如用木棒随机敲击一个摇摆木马会发生什么样的情况。木棒敲击的动作快速利落，然而，随后的木马运动则完全不同。它是周期性的，而且会持续较长的时间。他后来继续提供了一些带有经济变量的简单数学模型，以说明经济冲击（“刺激”）是如何造成周期（“传播”）的。弗里希经常向他的学生们演示这个理论，他会教你如何把一系列完全随机的冲击添加到他的模型之中。结果则是随机冲击产生了周期性的运动，这种周期性的运动与引发它的冲击截然不同，而且更有结构化的特点。最有趣的观察结果则是：

·周期性波动的振幅依赖于冲击的强度……

·……但每次周期的时长又与内在的传播机制存在更为紧密的关联。

在经济是否稳定这个问题上，弗里希所持的意见几乎与同时代的其他任何经济学家都不相同。他相信经济自身是稳定的，当且仅当存在外部冲击时，摇摆木马才会出现摇摆。如果没有木棒的敲击，那也就意味着不会有周期，但在现实中，总是存在大量类似木棒敲击的情形；由于这些大量的外部冲击，摇摆木马也就总在以一种具有周期性但又复杂的模式摇摆。

对于拉格纳·弗里希与简·丁伯根来说，运用数学模型方法有一些明确的理由：

- 它们能够揭示现有的理论是否完善；
- 它们将使经济学家对理论的阐述完全明晰；
- 它们为找出理论家之间的思想差异提供了一个很好的方法；
- 它们使得对任何理论的检验成为可能。

简·丁伯根运用他的方法对经济周期进行了模型化处理。如果他仍然运用瓦尔拉斯的原始方法，就需要大量的方程式（他的同事帕累托曾经估计，瓦尔拉斯在处理100个人交易700种商品时就使用了70699个方程式）。丁伯根有一个优势：当时已经建立了一些相当确定的宏观经济关系——当然这也并不全是凯恩斯的功劳。因此，必需的方程式数量就大大减少了。

他首先试图处理本国的经济。准备好计算尺与坐标纸之后，他开始为荷兰经济建立一个数学模拟模型。他知道这项工作并不容易。首先，要运用魏克塞尔的阶段分析，就需要深刻理解经济动态关系。举例来说，如果消费依赖于收入，那么它依赖的是过去的收入、当前的收入抑或是预期的将来收入？其次，他不能只是运用一大堆方程式，即使这些方程式都是正确而且切题的。变量的个数必须等于方程式的个数，这样他才能够分离任何一个变量，并且检测其模拟现实的情况。然而，最大的挑战还在于其全盘思考的精髓，如果他在某个地方犯了一个明显的错误，哪怕是唯一的错误，那么全部的结果也将是一个彻底的错误。这就像把科学本身摆到了检查台上一样。经济学家是否理解经济系统的全部重要方面呢？计量经济学将会给出说明。

国际联盟的一个项目

对于子孙后代来说，很显然他们并不理解经济系统的全部重要方面。但是丁伯根发表于1936年的研究结果仍然是一座科学里程碑。他的经济系统包含24个方程式，其中有8个恒等式。把估计的参数值代入这些方程式之后，就可以估计整个系统的行为。这引起了国际联盟的注意，它有一个长期的研究项目，即在6年前就已经开始的研究解决经济周期问题的方案。国际联盟挑选了两位荷兰经济学家来承担该项研究任

务。冯·哈伯勒负责调查与评价现有的全部经济周期理论，后来他在1937年结集出版了《繁荣与萧条》。后来，丁伯根负责运用统计数据来检验这些理论是否符合现实。丁伯根把全部现象进行了分组，然后检验围绕每一组的假设。1939年，他发表了两篇论文公布研究结果。得出的结论认为，到目前为止在大多数部门中，对总投资波动最重要的解释是利润波动。

约翰·梅纳德·凯恩斯对丁伯根的第一篇论文作了评论。他很不愿意写评论，但一旦写出来，就能成为经济学史上被引用最多的文献之一。下面是一段摘录：

丁伯根教授显然不急于作过多的断言。只要他能够继续下去，他就有足够的准备而且很乐意去经历一段长长的路程，最终则会带着让人动容的谦逊姿态，承认其结果可能毫无价值。他最糟糕的地方就是过分沉迷于他所从事的工作，而不愿意花一点点时间去判断这项工作本身是否值得去努力。他喜欢算术胜过逻辑，这一点表现得如此鲜明，所以我请求他宽恕一个多年来对统计理论有体会的人从反面所作的批评。

他指出丁伯根的方法存在一些弱点，例如，必须要了解每一个重要的参数，识别隐藏在实际结构下面的虚假振荡。还有，丁伯根所作的线性假设也是不切实际的。他认为，从本质上讲，只有在假设受到其他外生周期推动的情况下，丁伯根的模型才能解释经济周期。要想解释经济内在的拐点，丁伯根还需要引入非线性的相互关系。凯恩斯总结道：

我有一种感觉，丁伯根教授可能会大体上同意我的评论，但是，他对此作出的反应则是雇用另外10位计算员，并在计算中淹没他的悲伤。

这正是他做的事。他雇用了若干计算员（即从事手工计算的人），并在1939年发表了分析美国1919~1932年经济波动的经济周期模型。这一次，他利用明斯基与金德尔伯格所提供的线索，在模型中加入了金融部门，用一系列方程式描述了有关债券、股票、货币利率与货币供给的行为。整个模型包含了48个方程式（是荷兰国家模型方程式数量的两倍），结果认为存在时长为4.8年的周期振荡，且只在连续的兴奋状态下才成立。但是，这个模型并没有受到多少人的关注。诚然，这个模型似

乎也表现得很不理想，例如，它不能解释大萧条。

然而，凯恩斯并没有就此停止。当丁伯根在1940年发表对他的评论的回复时，凯恩斯对丁伯根作了一番礼貌性的评论之后，便对计量经济学进行了毫不留情的批评：

就人的才能所及而言，没有谁会把自身的安全托付给巫术。

事实上，凯恩斯所接受的经济学基础教育并不十分广博。他在剑桥大学的4年时间主要花在了数学和其他一些爱好上。相比之下，他自身的商业与货币管理的经历很可能比一般的学院式教育对他的影响要深得多。这些经历使他认为，现实太过复杂，以至于用宏观经济方程式并不能正确地将其模型化。就在丁伯根公布他的美国经济模型的同一年，有一篇文章也郑重地提到了经济的复杂性。该文的作者是一位24岁的哈佛大学毕业生。

两个领域的融合

1939年，阿尔文·汉森已经是哈佛大学的一位老教授，他开始考虑一个重要的问题。汉森是美国凯恩斯主义的领军人物，他非常希望整合凯恩斯的思想和早前的古典经济学。因此，他问自己最出色的学生保罗·萨缪尔森，是否能够设计一个可将凯恩斯主义的乘数与古典经济学的加速原理进行整合的理论框架——加速原理是克拉克较早提出的，但也有斯皮索夫、罗伯逊、米切尔、阿夫塔里昂、庇古以及哈罗德等其他经济学家的功劳。

激起汉森和他学生兴趣的是这样一个事实：加速数与乘数在原则上是两个简单的概念，但是没有人研究过把这两个简单概念融合在一起可能会发生什么情况。合成矢量的动态学会表现出振幅减弱的周期吗？或者是加快增长？或者出现完全不同的情形？会与所观察到的事实完全符合吗？因为如果不是这样的话，那就真正遇到麻烦了！年轻的萨缪尔森于是开始设计一个简单的表格把模型中的这两种效应结合起来。他设定的一些规则如下：

·政府支出每年固定在“1.00”；

·消费总是等于上一年国民收入的一半（当时，经济学家发现“消

费倾向”更多受到过去收入的影响)；

·投资总是等于当年消费较上一年消费的增加额的一半（这符合凯恩斯关于投资者使用后视镜而非望远镜的假设），这种消费增长与投资之间的关系用术语来表示，就是“加速数”；

·总的国民收入等于政府支出、消费和投资之和。

表14-1说明了在这个简单的模型中所发生的情况。

表14-1 乘数与加速数的合成

时期	政府支出	消费	投资	国民收入
1	1.00	0.000 000 0	0.000 000 0	1.000 000
2	1.00	0.500 000 0	0.500 000 0	2.000 000
3	1.00	1.000 000 0	0.500 000 0	2.500 000
4	1.00	1.250 000 0	0.250 000 0	2.500 000
5	1.00	1.250 000 0	0.000 000 0	2.250 000
6	1.00	1.125 000 0	-0.125 000 0	2.000 000
7	1.00	1.000 000 0	-0.125 000 0	1.875 000
8	1.00	0.937 500 0	-0.062 500 0	1.875 000
9	1.00	0.937 500 0	0.000 000 0	1.937 500
10	1.00	0.968 750 0	0.031 250 0	2.000 000
11	1.00	1.000 000 0	0.031 250 0	2.031 250
12	1.00	1.015 625 0	0.015 625 0	2.031 250
13	1.00	1.015 625 0	0.000 000 0	2.015 625
14	1.00	1.007 812 5	0.007 812 5	2.000 000

这些是萨缪尔森计算的数字。第6、7、8期的投资为负数是因为边际效应，意味着每年政府额外支出1.00，将使投资在第6～8年比在政府从未尽力刺激经济的情况下还要低。

该表用固定参数（消费倾向为0.5；加速数为1.0）表示了经济的时间进程。按照萨缪尔森设定的规则，该模型表明，如果受到持久的财政刺激，国民收入会经历振幅减弱的周期（周期振幅减弱直至最终消失，这与蛛网系统的行为恰恰相反）。这些波动产生的基本原因是萨缪尔森在方程式中插入了时滞，即投资与消费依赖于过去的收入，而不是现在的收入。

然而，萨缪尔森并未就此止步。他用自己的参数值，即边际消费倾向与加速数，在这个模型中又进行了一系列实验，被称为“因子分析”，

结果如图14.3所示。

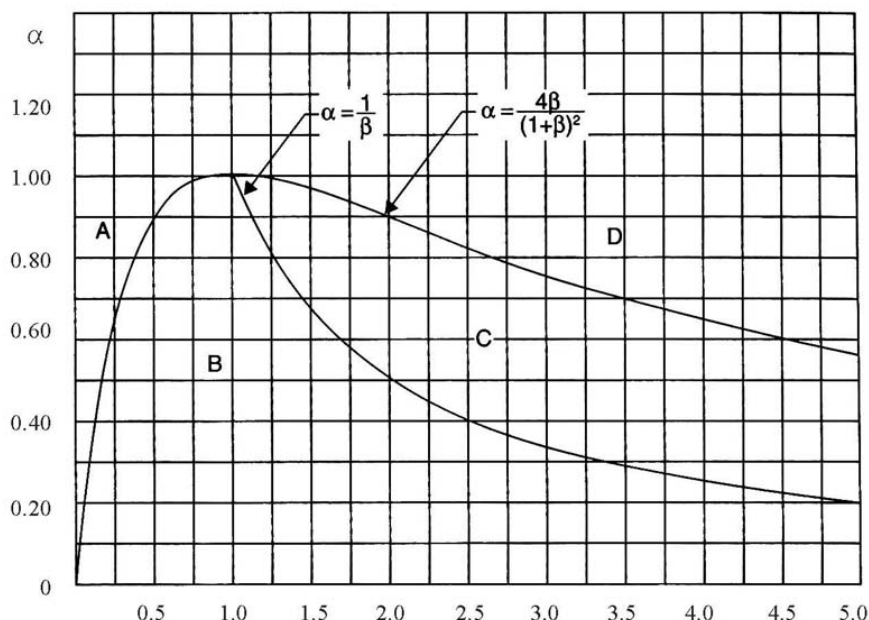


图14-3 萨缪尔森对乘数与加速数模拟的因子分析。横轴表示加速数，纵轴表示消费倾向。图形显示了不同行为的因子合成的边界。A区表示稳定，B区表示振幅减弱的周期，C区是爆炸性的周期，D区则是极端性的增长。

于是，这位年轻的毕业生找到了教授所提问题的答案：依赖两个参数的实际值，该模型中的收入表现出以下4种情形：

- 稳定
- 振幅减弱的周期
- 爆炸性的周期
- 极端性的增长

新古典综合

萨缪尔森的文章成为后来出现的“新古典综合”理论的滥觞。这是20世纪发展起来的一个新的思想脉络，它有4个基本的简单假设：

- 所有人（或者是所谓的“代理人”）始终是理性的；
- 建立经济行为模型的最佳方法是，对单个代理人如何最大化其

自身收益进行模型化，然后把这些单个行为加总即可得到宏观模型；

- 自由市场机制为实现经济协调提供了最佳的解决之道；
- 自由市场通常本身较稳定。

新古典模型主要受到古典模型的启迪。理性人将其快乐原子最大化来创建一个达到自我平衡的系统（亚当·斯密的“看不见的手”）。从个体开始，经济被模型化：个体行为的总和创造了总量行为（瓦尔拉斯与帕累托）。

该理论在科学与实践上表现出了一些优点。一个明显的优点就在于其精妙的模型方法基础。任何以模拟最小个体行动为基础模型，比起那些依赖宏观层面总量假设的模型，如凯恩斯和弗里德曼所建立的宏观模型，都可能更加准确，而且更富弹性。其次，该系统能够发现自身的均衡。可以改变模型中的任何参数，在经过一段过渡期之后，它就会达到一种新的均衡。这意味着，对任何问题都可以找出明确的答案，比如：“如果我们把税率提高3%将会产生什么影响？”另一方面，其假设应该切实简明，这是为了使模型具有实用性。例如，它的基础假设包括人是理性的，市场是有效的——凯恩斯对此有些不赞同。新古典综合理论经过多年的发展，按照保罗·萨缪尔森（1955年）的说法，“其大概的理论轮廓后来已经被经济学者广泛接受，除了大约5%的极端左翼和极端右翼之外”。

阿罗、德布鲁与新古典理论

诺贝尔奖得主肯尼斯·阿罗与杰勒德·德布鲁在1954年发表的著名论文《竞争经济中均衡的存在》，是新古典理论的一个里程碑。他们这篇论文证明了亚当·斯密所说的“看不见的手”是存在的。然而，许多经济学家都质疑这个假设的现实性，最后阿罗甚至也加入了他们的行列。

新古典理论家假设市场是理性和有效的，这一事实并不意味着他们假装经济周期是不存在的。他们作出有关市场有效性和理性人的假设，同时也观察到因为受到一系列的外部冲击而造成的经济周期，这些冲击就像拉格纳·弗里希的“木棒”敲击一样，它们彼此之间绝对是连贯的。最基本的假说是来自市场外部的冲击本身引起了波动。但是，新古典学者

在解释这些波动时，认为冲击因素并不是自由市场经济运行的内在因素。

货币因素或真实因素？

像马歇尔、魏克塞尔与冯·哈耶克，早期的新古典理论家也假设经济周期主要是由货币供给变化造成的（然而，这个假设并没有使哈耶克也成为新古典经济学家，因为他不相信理性人与有效市场）。早期的新古典经济学家在解释经济周期时把焦点放在货币因素上，这包括以下两个途径：

·假设存在相对价格的混淆。增加货币供给将提高所有产品的价格。然而，单个生产商可能错误地以为只是自己产品的价格在上涨并带来了利润（相对的价格上涨），而事实则是所有产品的价格都在上涨；

·假设混淆了价格变化的“持久性——暂时性”。人们并不理解货币供给的变化，因而也不知道价格上涨是持久性的还是暂时性的。

然而，新古典学派解释经济周期的焦点渐渐地并越来越多地转向了“真实”因素（即非货币因素）。

新古典理论背景下的“均衡”与经济周期

新古典理论研究经济周期的方法中包含初始的波动来源和传播机制，这个传播机制能够放大并将初始波动传递给经济的其余部分。若假设“货币因素”或“现实因素”是波动的主要来源，则该理论中的“均衡”概念指的是传播机制。

真实经济周期理论

真实经济周期的概念并不新奇。例如，杰文斯在其失败的“太阳黑子”经济周期理论中就曾经提出过这个概念，而且斯皮索夫与熊彼特的创新浪潮理论也是如此。

新古典学派的真实经济周期理论的基本假设是，经济周期主要是由真实因素冲击造成的，例如技术创新、习俗改变、战争、政治变革、自然因素等（主要关注供给方面的冲击——某些产出方面的变化）。这些

模型并没有假设经济对于受到的冲击会作出相应的反应。其假设是，经济内在的传播机制能够把外部冲击效应转化成更有规律、重复发生的收缩与扩张运动。然而，它的理论方法则是新奇而古怪的：它认为经济总是处于均衡状态，甚至在经济处于很大波动的情况下也是均衡的！

该理论的解释非常简单：市场是有效的，而且总是在搜寻新的均衡点。我们所看到的是，经济时不时地受到冲击之后，每次都会沿着短期的路径变动，所有这些短期变动都代表了在那个时点上可能达到的最佳均衡位置。经济波动是简单平稳而且不断“循环”的，因为存在一个自然、平衡的传播机制来针对冲击作出反应。我们可以把真实经济周期称为“浮动的瓦尔拉斯均衡”。这种研究方法的吸引力在于它保持了新古典均衡模型及其微观经济学基础，而且仍然可以解释经济周期。

当代率先明确地试图描述真实经济周期理论的文章刊载于1982年11月的《计量经济学》杂志。这篇论文是芬恩·基德兰德和爱德华·普雷斯科特的合作成果，基德兰德在匹兹堡的卡内基-梅隆大学任职教授，普雷斯科特在明尼阿波利斯联邦储备银行研究部担任顾问，同时也是明尼苏达大学的经济学教授。这篇论文的标题是《置备资本的时间和总量波动》，它描述了所谓的“真实经济周期”模型——此前拉格纳·弗里希所介绍的木棒与摇摆木马模型，即经济周期是由外部冲击造成的，而经济的周期性运动是由内在的传播机制造成的，这种冲击效应受经济系统影响，产生一阵阵涟漪。

风中的摇摆

尽管真实经济周期模型无论从理论或者模型的视角来看都很完美，但它却引起了异常多的批评。一个典型的例子是，普雷斯科特1986年提交一篇有关真实经济周期理论的论文，哈佛大学的教授拉里·萨默斯随即撰写了回应文章《对真实经济周期理论的一些质疑》。后来萨默斯于1999年担任美国财政部部长——这可能是世界上最有权势的经济管理职位。萨默斯在回应文章中表达了与真实经济周期理论相反的观点：

这些理论否认了一些命题，但在许多学院派宏观经济学家以及所有对经济进行日常预测与控制的人看来，这些命题是不言自明的。他们断言，货币政策对实际经济活动没有作用，财政政策也仅仅通过刺激效应而产生影响，经济波动则完全是由供给方面而非需求方面的冲击所造成的。

他还继续写道：

如果这些理论是正确的，就意味着紧随凯恩斯革命发展起来的宏观经济学应该被完整地封闭在历史的垃圾箱里。而且，他们还表明，当代宏观经济学家的工作几乎都毫无意义，比占星术好不到哪儿去。

萨默斯还认为普雷斯科特模型中的参数也不正确：

普雷斯科特的经济增长模型并非是对现实的不可思议的表述。但要说明的是，其模型参数完全受制于经济增长，而且在我看来，其对微观经济的看法似乎也是一个粗糙的夸张说法。这让人联想到它就像松开的帐篷在风中摇摆一样。

除了认为其参数是错误的，他还指出，要识别哪些外部冲击造成人们所经历的实际经济周期也有困难。每一次经济增长和每一次崩溃或者衰退都应该有外部原因，但是这些外部原因却无处可寻。在绝大多数情况下，内部非线性因素似乎成了更显而易见的解释。他解释了真实经济周期的理论家们为何出错：

·真实经济周期的支持者们会通过平均生产率的统计数据来测度技术创新.....

·.....但是，以探访企业为基础的研究表明，经济下降期间的生产率出现了典型的下滑，这不是由于外部冲击造成的，而是因为企业选择留住员工，共同等待经济繁荣。

让萨默斯不能接受真实经济周期理论的另外一个原因是，这些理论家即使在没有引入价格数据的情况下，居然也宣称其理论经过了“检验”。价格数据将会显示是供给方面还是需求方面造成了冲击，但如果没有价格数据，就无法获知结论。最后，他认为有效市场出清的假设在萧条时期是极不现实的：

让我们看一下任何有关美国大萧条时期的生活情况的记录。企业生产出其想要销售的产品，工人们想要在市场上以劳动交换产品。但是，这些简单的交易却没有发生。在1929~1933年间发生科

技水平下降的背景下，坚称这种情形是帕累托最优简直是荒唐，在大萧条时期，即使全要素生产率也是下降的。实际发生的情况是交易机制失灵了。

萨默斯的另一种解释是，有令人信服的证据表明某些机制的存在经常导致交易机制与信贷市场的崩溃。

真实经济周期理论的支持者们声称其理论方法的关键意义在于，为经济周期的研究提供微观经济学基础，而且这个基础符合主流的新古典经济学。但是，像拉里·萨默斯这样的反对者则声称，这些理论家们为了适合模型需要，而不得不进行如此多且如此粗略的抽象与简化，从而使其结果与现实之间几乎毫无关联。他们要做的事情就是清除任何造成其模型内在不稳定的因素——任何正向反馈环等等，这些正向反馈环我们在研究实际问题时随处都会碰到。他们对造成大部分经济波动的大多数因素却视而不见。

均衡存在的问题

萨缪尔森只是把两个简单的现象整合在一起，并且说明了其共同行为是多么复杂。但是问题在于，迄今为止所提出的经济周期理论包含了对至少5种不同非线性的反馈现象的描述：

·正向反馈环。恶性循环，在此循环中，某个特定事件会刺激另外一个事件，反过来，后一个事件又会刺激最初的事件。这种例子包括早期的动量贸易理论（穆勒、马歇尔），以及自我订购理论（像克拉克的加速数和梅茨勒的存货循环）。

·回声效应。耐用资本货物（如轮船）或者消费品（如汽车）的投资聚集。恩纳森的轮船建造周期就是这种回声效应。

·瀑布式反应。带有内嵌放大器效应的链条反应。这是典型的大众心理理论，留待后面讨论。很显然，熊彼特就曾经谈到创新蜂聚的第二波效应要比初始的刺激强大得多。

·时滞。当前行动或事件的效应将会在一段时间之后呈现出来的现象。这类现象的例子包括蛛网（丁伯根、里奇）和加速数（克拉克），还有许多消费不足与投资过度理论（霍布森、巴拉诺夫斯基、斯皮索夫、卡钦斯、福斯特、卡塞尔、罗伯逊、霍特里、费雪、凯恩斯、冯·米塞斯、冯·哈耶克）。

去抑制器。潜在的负向反馈过程被正向反馈过程暂时阻止的现象。有关动量贸易的心理学理论中有这类因素，自我订购现象（克拉克、梅茨勒）也有。

反馈概念

非线性反馈说明在过去与现在之间存在着复杂的统计相关性。一般所描述的许多反馈现象可以分成两类：“正向”与“负向”。正向反馈现象是推动经济系统偏离平稳趋势的运动。相反，负向反馈现象则拉动经济系统回到平稳趋势上来。亚当·斯密的“看不见的手”是一个负向反馈的概念，其他对经济周期拐点的明确解释也属于负向反馈的概念。

但是问题在于，我们所发现的反馈现象还只是冰山一角：那些似乎合理的理论与规则，其数量的迅速增长让人感到害怕。在复杂的合成动态学既定条件下，怎么可能发展一套理论来描绘包含全部行为的清晰图景——更不用说用它来进行预测了？难道是资本主义的选择过程创造了如此复杂的系统，以至于没有人能够解决这个问题吗？试想一下，如果循环适合链条反应，其中有些反应被放大，形成了瀑布，所有反应又都受制于回声，而整个麻烦的事情又都附带有许多时滞和去抑制器！这真是可恶至极！

我们对经济周期的理解在日益清晰，这并不是堆积越来越多的数学规则就可以解决的，需要有人穿透迷雾发现真理。像萨缪尔森的模型所展示的那样，还有更加新奇的世界潜藏在模拟程序的清晰逻辑背后——那是一个有待我们继续努力探究的世界。但是，就在丁伯根与萨缪尔森的两篇文章发表的同一年，第二次世界大战爆发了。越来越多优秀的科学家都被迫转向军事研究。

宏观经济模型

劳伦斯·克莱因在1946年发表的《宏观经济学与理性行为理论》一文中率先介绍了“宏观经济学”这个概念。克莱因介绍了建立宏观经济模型的团队工作方法：一大群科学家一起工作，共同创造出有着数百个或者数千个方程式的总量模拟模型。大规模的经济计量模型通常包含至少100个方程式，这些方程式代表了宏观经济行为的不同方面，还有一些被用来定义以及代表外部输入与约束的条件。它们有各种各样的形式，但是，典型的现代模型是非线性的而且非常复

杂，其典型做法是把新凯恩斯主义模型（假设市场是无效率的）与新古典模型（假设市场是有效的）二者合成起来。一些非常知名的研究经济周期的商业模型有：数据源公司的模型（DRI模型），雷曼兄弟的模型，大通的计量经济学模型，沃顿计量经济学预测与联合模型（沃顿模型），以及劳伦斯·梅耶合伙模型（LHM&A模型）。最为知名的公共模型包括NBER模型，以及把几个地方性模型联合起来创造一个国际性超级模型的LINK项目。LINK项目发展很快，早在1987年其所包含的方程式就已经超过了2000个，代表了79个宏观经济模型。

第15章 三种周期模式

战争陷入了疯狂状态，费城大学摩尔学院的学生们也在谈论着这场战争。在一间封闭的屋子里，正在发生着奇怪的事情。每天都有相同的一批科学家与工程师通过特殊的安检，在以前的教室进进出出。他们正在那里干什么呢？

巴贝奇的机器

他们正在创造历史。首次进入的人们会发现里面的情况完全出乎意料：他们正在建造人类从未有过的东西。它体积庞大，而且样子奇怪。

它就是人造计算装置，是查尔斯·巴贝奇大约在80年前所梦想的计算工具。现在之所以要建造这种机器，是因为已经到了非常必要的关键时刻。还记得巴贝奇和他的朋友们一道为对数表而奋斗的故事吗？如今，军队也需要类似的东西，而且需求量大，建造速度越快越好。其中一个问题就是要计算出大炮发射炮弹的可变弹道。要解决这个问题，就要模拟弹道路径，一次又一次地重复那些复杂的计算工作。

最初，他们考虑把它称为“电子数字积分器”，但后来又加上了“和计算机”，简称为“ENIAC”。它被认为是第一台人工智能机，一个速度极快多用途的计算机，它的基础并不是蒸汽动力、齿轮箱等机械，而是比它们快得多也小得多的电子元件。第一个发起建造这种机器的人是费城附近的尤西纽斯学院的物理系主任约翰·V·莫奇里。1943年4月9日，这个项目得到了官方批准，于是在莫奇里和他的学生埃克特领导下，一个50人的团队投入了这项任务。

从某些方面来看，他们要建造的机器不同于巴贝奇曾经想象过的东西。它不受机器自身的内部记忆装置控制，而是采用插入板来控制。通过电路板进行物理连接，机器就可以确定如何解决问题，它也能够更快处理大量的指令。

1944年4月的一天，他们找来两名女士，用微分解析仪向她们展示ENIAC取得的突破性进展。他们各用500个电子管设立两个累加器，当莫奇里按下按钮时，第一个累加器的第50个氖灯亮了，几乎在同时，第

二个累加器的第4个位格出现了数字“5”。这两位女士感到震惊：这就是重大的“突破”吗？难道一支如此声势浩大的科学家队伍经过埋头苦干，竟然只取得了这么一丁点儿成绩——仅仅把一个数字从一个单元传递到另一个单元？然而，这时团队的两位领头人作了解释。在第二个累加器的第4个位格出现的数字“5”实际上代表了“5000”。这两个单元已经完成了5乘以1000的运算。机器已经演示了它能够在0.0024秒的时间内完成乘法运算。这已经比巴贝奇曾经梦想的机器快了4000倍。

两个月以后，ENIAC项目的一位工程师赫尔曼·戈尔茨坦认出了正在火车站台上等着去费城的约翰·冯·诺伊曼。诺伊曼是一个长得很敦实的矮个子。当时许多人认为诺伊曼是世界上最伟大的数学家。戈尔茨坦向诺伊曼说明他正在参与建造电子计算机的工作。不久，诺伊曼也决定要为ENIAC项目工作。

世界上最著名的数学家决定支持这个项目，这件事鼓舞了电子计算机项目的许多决策者，他们相信这个项目的潜在价值比他们以前预期的还要大。1945年12月，这个团队完成了整个机器的组装工作。它几乎占据了整个房间，有80英尺长，8英尺宽，3英尺高。它总共有40个面板，4000个旋钮，还有4000个红色的氖灯用来显示其内部各个构成部件的功能。这些构成部件包括10000个电容器、6000个开关和17468个电子管。后来，据说（尽管这可能不是真的）当这台巨型机器第一次打开的时候，费城整个城市的灯光都变暗了。

ENIAC建成之后没过多长时间，人们就开始建造另一台更加复杂的计算机EDVAC，这台机器大约有4000个电子管和10000个晶体二极管。

旋风项目

诺伊曼与埃克特差不多在同一时间接待了来自麻省理工学院的27岁的杰伊·福里斯特的访问。杰伊·福里斯特毕业于电子工程专业，他来这里访问是因为接到一项艰巨的任务：他应邀负责建造一台实时的战斗仿真计算机。有关方面已经决定，这个战斗仿真系统要采用数字化技术，所以福里斯特正忙于参观所有采用数字计算处理技术的项目，以收集信息。1946年1月，他名为“旋风”的项目得到了批准。这是20世纪40年代末到50年代初最大的计算机项目，团队有175名工作人员。1948年，当中心框架建立起来的时候，它就占地230平方米（2500平方英尺）。它的改进目标要获得更快的运算速度和更短的停机时间（每天只有几个小

时)。福里斯特的旋风项目取得了重大成功，这项技术后来被应用于更加复杂的空中防卫系统。

1956年，杰伊·福里斯特与麻省理工学院的校长进行了接触，校长问他是否有兴趣回到麻省理工学院的斯隆管理学院工作。福里斯特欣然同意了，因为他看到这种新的计算机有着非常有趣的潜在用途，它可以用在许多科学领域——因为它所具有的强大能力可以用来做大量的实验模拟。计算机可以检查方程的结果是否合理从而检验方程，而后可以稍微修改一下参数再做实验。他把这种新的领域命名为“系统动力学”。

梅茨勒与存货周期

福里斯特对经济周期问题也很感兴趣，不久他便和同事们开始建立一个存货周期模型。存货周期模型最基本的原则有以下几个方面：

情景一，一家汽车制造企业：经济正在增长，因此企业老板史密斯先生按照预期的销售增长而增加存货。然而，一段时间过后，他认为存货太多了，于是决定减少下一期的存货订单。

情景二，汽车零部件供应商：汽车零部件企业的老板琼斯先生正在等待史密斯先生打电话来下达新的订单，但是，他最近收到的订单数量比平常要少许多。

情景三，大学讲堂：经济领袖凯恩斯先生向他的学生们解释说，如果某个部门的消费下降，那么其影响将通过乘数效应而被放大。

情景四，史密斯先生的办公室：由于乘数效应，经济在慢慢下滑，因此史密斯先生突然间对自己的存货感到担忧，于是决定一段时间内不再订购任何存货。

情景五，琼斯先生的办公室：琼斯先生正在等待史密斯先生的电话，但是电话铃声一直没有响。所以琼斯先生决定解雇一部分员工，并决定认真查看一下自己的存货。最好能够削减一些……

在福里斯特和他的团队开始关注存货周期的时候，已经有很多这方面的研究文献，其中包括劳埃德·梅茨勒的《存货周期的性质与稳定性》，这篇文章刊载于1941年的《经济学与统计学评论》杂志。梅茨勒的存货周期模型与萨缪尔森在1939年描述的加速数/乘数模型有许多相

似之处。梅茨勒的模型表明，存货波动可能导致各种参数在一定范围内取舍：

- 单调性固定
- 单调性爆炸
- 振动式爆炸
- 振动式固定
- 振动式衰减

存货周期模型化

福里斯特曾经与通用电气（GE）的人讨论过。这家企业遇到的麻烦是，从前工厂采取一周7天的三班工作制，而在几年之后会有一半的工厂被关闭。于是他把所见到的情况用手工进行模拟，后来把它转化成冰箱制造业的一个桌面游戏。

福里斯特的这个桌面游戏后来又被赋予了新的使命，因为其他人把它转化成以啤酒为中心的棋类游戏，那些玩家采用了电子游戏板，这个游戏板上显示了啤酒业的4个部门：

- 啤酒厂
- 经销商
- 批发商
- 零售商

游戏典型的玩法涉及这4个玩家，有3~8支队伍，其中每个参与者只负责4个部门中的某一个部门。其各自存货管理的任务非常简单，谁都认为那不过是小菜一碟。

实际情况并非如此。这个游戏一开始只是在麻省理工学院的学生中间玩，但后来传到了其他国家的大学，成千上万的人——从高中生到大公司的首席执行官都在玩这个游戏。游戏经历总是相同的：人类行为造成了不稳定性。多年以后，麻省理工学院斯隆管理学院的斯特曼发布了跨越4年时间的48场游戏的结果。192个参与者都是商业主管以及麻省理

工学院毕业的MBA与博士研究生。在每场游戏中，他设定消费者需求完全相同，而且极其简单：第一个4周每周有4种情形，而最后的36周每周有8种情形。在全部48场试验中，都存在这种不稳定和振动。在第20~25周，35种情形中，啤酒厂有一个平均的积压量——是每周消费量增长的9倍！其次，不稳定性有明显的放大，消费者需求方面的每周4种情形的初始扰动都通过链条被放大了。平均而言，消费者需求的初始增加量在传到啤酒厂时已经被放大了700%。因此，这个问题的结果并不是对暴露于外部冲击之下的系统加以稳定，而是放大扰动。图15-1说明了这一点。

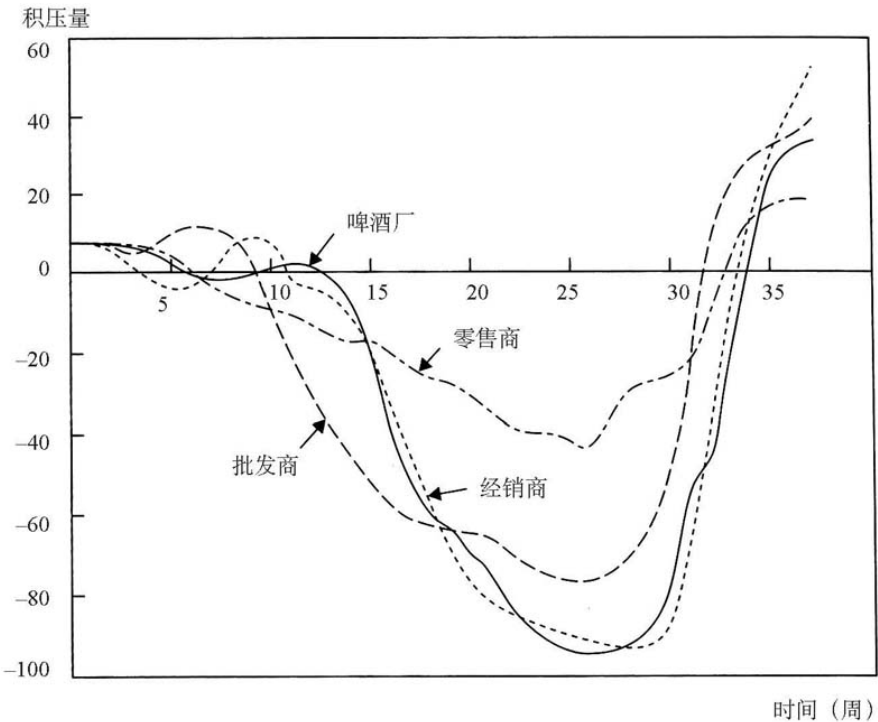


图15-1 啤酒游戏中经济活动的有效存货。可以看到，在经历了一个很小的需求冲击之后，有3个部门的有效存货在较长一段时间内是明显的负数（大量积压），同时有两个部门的存货达到了顶点，其水平超过了10周的需求量。在32周之后，它们最终赶了上来——想不到竟会是如此之大。

在作出这类早期的模拟之后，杰伊·福里斯特和他的团队开始建设一个关于美国经济的动态多部门计算机模型。这个模型的基础包括以下一些核心原则：

·每个部门的决策不是依据最优经济均衡的主流理论，而是以广泛观察到的实际人类行为模式作为基础（这与啤酒游戏中的情况没

有什么不同)。另外，存货、在产品、雇员、银行余额以及订单积压这类储备池/缓冲库被加以特别关注。

·纳入了实际上已知的若干非线性关系。

他的团队首先对生产部门作了单独调查，在调查中，他们把资本设定为固定不变，所以仅有各种各样的劳动投入能够引起产量的变化。

下一步，他们对模型进行了符合现实的扩展，允许产品与资本出现波动，这导致了另外的波动，情况类似于库兹涅茨周期和康德拉季耶夫周期。

杰伊·福里斯特认为这些结论对理解经济周期可能有根本性的暗示意义。首先，它们表明菲利普斯曲线可能是错误的。在20世纪70年代之前，菲利普斯曲线这个概念已经被广泛接受。这个曲线表明在失业与通货膨胀之间存在简单的替换关系。如果想要低失业率，就不得不接受相对较高的通货膨胀水平。（例如，在美国直到20世纪70年代末，主流经济模型都指出，接受4%的通货膨胀率，就可以达到一个较低的失业水平。）但是，杰伊·福里斯特的模拟结果表明，经济的确可能被几种波动所支配，正如熊彼特在1939年所提出的那样。他声称，如果是这样的话，那可能就不存在失业与通货膨胀之间的这种简单替换关系。取而代之的，很可能是经济可能同时具有，或者同时不具有这种邪恶的两面，这依赖于全部三种周期的模式：

可能潜在三种不同的而且大部分不耦合的动态模式。第一种经济周期可能造成工资变化与失业这两者周期性变动，并且造成菲利普斯曲线的关系。第二种可能是康德拉季耶夫周期，它导致失业的上升比周期本身振动幅度更大。第三种可能是常见的货币供给与价格之间的关系，货币供给的增加产生通货膨胀。如果我们能够区分这些不同的周期模式，那么货币供给就会引起通货膨胀，而不会触及失业问题。

福里斯特指出，经济学家如果不了解这些潜在的独立的周期现象，就存在着误解当前事件的风险。如果他的假设是正确的，那么计量经济学家在其努力对经济进行预测的系统中就可能遗漏了某些要点。

菲利普斯曲线描述了通货膨胀与失业之间的替换关系。这个关系最早是由费雪随意提出来的，后来菲利普斯对其作了统计描述。当索洛与萨缪尔森1960年合作的一篇论文（《反通货膨胀政策的分析》）发表后，它便成了主流的理论。这个理论最重要的反对者是杰伊·福里斯特、米尔顿·弗里德曼和罗伯特·卢卡斯。下面是他们批评意见的简化版本：

杰伊·福里斯特：工资与就业的波动都是经济周期的动态结果，因此，通货膨胀不是就业的独立驱动器。增加货币供给会产生通货膨胀，但对就业影响甚微。

米尔顿·弗里德曼：经验表明通货膨胀并不能减轻失业。通货膨胀率的增长也不能减轻失业，但是连续的通货膨胀率增长显然是不可持续的，也不是人们想要的。

罗伯特·卢卡斯：人们倾向于理性预期。如果试图通过注入货币来刺激经济，那么人们就会预期出现通货膨胀。企业会提高价格，而且工会也会要求更高的工资，以抵消通货膨胀。结果将会出现“滞胀”，也就是通货膨胀水平上升，但并没有额外的经济增长。

这种关系具有欺骗性，就像我们早前所看到的纸币导致的1720年密西西比泡沫。在20世纪70年代后期，这一点经过了广泛验证，那时候高通货膨胀率与失业并存。在了解到对调整政策的批评后，美国、英国、日本和瑞士的中央银行最终采纳了货币主义者的政策建议，即从那时起把货币扩张的年度增长范围作为政策目标（然而，日本的政策在20世纪90年代遭遇了悲惨的失败）。

第16章 蝴蝶效应

美国土木工程师学会1951年发表了一篇题为《水库的长期库容量》的短论文，此时，旋风计算机项目还刚起步，杰伊·福里斯特也还没有开始研究经济的稳定性问题。那篇短论文的作者是水文学者H·E·赫斯特，他自1907年以来一直在为尼罗河大坝项目工作。从这篇文章的标题来看，它与福里斯特后来所发展的经济周期模型之间应该没有什么瓜葛，然而，实际上它们之间是有联系的。赫斯特最初的目的是找出计算大坝库容量的方法。然而，水库系统所发生的情况和我们所遇到的经济中的库存量问题之间，存在着有趣的相似性——就像福里斯特的游戏那样。

赫斯特的实际问题并不简单。最重要的是预测来自流域内的每条河流与每个湖泊的泄水量的自然波动情况。显然，这里有许多统计问题，包括降雨量、径流量以及支流的来水量等。赫斯特描述了自1904年以来的泄水量，但是，他如何能够确信这么有限时间段的情况也能代表未来呢？一旦大坝决堤，那会发生什么样的灾难呢？

肥尾问题

大多数具有统计学基础知识的人可能一开始就会面临类似这样的简单问题：

自然现象一般符合高斯分布——即所谓的钟形曲线分布。泄水量也必定符合这种分布，现在已经有超过40年的观测值，就很容易计算出其均值和标准差。把这些参数代入高斯分布方程，就可以计算出任何超出临界水平的波动的可能性。

解决方案就是这么干净利落而且简单明了。但是，赫斯特知道还是有问题，因为许多自然现象与高斯分布比较起来，存在比期望的高点还要高的“肥尾”。这就意味着存在出现极端结果的倾向。

赫斯特相信自然系统一般有三个特征。第一，存在正向反馈。从这个意义上说，任何初始的随机事件都有“自我放大”的倾向。这能够解释事件趋向极端结果的问题。第二，存在意外的成分。第三，存在某些阻

断趋势演化的“断路器”。他发明了一个简单的卡片游戏来演示这类行为，而这个游戏的结果表明肥尾问题确实存在。此后，他决定发明一个数学方法来检验具有这种行为的系统，他把这种方法称为“重标定域”分析。他采用了三个基础变量和一个常量：

N，观测值的个数，例如天数、年数或者其他。

R，在所记录的N个观测值中最高值与最低值之间的距离（“域”）。

S，标准差，即每个观测值与所有观测值的均值之间的平均差异。

a，一个常数，表示所调查的任何自然案例的个体特征。

而后，他介绍了下面的关系式：

$$R/S = (a \times N) H$$

方程中的“H”揭示了系统中存在的反馈现象。正常的高斯分布的“H”值为0.5。具有无限负向反馈系统的“H”值为0，而具有无限正向反馈系统的“H”值则为1。赫斯特用这套方法对许多自然系统的行为作了检验，发现多数的“H”值高于0.5。换句话说，多数自然系统具有较强的正向反馈过程，因此存在肥尾问题。

贝诺·曼德伯

另一位受到肥尾问题困扰的科学家是贝诺·曼德伯。当赫斯特正在埃及，临近日暮小酌一番，或者远眺开罗满是灰尘的街景之时，曼德伯可能正在赶往位于美国约克镇高地IBM公司的高科技研究中心。曼德伯涉足各种数学问题，无意中发现了与赫斯特完全一样的问题：在大多数令人惊奇的地方存在着肥尾现象。哈佛大学的亨德里克·霍撒克的办公室黑板上就有这样一个例子。1960年，曼德伯被邀请来这里作一次演讲，当他走进霍撒克的办公室时，他注意到黑板上画着带有两个肥尾的钟形曲线。霍撒克解释说，这个图形表示棉花价格变化的统计分布。

在某种程度上，棉花可以作为理想的统计测试对象，因为其每天的价格数据都是准确的，而且可以追溯的历史很长。曼德伯演讲结束后离开的时候，带走了一个箱子，其中装有霍撒克用来记载棉花数据的计算机卡片。后来，他又从农业系拿到了更多数据，这些数据包括1900年以来的棉花价格变化情况。通过对这些数据的分析，他发现不管是每日数

据还是月度数据，都存在肥尾分布的现象。

法老与经济周期

曼德伯对两种动态性质作了区分：

“诺亚效应”或者“无限方差综合征”。很小的移动被暴力阻断，由于干扰而造成不连续的跳跃。

“约瑟夫效应”或者“H光谱综合征”。它是指价格按照趋势移动的内在倾向，像赫斯特所描述的那样。

他看到棉花的价格变动反映了这两种效应，部分出于偶然，部分出于必然。当经济系统受到外在的、没有预见到的事件摆布的时候，就会发生诺亚效应。至于约瑟夫效应，用曼德伯的话来说，当“统计相关性缓慢衰退”的时候，就会出现这种效应。约瑟夫效应意味着，在时间持久的情况下，每个观测值在统计上依赖于此前的若干观测值。在为这种动态性质选择名称时，仍然是《圣经》给了他灵感：

“约瑟夫效应”这个术语，当然是来自于《圣经》中7个丰年与7个歉收年的故事。法老一定很清楚长久以来尼罗河水量每年的高低变化，所以其变化表现出很强的长期依赖性以及类似经济周期的形态，但是其中含有或明显、或隐匿的正弦曲线成分。

计算机困惑

曼德伯并不是唯一探究非线性行为的科学家。在麻省理工学院，气象学家爱德华·洛伦茨曾经在电子管计算机上编程序来模拟天气预报。这台“皇家麦克比”计算机完成了一项所有计算机都非常擅长的工作：链式计算。首先，他输入每天天气状况的数据，例如风速、气压、温度和湿度。在输入这些数据之后，皇家麦克比就会计算出第二天的天气情况数据，然后再利用这些数据来计算第三天的天气情况，依此类推。只需大约一分钟的时间，皇家麦克比就能够模拟24小时的天气变化情况。

1961年的一天，也就是在同一个机构的杰伊·福里斯特开始研究系统动力学之后5年，洛伦茨看着计算机的模拟结果，却后悔过早将其中断了。于是他决定继续这项模拟，这就需要作一小段的重复计算，以检

查、确认它是对上次模拟的继续。为此，他把数据打印出来，并把每天的数据仔细地复制到计算机中。然后，他让计算机开始模拟运算，自己下楼喝咖啡去了。一小时之后他回到屋子，发现了颇为奇怪的事情：两次计算的重复部分，实际上并没有像原本所设想的那样出现重叠。系统中的每一部分完全是预先决定好的：输入的数据和方程式都是他自己控制的，而且在两次运算中也是完全相同的。但是模拟结果出现了差异，开始的时候很小，后来就很大。哪儿出错了呢？

问题在于打印纸张的尺寸。这张纸上仅能打印三个小数位，因为没有空余的地方打印更多的小数位。他把仅仅带有三位小数的数字复制到计算机的程序中，尽管程序的运行实际上只有六个数据。因此，重复部分计算结果出现差异是因为初始数据是带有四位小数的数字。他对此想得越多，越是觉得难以置信：显然，无法进行长期的天气预报，除非知道带有四个甚至更多小数位的温度之类的气象数据。如果某个地方某天的温度是21.563摄氏度，或者如果它实际上就是21.563975摄氏度，那我们还是不足以知道长期的气象状况。要想获得全部这类数据，并且是覆盖全球的数据，那绝对是不可能的。没考虑要引起公众的注意，洛伦茨便把他的观察结果发表在《大气科学杂志》上，文章的题目是《确定性非周期流》。

如果有人读过这篇文章，他们并不会觉得大惊小怪。在此后的10年时间里，它被其他作者引用的次数还不到10次。但是，在1972年，马里兰大学物理科学与技术研究所的一位科学家看到了这篇文章，感到非常兴奋。他把文章复制下来并且发给所有对此有兴趣的人。有一天，他把文章发给了在同一个机构工作的数学家詹姆斯·约克。约克理解这个信息的重要价值：长期不可预测性可能是非线性系统的内在性质。1975年，他发表了关于这个主题的论文。这篇文章刊载在知名的《美国数学月刊》上，题目就是谁也无法忽略的《周期3意味着混沌》。

后来，人们采用文章标题的最后一个词来表述那些确定的，但又复杂而不可预测的现象。当我们用标准的统计方法来检验系统行为时，它表现出随机性，但实际上它也具有确定性——因此根本没有随机性的系统，所以通常就用“确定性混沌”来描述它。

蝴蝶效应

洛伦茨1979年发表了一篇文章，题为《可预言：一只蝴蝶在巴西扇

动翅膀会在得克萨斯引起龙卷风吗？》。很显然，他也在向约克学习。如果以读者作为衡量成功标准，那么他这一次成功了。混沌这个概念变得流行起来，科学家们也开始研究无所不在的混沌现象。洛伦茨的文章解释了在巴西的一只蝴蝶能够决定6个月之后在其他某个地方是否会发生一场龙卷风。假使气象学家掌握了这个世界的力量，而且决定把天气预报作为人类生活的主要目标，把气象站覆盖到整个地球表面，每隔一英尺就设立一个小的气象站并且延伸到大气层之外——即使这样，他们也无法进行长期的天气预报。即使数十亿个这样的气象站连续不断地把数据发送给一个巨型的中央计算机，这台计算机安装了完美的数学模拟软件，它也还是不能作长期的预报。因为可能会有一只蝴蝶在某两个测量站点之间轻轻飞过，引起了一阵很微弱的风，而气象站无法对其足够准确地加以记录——而且未被记录的空气运动的影响会通过正向反馈机制得到放大，以判断是否会发生一场龙卷风。至此，洛伦茨的观点已经阐释得很清楚：反馈系统对初始条件非常敏感——这个性质后来被称为“蝴蝶效应”。

靠不住的东西

不仅仅是经济学和气候学，生态学的反馈系统也臭名昭著。当罗伯特·梅1971年设计一个模拟鱼群数量的数学程序时，他遇到了一个奇怪的现象。他设计的方程式是为了计算一个鱼群在不同的假设条件下会成长到多大。当他把所选择的参数值输入计算机时，模型对鱼群生态系统的动态进行了模拟，直到鱼群数量达到某个固定水平时便逐渐稳定下来。如果他改变了参数，它又会在另一个新的均衡水平上稳定下来。

其中有一个变量是生育能力，就是鱼生子的能力。如果生育力非常低，鱼群显然会灭绝。在高生育力的情况下，它会达到不同的均衡点。奇怪的是，如果他输入一个很高的生育能力数值，模拟的结果却找不到均衡点，鱼群数量处于无休止的波动状态而没有任何明显的模式。造成这种混沌行为的一系列数学反馈可以用下面的方程式表示：

$$X(n+1) = r \times X(n) \times (1 - X(n))$$

这个方程表达式非常简单。左边的意思是“下一期的X值”，这个下一期的X值要通过右边的算式计算出来，它是常数r与当前的X值相乘，再与1减去当前X值的差相乘的结果。这种微小（而且非常简单）的反馈机制在参数值很低的情况下会实现均衡，但在r值很高的情况下则会造成

混沌。这很有趣，不仅仅让人觉得愉悦，而且在模拟许多动态系统时这种方程也是通用的，包括经济学。就像一个大的DNA分子中的一个小小的基因，这种算法隐藏在一个大的模拟方程中。除非用计算机对所模拟的系统作大量的因素分析，否则根本不会注意到它的影响。因此，正如查尔斯·巴贝奇早就预言的那样，计算机真正给科学带来了革命。

周期的同步

许多刚开始思考经济学问题的人当时并不是真正的经济学家。魁奈和朱格拉两人是医生，萨伊、瓦尔拉斯以及帕累托是工程师，而纽科姆则是一位数学家与天文学家。如今，正是来自其他学科的人员在触发混沌理论的研究。突然之间，我们发现世界各地的物理学家和数学家们正在作经济模拟。哥本哈根也在发生这样的情形，在埃里克·莫斯科尔德的领导下，一班人正在琢磨改进版本的福里斯特的经济周期模型。他们想要研究周期的同步性是否可能导致经济发生大萧条，就像熊彼特和福里斯特所指出的那样。考虑一下这种情况：如果存在几种周期现象，那你就不能把总产出仅看成是单个振荡运动的加总，就像熊彼特在1935年所画的图形阐释的那样。可能的结果要比这复杂得多，因为每一种周期现象可能会与其他周期现象产生相互影响与干扰。他们决定用康德拉季耶夫周期模型分别经受基钦和库兹涅茨周期振荡的情况来检验这个假设。图16-1说明了他们的康德拉季耶夫模型是如何变化的。

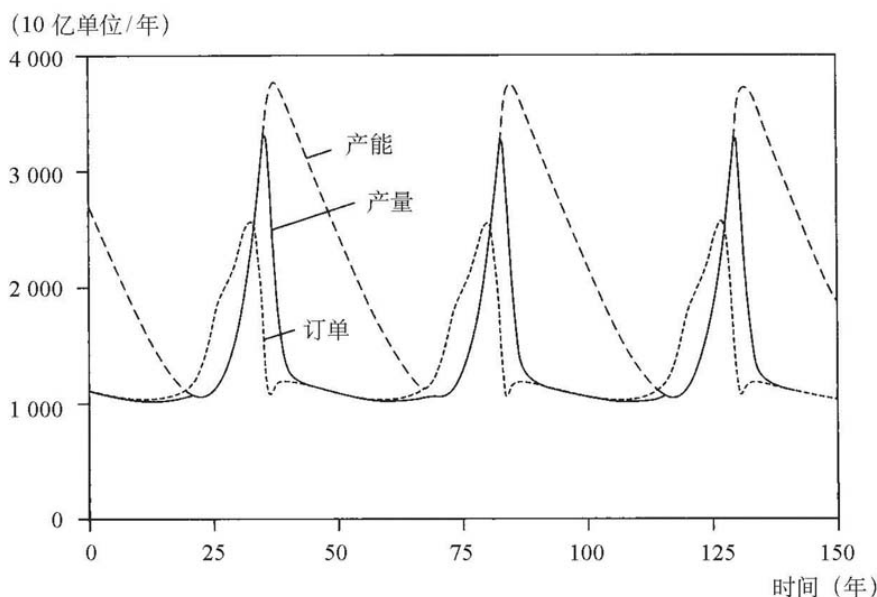


图16-1 一个康德拉季耶夫周期的模拟

结果，他们的康德拉季耶夫周期模型平均长度为47年，图中的3条曲线分别表示产能、产量与订单，其中订单首先改变，而后是产量，最后是产能。这个模型显示了由于资本货物部门的自我订购（资本货物生产部门自身订购资本货物，但存在着时滞）而使经济系统具有内在的不稳定性。

这些研究者们现在继续创造一个模型来模拟库兹涅茨周期，结果发现周期的长度为22.2年。如果把库兹涅茨周期叠加到康德拉季耶夫周期上，又会发生什么情况呢？他们做了试验，结果发现康德拉季耶夫周期的长度自动拉长了大约40%，这样每个康德拉季耶夫周期就与3个库兹涅茨周期同步（见图16-2）。

他们还创造了一个模拟基钦周期的模型，计算机给出该周期长度的计算结果为4.6年。他们再次把基钦周期叠加到康德拉季耶夫周期上面进行试验，结果发现每个康德拉季耶夫周期自动与10个基钦周期同步。只要他们把固有的基钦周期长度设定在4.47 ~ 4.7年之间，就会完整地保持这个结果。但是，当基钦周期长度超出这个区间的时候，同步性就变得更加复杂。他们还证明了这个同步过程对振荡幅度具有敏感性。图16-3显示了基钦周期长度保持在4.6年时的同步情况。

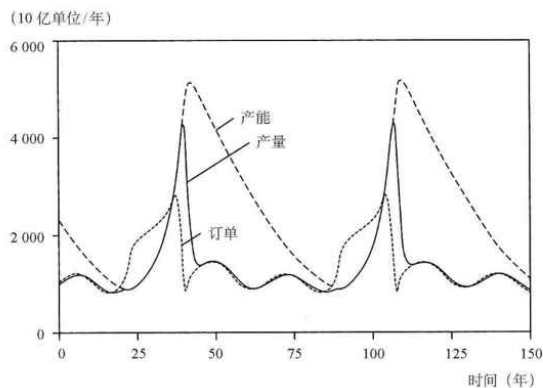


图 16-2 康德拉季耶夫周期与库兹涅茨周期之间的自动同步模拟。这个模拟由图 16-1 中的康德拉季耶夫周期模型与一个设定时长为 22.2 年（这大致相当于典型的库兹涅茨周期长度）的外部正弦曲线的振动合成。

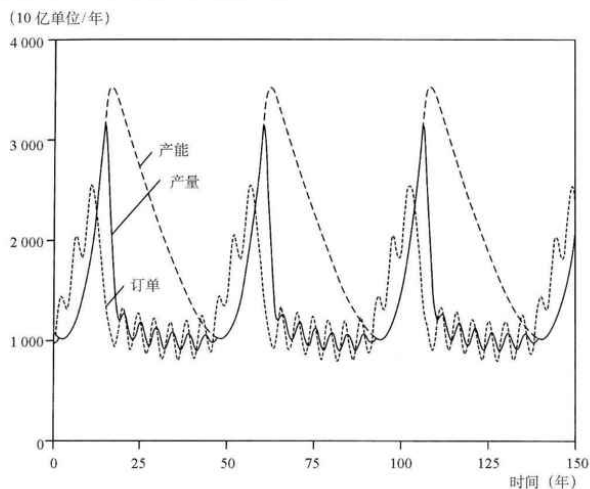


图 16-3 康德拉季耶夫周期与基钦周期之间的自动同步模拟

图16-2 康德拉季耶夫周期与库兹涅茨周期之间的自动同步模拟。这个模拟由图16-1中的康德拉季耶夫周期模型与一个设定时长为22.2年（这大致相当于典型的库兹涅茨周期长度）的外部正弦曲线的振动合成。

(10 亿单位/年)

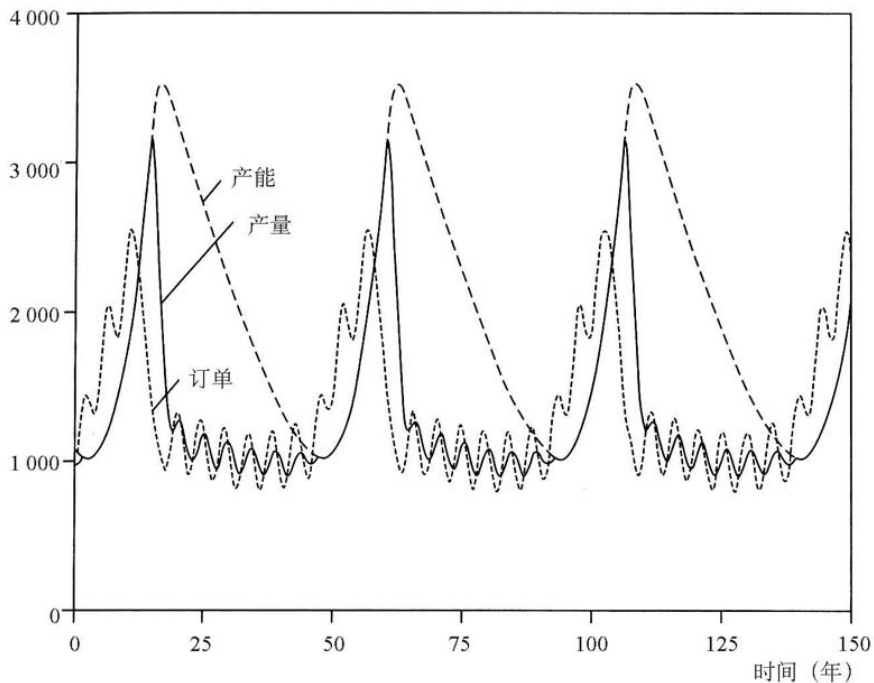


图16-3 康德拉季耶夫周期与基钦周期之间的自动同步模拟

振幅

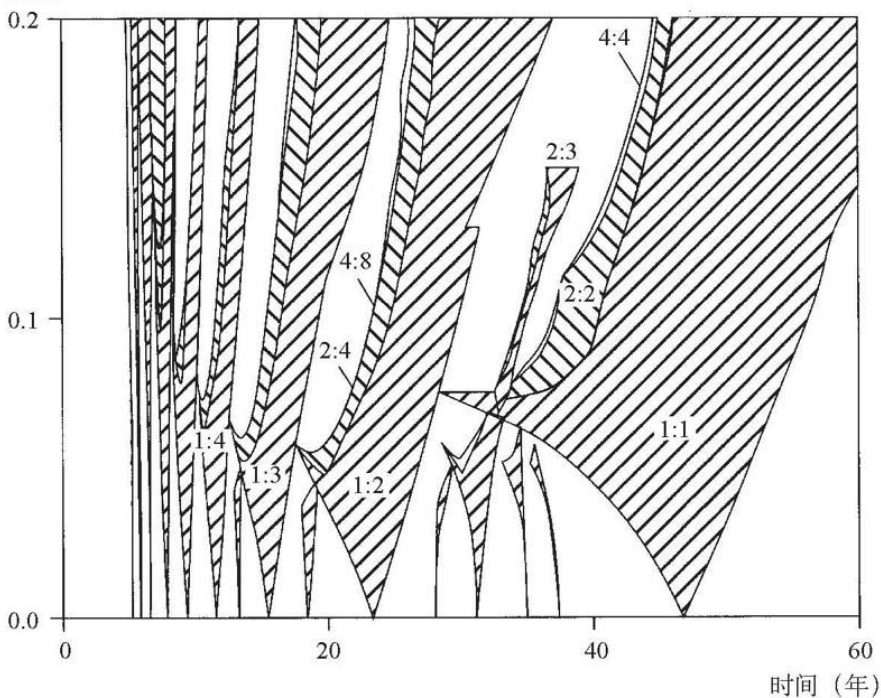


图16-4 康德拉季耶夫与外部周期同步的拓扑空间。图形显示当具有不同振幅与期限的周期叠加

时，康德拉季耶夫模型是如何反应的。

在他们的实验中，图16-4所显示的情况看起来完全不同于引入混沌理论之前所作的任何经济模拟（而且可能用于心理学的测试——对作者来说，它看起来就像长颈鹿被帆船包围着）。这幅图形实际显示的就是所谓的“拓扑空间”。科学家们再次将他们的康德拉季耶夫模型用每次设定的周期振幅与期限叠加成其他周期。他们一次次重复这样的实验，直到所设定的振幅与期限覆盖了很广的范围。这个图形中的横轴表示周期的期限（从0到60年），纵轴表示振幅。图形中的每一个点都是完整模拟的结果，阴影区域表示康德拉季耶夫模型与外部周期产生同步时的结合，白色区域则是发生混沌时的结合。每个阴影中所写的比率则是每个康德拉季耶夫周期中所出现的外部周期的个数。

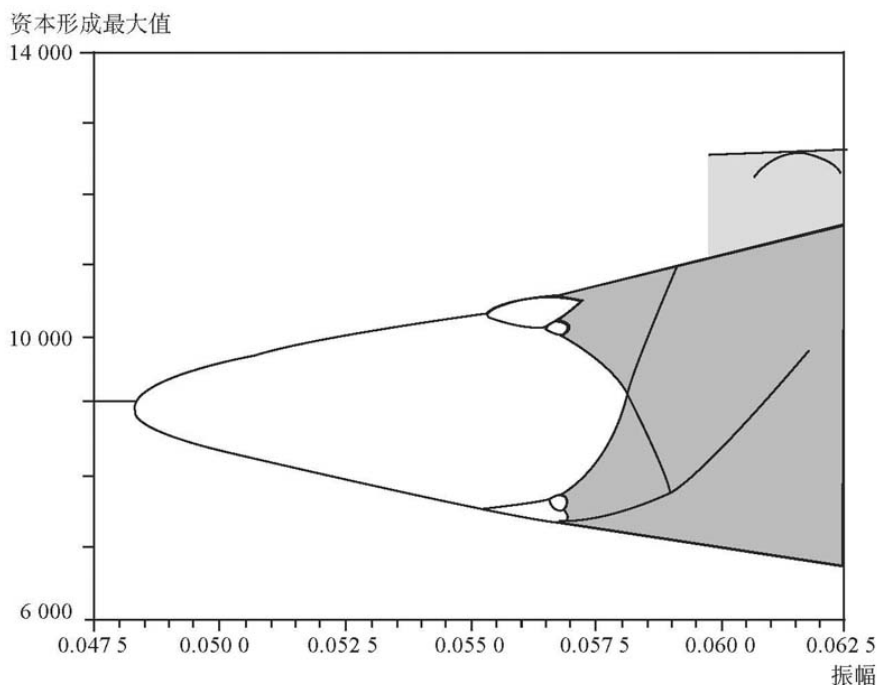


图16-5 周期同步性的费根鲍姆瀑布

让我们看一下最后一幅图形，见图16-5，这是所有图形中最奇特的一幅。它显示的是多次计算的结果。其中，在每次实验中，叠加的外部周期长达19.6年，但是每次计算的振幅（横轴）都有一点改变。这幅图中的纵轴刻度是实验所发现的资本形成的最大值。图形表明了如何从单一的答案演变成两个、四个、八个等答案，而且最终出现了混沌。

混沌的主要含义

混沌理论让我们了解到非线性系统是如何运行的。它也启迪我们在科学、工程、软件编程等许多方面发展出新工具。这类系统最重要的特征是：

- 对初始条件极其敏感（爱德华·洛伦茨的“蝴蝶效应”）。这就意味着在长期预测方面存在着突出的障碍。

- 自相似性（曼德伯“肥尾”处于不同的尺度范围内）。模型在不同的尺度范围具有看起来相似的趋势，但是永远不会自我复制成完全相同的微小模型。

- 有多个吸引因素存在于某些参数间隔。在特定时间内，系统可能很容易有几个稳定的解决方案，而随机冲击可能会将其从一个稳定位置推到另一个稳定位置。

混沌理论家的工作使我们对某些经济与金融系统的性质有了基本的了解，这使我们更容易确定在各种不同的状态下，哪一组实用预测工具是有效的。就经济学的其他基本数学方法而言，系统动力学特别重要，例如在统计学、计量经济学、神经网络与人工智能方面。我们不妨想象一下，某人可能正在使用设定好的长期预测计量模型，现在我们运用混沌理论的工具来检验这个计量模型在政策空间内的行为，或许会发现它出现了混沌。在这种情况下，我们的结论可能是，要么模型总体上是不正确的，要么不能用它来预测这个系统。或者，它可能表明系统仅仅在某些边界内才能被预测。系统动力学能使我们对待要处理的问题有一种更好的感觉。

混沌的这类含义让人有些难以置信。因此，当萨缪尔森在1939年揭开非线性动力学领域的面纱时，他无法作出预测（这也是由于缺少电子计算机）。当人们进行狂乱的投机时，他也没有发现人们心里在想些什么。这个问题我们留到下一章来研究。

要想更好地理解经济，就必须使用一种综合的分析工具。下表对一些最重要的数量分析工具进行了简明介绍：

方法	作用	典型成果举例
统计学	运用统计标准方程来描述统计数据 (“观测值”) 之间的相互联系。统计学家要对所有统计模板进行实际数据检验。	• 统计行为分类 • 测量参数值, 如 “均值”、“标准差”、“H 指数” 等 • 提供系统规则的属性指标 • 对不同时间序列的行为进行检测、分类, 测量相互间的关系

(续)

方法	作用	典型成果举例
计量经济学	用同时发生的方程组 (通常规模很大) 来描述经济。可以代入当前的参数值并计算经济未来如何演化。这是一种链式计算, 其中任何一期的计算结果都将作为下一期的输入参数。	• 经济预测 • 当给定某种变化时 (例如, 增税、降低利率等), 模拟将会发生的情况 • 检验经济理论的有效性 • 检测、分类和测量给定时间序列中重复的模式 • 测量经济参数的相互关系 • 发现新经济关系
系统动力学	用一套方程来描述经济或者其中一部分。要调查不同政策结果是如何形成的。通过一遍又一遍的计算, 每次对政策进行微小修正, 直到参数值的 “拓扑空间” 或者 “政策空间” 被绘制出来。 在整个政策空间内判断经济的动态性质的表现。	• 理解系统的动态行为可能如何依赖于政策而发生变化 • 识别运转最优性能系统的政策间隔
神经网络	把许多金融 / 经济的时间序列代入程序。然后用这些程序可以对统计关系进行连续检验, 发现并创造计量经济学预测模型。	• 经济预测 • 预测金融市场 • 显示模式 • 连续产生预测 / 建议
人工智能	观察 (部分通过现场面谈) 成功的专家对经济或金融事件的预测。然后把他们的决策过程用方程式表达出来。当把实际数据代入这些方程式时, 就会产生预测与活动建议。	• 经济预测 • 预测金融市场 • 发展理论

第17章 趋势与心理

怀疑！对于股票交易所的交易者而言，没有比怀疑更糟糕的感觉了。这种心境不是由单个事件的结果正常发展而来，它更可能是因为若干事件不符合你的世界观。由于若干事件中的某一个发生了，所以在潜意识里便种下了怀疑的种子，随着日子一天天过去，这颗种子也在发芽成长，直到有一天，还没有来得及作任何的心理准备，就已经心烦意乱。就在突然之间，发现自己如履薄冰，面临随时塌陷的危险。在恐慌之中，必须立即调转行动的方向。正是在这样的感觉之中，许多股票交易者熬过了1987年10月17日星期六这一天。

怀疑的种子

更大的投资组合经理与投机者可能非常熟悉罗杰·沃德·巴布森在1911年所描述的典型的经济周期次序：

总体上来说，产业一般是在几个月之后跟随股票价格变化的。

巴布森有一个为众多股票交易者所熟知的论点，即通过研究股票市场来预测经济活动，要比通过研究经济来预测股票市场容易得多。交易者如今也都知道股票市场已经成了正式的经济晴雨表。然而，债券甚至是更好的指示器。因为亨利·桑顿早在1802年就已经观察到，随着经济上升期的成熟，利率也趋于上升。1966年，NBER刊登了菲利普·卡甘的论文《利率的周期性行为变化》，他对利率作了如下总结：

.....因此证据支持以下的结论：（1）利率变化保持一种次序，首先通常是积极的公开市场利率发生变化，而后是协商性的利率变化，最后往往是惰性的市场利率变化。（2）所有的长期利率过去常常远滞后于短期利率，但现在不会了.....

卡甘也注意到，1966年之前短期利率与长期利率之间的滞后程度似乎已经在收窄，但是在1982年全球股票市场繁荣之前，利率的这种次序变化再次很完美地表现出来。经济周期的另一个金融层面的特征是信贷

质量。1955年，研究经济周期的专家杰弗里·穆尔在美国金融学会发表了一次演讲，他在这次演讲中谈到了发生萧条之前的金融状况：

- 信贷与债务快速增长；
- 房地产、普通股与商品存货之类的投资品价格出现快速、投机性上涨；
- 出借人之间为了新的商业机会开展激烈的竞争；
- 放松信贷条件与贷款标准；
- 风险报酬的减少由出借人寻求或承担。

他解释说，在上述条件下，新增信贷的质量会逐渐恶化。现在已经出现的大量此类信号说明经济趋势将会发生反转，这对于那些非常精明的交易者来说，并不是什么秘密。首先，在此前几年出现了信贷的快速扩张，但是这种扩张现在开始转变了。交易者们从《银行信用分析师》以及其他分析师的时事通信了解到，从年初开始金融系统的流动性就已经下降了。其次，美国的利率从1986年8月就开始上升。利率上升本身并不是什么大问题，因为每个人都知道，利率要持续上升一年甚至更长的时间，才会对股票市场造成伤害。然而目前的这种趋势已经持续了长达14个月之久，而且这个夏季它还在加速。

下一个受到波及的是财政部债券。在利率开始上升之后，财政部债券已经坚挺了很长一段时间。然而，财政部债券最终也像其他债券一样被拖垮了。此时是1987年4月，财政部债券开始下跌，情形已经收不住了。

牛市的一致意见

另一个警讯是市场的情绪。每个交易者都深知，当市场中几乎每个人都持看涨态度的时候，便是卖出的时机。问题是什么时候才是卖出的精确时点。现在，这个时点看起来越来越像是8月。就在这个月，《商业周刊》杂志发表了一份长达25页的《年中投资展望》，通篇都是对股票市场的积极评论。还是在这个月，“哈德迪牛市指示器”也拉响了警报。这个指示器是由加利福尼亚的一家研究公司生产的，它包含一个加权指数，为全美100多家领先的银行、券商和投资顾问机构提供投资政策建议。简单地说，哈德迪牛市指示器的经验规则就是，如果超过70%

的顾问建议买进，你就应该卖出。这个比例在8月达到了，就在市场达到顶峰之前的一天。自那以后，股票价格就一直在逐步下滑。

最后的结果也是史无前例的糟糕：星期五，10月16日，道琼斯工业平均指数（简称道琼斯指数）出现放量下跌——下跌多达108.35点，这也是此前最大的名义跌幅。大多数的股票交易者都知道，大卫·李嘉图的割肉止损这条老规则并不愚蠢。此时，许多投资者的账户已经出现了大量亏损——这是否到了应该紧急救援的时候呢？彼得·林奇这位富达麦哲伦巨型基金的著名管理人就在灾难性的星期五前一天离开了美国。现在，他正在爱尔兰的基拉尼高尔夫球场打球，在球场上他开始担心自己是否真应该来度假。他这次打球的感觉糟透了，结束的时候，连自己的得分都没有记住——他的心思早已不在球场上了。彼得·林奇害怕他的股东会蒙受损失，甚至是巨额损失。其他人也是这样，交易者们从四面八方会聚到当地酒吧讨论最近的事态。为什么道琼斯指数跌了这么多？这真令人害怕。这次下跌是在持久的牛市之后出现的，受到了巨大的信贷扩张的刺激。市场情绪已经达到了顶点，利率也在稳步上升。而且此时离1929年大萧条58周年还有5天。1929年，开始下跌时的交易量也很大——多么让人讨厌的相似点。而且，很遗憾，当年又是58周年。难道有“康德拉季耶夫周期”的某种因素吗？唉，最好还是再来一瓶啤酒吧！

风雨交加的星期一

10月19日星期一这一天，情况一开始就不好。在东京，指数适度下跌了2.5%，但在香港，则下跌了11%，此后交易被暂停。当欧洲市场开盘的时候，伦敦与苏黎世的市场下挫了11%，法兰克福下挫了7%，巴黎下挫了6%。

迪马奇银行（Banque Demachy）的董事让-吕克·雷宾这天晚上到巴黎一家环境幽雅的餐厅参加商业宴会。就在晚宴开始的时候，他已经知道道琼斯指数崩溃了，它打破了星期五的纪录，让人难以置信地下跌了180点。当开始上甜点的时候，道琼斯指数下跌了300点。当他准备离开餐厅的时候，有人告诉他道琼斯指数已经下跌了500点，雷宾觉得这简直是在开玩笑。用百分比来衡量的话，跌幅如此之大在历史上还从未有过——尽管出现过暗杀总统、骚乱、大萧条、越南战争、朝鲜战争以及两次世界大战这样的事件。这一次人们无法解释——绝对无法解释这样的崩溃，或者甚至不能解释此前的星期五所发生的可怕的下跌。然而，它发生了，千真万确。人们在不明就里的恐慌中大肆抛售手中的股票。

实际上，想要卖出股票的并不仅仅是人。大约25%的卖出指令是由沉默的计算机发出的。其余的卖方才是人，其中就有乔治·索罗斯。他预计日本经济会发生崩溃，于是便在日本股票市场上做空，同时在华尔街持有多头。现在，他正想躲进华尔街的避难所，而一位美国交易者则把他的这次避难描述成“所见过的最糟糕的抛售”，索罗斯的量子基金通过希尔森公司（Shearson）卖出几千份标准普尔（S&P）的期货合同，这家券商一开始卖出的报价为230美元，但是其他一些交易者就像秃鹫一样围拢上来，于是卖价垂直跌落到了195~210美元。等到他刚一清仓，价格又立即开始反弹，到收盘时达到244.50美元。据后来估计，量子基金在这次交易中的损失达到2.5亿美元。与此同时，索罗斯还在价格最低的这一天的某个时点卖出了他个人所持有的股票。



图17-1 1987年股市崩溃之前的市场轮动情况。图形显示的是芝加哥期货交易所30年期政府债券价格与道琼斯工业平均指数走势。这两个市场彼此跟随相当紧密，直到1987年年初，此时债券市场开始下挫而股票市场则在上涨。1987年10月股市崩溃后，两者之间的缺口大幅收窄。

道琼斯指数在这一天收盘时下跌了506点。在短短7个小时的交易中，其市场价值损失23%，自8月的最高点以来已经下降了大约40%。彼得·林奇的富达麦哲伦基金损失高达20亿美元。美国股市崩盘把全世界都卷了进来。遭受此次极为沉重的打击，全球市场的证券价值大约损失了2.4万亿美元。

而后这一切便结束了。仅仅过了两天，市场崩溃就停止了，在10月21日星期三这一天，交易者的工作报告显示市场再一次恢复了平静。于是，牛市又重新开始，市场在一天天稳步爬升，在之后的两年时间里又创造了最高的历史纪录。

所有这一切到底是怎么回事呢？罗伯特·席勒，一位研究非理性金融市场的领军人物，想要解开这个谜团，于是他向私人投资者发出了2000份调查问卷，向机构投资者发出了1000份调查问卷。他总共收回了889份答卷，这些答卷非常有趣。几乎没有人提到有迫使他们卖出证券的任何经济或政治方面的消息。不过，他们卖出证券只是因为市场在下挫！调查还显示出许多人曾经认为市场已经被高估——甚至就在崩溃之前他们买进的时点上，而且他还发现大约有10%的人运用了明确的“止损策略”。大约有1/3的人尤其受到了技术趋势指标的市场渗透影响。所有这些答案似乎表明，人们存在集体的非理性趋势。因此重要的问题是：对于个人而言，非理性的思维方式是正常的吗？

表17-1 道琼斯工业平均指数单日下跌前十

名次	日期	收盘点位	点数净变化	变化幅度(%)
1	1987/10/19	1 738.74	-508.00	-22.61
2	1929/10/28	260.64	-38.33	-12.82
3	1929/10/29	230.07	-30.57	-11.73
4	1929/11/06	232.13	-25.55	-9.92
5	1899/12/18	58.27	-5.57	-8.72
6	1932/08/12	63.11	-5.79	-8.40
7	1907/03/14	76.23	-6.89	-8.29
8	1987/10/26	1 793.93	-156.83	-8.04
9	1933/07/21	88.71	-7.55	-7.84
10	1937/10/18	125.73	-10.57	-7.75

在黑色星期一股价大幅下跌，由于在此之前以及股价大幅下跌期间，并没有发生其他引人注目的重要事件——当然，除了股价大幅下跌这件事本身——因此，这次股价大幅下跌是很有意思的。

画出图形

仔细看图17-2，然后回答下面的问题：如何比较位于两组图形中心的圆？右边圆的面积是否比左边的要小？或者两者一样大？或者右边的圆比左边的要大？

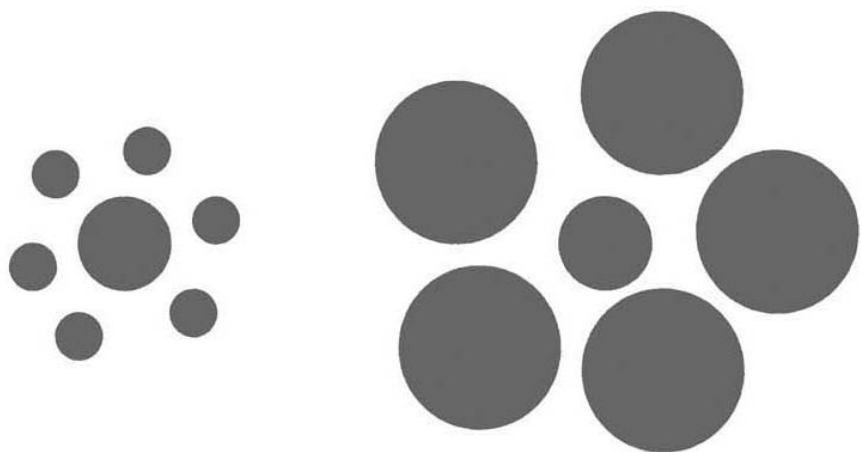


图17-2 哪一个中心圆的面积更大？或者它们一样大吗？

如果你认为右边的中心圆小一些，那么这说明你是一个正常、理智的人。但实际上两个中心圆一样大。或许你有时觉得奇怪，为什么太阳与月亮刚刚露出地平线的时候似乎显得大很多，好像它们此时离我们更近一些。尽管实际上并非如此，但我们认为它们看起来的确是那样。我们会觉得任何处于地平线上的东西都比它们在天空中看起来要大得多。

让我们试试看另外一个图形。请注意图17-3中的线条。它们是平行的吗？或者不是？

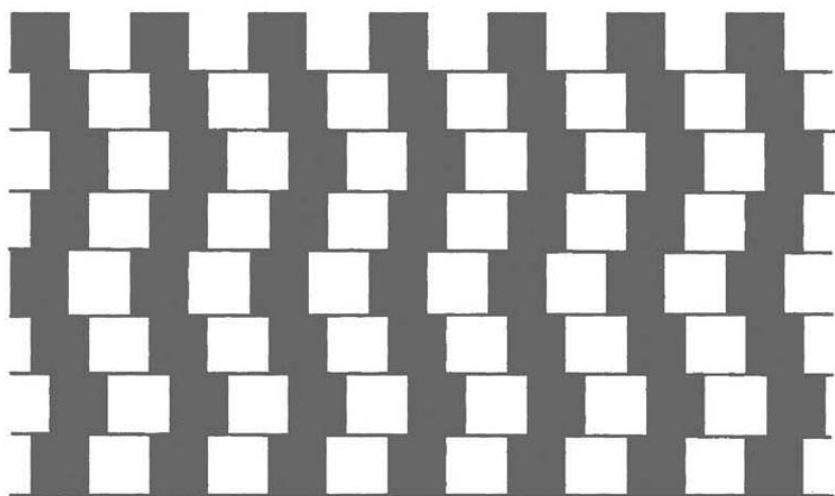


图17-3 这些线条是平行的吗？

这一次，如果你认为这些线条不平行的话，那么你就是正常人。但实际上它们是平行的。还有第三个例子：看一下图17-4中的四根线条并回答“A”、“B”、“C”三根线条中哪一根与“测试线条”一样高。



图17-4 哪一根线条与测试线条一样高？

你可能以为这和前面一样，实际上也是一个陷阱问题，但是这一次，你的直觉所给出的答案实际上是正确的，即“B”线条与测试线条一样高。测验结果表明有99%的人选择了正确答案。既然如此，那么这个问题的关键点在什么地方呢？1965年，心理学教授所罗门·阿希设计了这样的一个试验，他带着一组人进入屋子，然后让每个人回答这个问题。之后，他又让自己的试验助手混入每组人中间，并让助手作出误导，即给出错误的答案“A”。下面是这些测试对象在不同情况下进行回答的结果：

- 此前没有人误导：1%的人给出了错误的答案“A”或者“C”；

- 此前有一个人给出了错误的答案：3%的人回答“A”；

- 此前有三个或者更多人给出了错误的答案：33%的人同样也会认为“A”是正确答案。

这是一个关于群体思维的典型例子，它是社会心理学中的典型现象。它表明人们并不总是理性的。这又意味着什么呢？它会改变我们对投资与投机在经济周期与资产价格变化中所起作用的想法吗？

经济学家一直有许多不同的观点。新古典经济学是建立在亚当·斯密的有效市场观念基础之上的，它可能认为个人并不总是聪明的，但所有人的平均水平则算聪明。米尔顿·弗里德曼朝这个方向走得更远，他声称投机不会造成经济不稳定，因为成功的投机者总是低买高卖，这种行为能够稳定市场。那些不成功的投机者会反向操作吗？如果是那样，他们就会亏损并很快完蛋。

然而，有一个相当不错的替代观点：技术娴熟的投资者数量有限，他们能够低买高卖，然而市场上更多的则是不成熟的投资者，他们会随着时间的流逝而改变做法，这些人会执行反向的操作。这个观点也并不是全新的。在前文中，我们看到约翰·斯图尔特·穆勒早在1826年就把市场参与者分成了“职业赌徒”和“鲁莽投机者”两大类。他认为，前一类人对市场需求与供给背后的力量有基本的理解，而后一类人只是简单地跟随价格变化，这种行为放大了市场波动。他也强调竞争性过度投资中的心理因素，认为这是由于“人类对有利于自身的变化存在高估的普遍倾向”。

心理因素

在早期的学者中，穆勒并不是唯一强调心理因素的。例如，庇古在这方面走得更远，下面是他的有关陈述：

商人们的预期变化……此外再没有别的东西，构成了产业波动的直接原因或者前导。

他认为，存在一种倾向，即人们喜欢用近期的趋势去推测将来，因此造成了羊群行为的自我增强。其中的一个原因在于人们难以获得信息与洞察力，所以，许多人或者绝大多数人会加入可能获利的那一边，并仿效那些专家的行为——就像所罗门·阿希试验中受到误导的那33%一样。

马歇尔在建议提高价格可能吸引买家的时候，也谈到了心理因素。当然，凯恩斯所说的“动物精神”经常被人引用。然而，凯恩斯最好的理

论，也是当今流行的说法，还是他有关选美比赛的比喻。他把股票市场与美国的一些报纸选美竞争作比较，竞争者应该通过100位女性的肖像选择他们认为大多数人更中意的那一位。

专业投资很像这些报纸选美竞争，在比赛者中，竞争者需要从上百张相片中挑选出6位美女的相片，谁的选择最接近于所有竞争者的平均偏好，谁就能够获奖。因此，每个竞争者不得不挑选那些最有可能吸引其他竞争者喜爱的面孔，而不是挑选自己认为最漂亮的面孔，所有人都会从相同的视角来看待这个问题。这并不是选择符合个人标准的真正最漂亮的女性，甚至也不是选择平均最受认可的女性。当我们用自己的聪明才智来预测平均意见的期望值的时候，我们已经进入了第三个层次。我相信，有些人实际上进入了第四层、第五层乃至更高的层次。

查尔斯·金德尔伯格和海曼·明斯基也对心理因素赋予了重要意义。例如，金德尔伯格在其著作《狂热、恐慌与崩溃》中这样写道：

我认为，狂热与崩溃曾经是和普遍的非理性或者暴民心理结合在一起的。

其他许多经济学家在他们的经济周期理论中也提到了心理因素，但通常采用非常模糊的措辞。

通往非理性的16条大道

当越来越多的心理学家和经济学家通过特殊的实验试图揭示有多少人会处于非理性状态的时候，变革的时机便来临了。这个领域中的一些领军人物有阿莫斯·特沃斯基、丹尼尔·卡尼曼、罗伯特·席勒、理查德·塞勒和迈尔·斯塔特曼。这些人和其他科学家一道，经过多年的研究，探索出一些有助于解释经济与金融不稳定性的常见偏误，因为这些偏误造成了羊群式的从众心理。下面列出了最引人注目的16种现象：

- 代表性效应：我们往往认为我们所观察到的趋势会继续下去。
- 错误共识效应：我们往往高估与我们所见略同者的人数。
- 后悔理论：我们试图避免可证实我们已经犯错的行为。
- 定锚/框架：我们的决策受到隐约暗示正确答案的信息的影响。

·同化误差：我们会误解接收到的信息，以为该信息认同我们所做的事。

·选择性接受：我们只接受似乎认同自己行为与态度的信息。

·心理区隔：我们把现象区分为不同的隔间，并试着把每个隔间最适化，而非整体。

·选择性认知：我们曲解信息，好让其认同我们的行为与态度。

·过度自信行为：我们高估自己做出正确决策的能力。

·后见之明偏误：我们高估自己预测过去一连串事件后果的可能性。

·确认偏误：我们的结论不当地偏向我们想要相信的事。

·适应性态度：我们与熟识的人往往持相同的态度。

·社会比较：面对一个我们觉得难以理解的主题，我们以他人的行为作为信息的来源。

·认知不协调：我们试图回避或扭曲表明我们的假设错误的证据，我们也会避免强调这类不协调的行为。

·自我防卫功能：我们调适自己的态度，好让其似乎认同我们所做的决策。

·展望理论：我们有一种不理性的倾向，比较愿意赌亏损而不是赌获利，这意味着我们持有亏损头寸的时间长于持有获利头寸的时间。

关于心理学作用的另一个重要变化是在金融市场中得到广泛应用的“技术分析”。这相当于以心理学现象为基础进行市场预测的计算机模型。这些模型可能在较早的时点上发现主要的转折点，但也可能引导使用者去跟随趋势。

我们把诸如此类的现象加总起来，可以解释投资趋势为什么会一意孤行，并且最终会超出所有的基本合理水平。这些投资可能存在于新兴产业、上市公司股权、债券、财产、商品或者艺术品上。下面我们不妨以股票市场的牛市为例来说明这个过程是如何发生的。

趋势心理

请假设有这样一种情境：股票市场已经持续上涨了一段时间，而且

已到了人们情绪激动的时点。查尔斯·金德尔伯格经常在评论中引用这样的话：“看到朋友投机致富的时候，没有什么比这更能扰乱人的安宁与心智了。”用科学术语来讲，这种情况就是后见之明偏误与后悔理论。随着市场的上涨，我们（错误地）相信在上漲发生之前自己实际上知道市场会上漲。于是我们会产生强烈的后悔感，并且会试图纠正我们察觉到的错误，从而在市场价格稍有一点回调的时候就买进股票（见图17-5）。

上漲的价格很快就会吸引技术分析师，他们以图表数据为基础进行分析后给出买进的建议（见图17-6）。

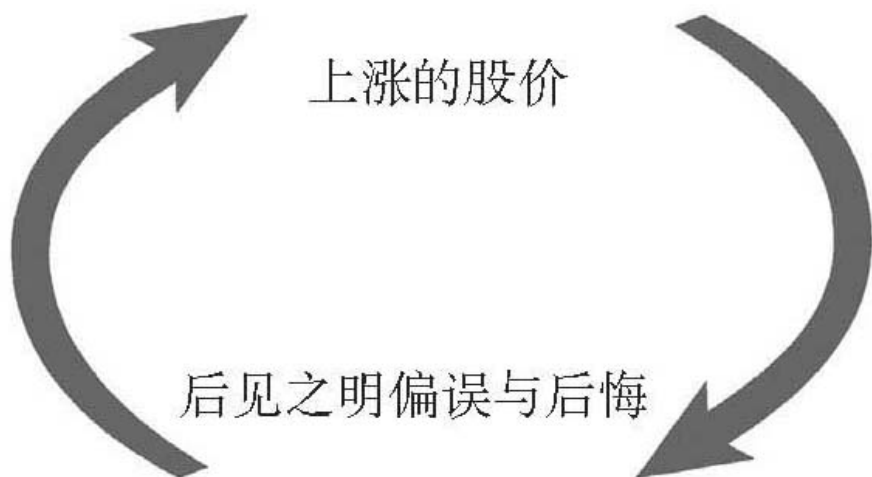


图17-5 以后见之明效应与后悔理论为基础的正向反馈环

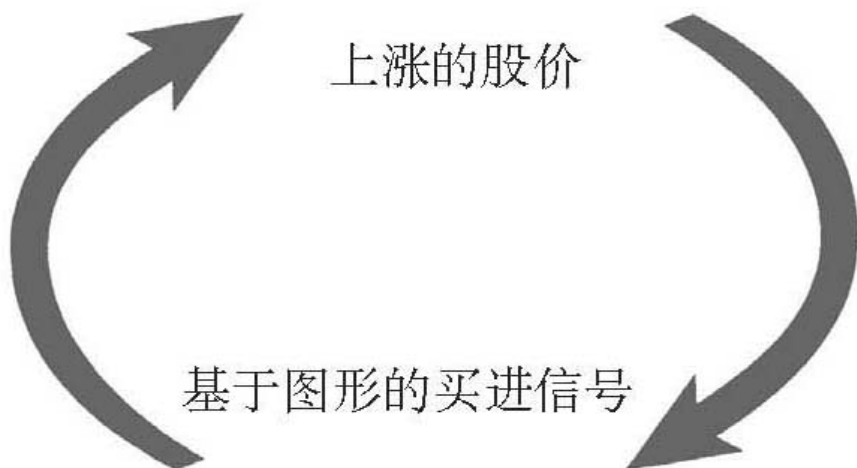


图17-6 以技术分析者依据图形给出的买进建议为基础的正向反馈环

随着股价的进一步上涨，代表性效应开始发挥作用（见图17-7）。按照这种效应，我们会理所当然地认为新近的趋势代表了我们所看到的未来情形。于是我们倾向于买进更多的股票。

在牛市继续上涨之后，获得高额收益的投资者会越来越多。有些人常常把通过股市投资获得的利润全部再投资到这个牛市中来。社会心理学家根据赌场的一种普遍现象，把这种情形称为“用庄家的钱玩”。那些整晚赌博赢了很多钱的人会继续玩下去，直到把赢的钱又输掉为止，因为他们并没有觉得那些是真钱——只不过是“庄家的钱”。他们在心理上把近期的收益与其余的财富区分开来，把这些收益放在一个心理区隔中继续用来赌博（见图17-8）。



图17-7 以代表性效应为基础的正向反馈环



图17-8 以人们倾向于感觉是在“用庄家的钱玩”这种效应为基础的正向反馈环

当然，所有这一切都不能逃脱媒体的关注，媒体在报道时大都预先受情绪所支配，从而似乎把牛市合理化了（见图17-9）。金融分析师的报告支持媒体的这种行为，然而这些分析师（在利益团体的重压之下）提供的买进建议要比卖出建议多得多。在此情况下，适应性态度、认知不协调、同化误差、选择性接受、选择性认知、确认偏误以及社会比较等效应可能全部都在起作用。

等到牛市发展成为金融泡沫的时候，可能会出现越来越多的警告信号。然而，错误共识效应将会给许多人留下错误的印象，即认为与实际情况相比，有更多的人同意其有关牛市的估计（见图17-10）。



图17-9 以媒体理性为基础的正向反馈环



图17-10 以错误共识效应为基础的正向反馈环

在金融泡沫的最后一个阶段，许多技术老练的投资者将会在市场上做空。但选择确切的转折时点非常困难，而且做空的一方可能会被迫购回其原来的头寸，因为市场经常会继续上涨，以至于超出预期的水平（见图17-11）。于是在价格上涨过程中，这种情况会创造最后一次急剧加速——仅仅是在市场达到最终的高点之前。

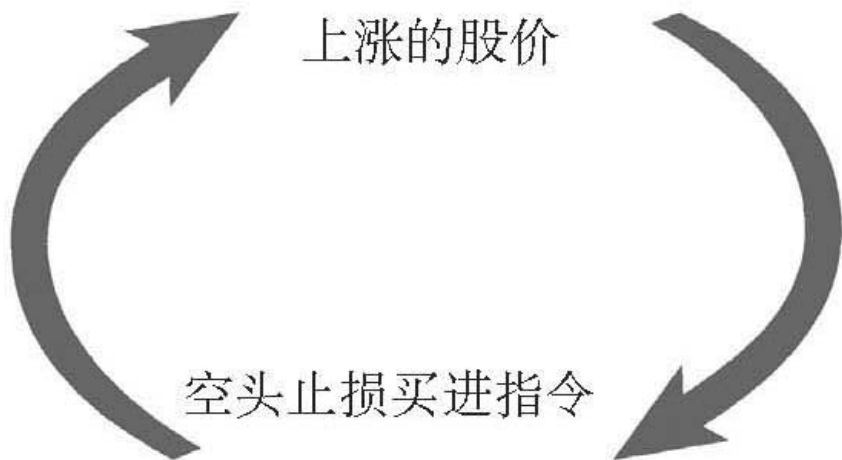


图17-11 以早期做空者的止损买进指令为基础的正向反馈环

累加：情绪加速器

所有这些现象都已经在实验室中经过了科学检验，它们非常真实，

而且造成了普遍的麻烦，要把这些因素纳入特定的宏观经济模型并非易事。技术分析师所做的不过是把总体的结果模型化——这也不能说完全没有成果。但是，为了下一节的研究目的，或许把所有这些现象捆绑在一起并起一个简单的名字是很合理的做法。我们可以把导致非理性交易的所有心理现象的总和称为“情绪加速器”（见图17-12）。

这里用“加速器”这个术语似乎颇为中肯，因为它曾经被（克拉克和其他人）用来描述（克拉克例子中资本投资方面的）一种现象，即产生的增长也为产出自身触发了新的需求。克拉克的资本投资加速器是由产出（结构）而不是产出水平的改变触发的。上述各种心理现象也具有类似的效应，金融资产价格的变化也同样在引导人们买进或者卖出资产，这种行为又会使当前的趋势得以增强。在此，我们应该牢记有关情绪加速器的一些关键方面：

- 它主要是由金融资产价格变动触发的。主要是公开价格与个人情绪之间的反馈把个体态度与群体反馈过程联系起来。然而，其他因素，例如媒体的作用，也有所涉及。

- 早期的投资者进场是因为他们理解价值。后来的投资者则是受到价格显著变化的吸引而进场。于是，情绪加速器就像一个涡轮增压发动机一样驱动市场，但这必须是在趋势已经启动了一段时间的情况下才有效。

- 它是双向作用的。

- 它包括了串联反应，有若干因素发挥用来增强趋势。

- 它容易出现偶然的、突然的膨胀。

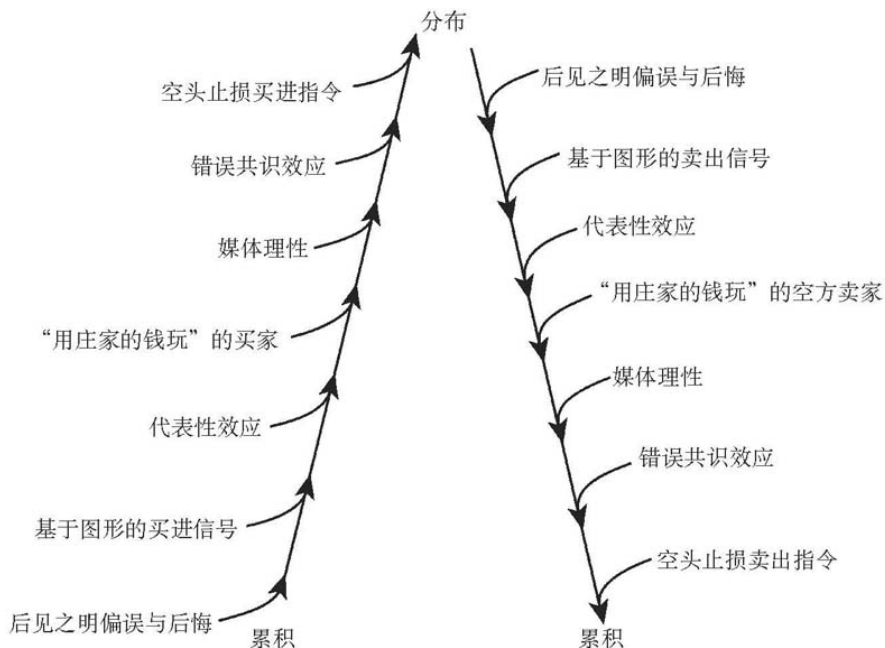


图17-12 总体情绪加速器示意图

最后两点需要作一些详细说明。我们的情绪加速器具有双向作用，但在价格向上和向下的过程中并不是完全相同的。资产价格的熊市交易量通常要比牛市情况下低得多，对于这一点，我们可以用自我防卫功能、展望理论、心理区隔以及认知不协调来解释。（然而，这还可以用纯粹理性的因素来解释，因为出售杠杆性资产，例如房屋，可能会暴露清偿力不足的问题。）此外，位于波谷的转折点往往比顶点来得更加突然。

注意力、不安与焦虑

下面来说明存在突然膨胀的情形。这主要发生在市场下跌并且继续恶化，乃至从可控下跌演变到完全恐慌的情况下。但是为什么会变成恐慌呢？

我们在这种现象中能够找到的解释就是所谓的“态度”。这是合乎本质的创造，以便我们能够把事情简单化。比如说，我们可能听说过许多有关股票上涨以及下跌的原因。我们的态度就是我们做出了什么样的结论，而且在情绪上它和我们的思考、行为与感觉相联系。这很有用，可以作为心理崩溃的保护伞使我们平静、好好调整并适应社会，同时把我

们从常常让人累断腰的各种不同的投机活动中解脱出来。

现在，假设金融市场出现了一个不利于我们的出人意料的大变化。比如，股票市场的牛市已经持续了一段时间，然后突然像岩石滚落一样急剧下挫。或许我们能够从容应对这种变化，而且不会更多地改变我们的态度（因为态度的性质是稳定的），但它的确会改变我们的注意力。注意力在一定程度上取决于社会经验。许多研究表明，我们的注意力大部分取决于周围的人所注意的事情。如果股票市场下挫了，那么这至少告诉我们其他人正在关注的是风险因素，而不是牛市的证据。因此，当看到市场下挫时，我们会开始更多地注意自身的这类风险因素，这就造成了认知不协调的现象出现。不知什么缘故，我们开始觉得在这个市场上抛售股票实际上可能有很好的理由，所以我们不再有以前那种良好的感觉，而且随着市场的进一步下挫，不安的情绪开始发展到了焦虑的程度。

这种情况是很自然的，而且往往是处于危险情境时必要的反应。例如，大多数动物能够感觉到焦虑，这有助于它们继续生存下去。焦虑的情形包括烦躁不安、难以集中注意力、疲乏、肌肉紧张、睡眠不实，甚至头脑变成一片空白。处于焦虑状态时，我们的心智（和身体）非常容易受到恐慌的影响。恐慌会表现出一些症状，像心悸、盗汗、打哆嗦等，但最为重要的是其独特的精神状态，人们的态度此时会极其突然地急转，这也可以解释市场行情会突然出现间断的原因。

存在泡沫的投机标的物可以是老式的法拉利或者印象派的画作，而这些并不会给世界经济造成一丁点儿恐慌。然而，如果碰上的是房地产或者股票市场，那完全是另外一回事。这些资产的市场规模是如此庞大，以至于其泡沫的破裂能对经济产生重要的影响，例如，2000年发生的著名的网络泡沫就是这样。

第18章 网络爆炸

我们不知道查尔斯·巴贝奇在1822年第一次描述计算机的时候是否想过这个世界会需要多少台计算机，但是，托马斯·沃森这位IBM的总裁在1943年提出的一个精确的数字值得引用：“我认为，全世界最多只需要5台计算机。”

5台？这有点偏低，但是他可能不曾想过计算机后来会变得那么小。然而，沃森至少比Prentice Hall出版公司的一位商业书籍编辑要乐观一些，这位编辑在1957年写道：“我游历了这个国家的东西南北，并且与最优秀的人士交谈过，我能向你保证的是，数据处理只是一时流行的狂热，它不会持续到明年。”

数据处理热潮在持续了一整年之后开始了快速成长。而后出现了硅、个人电脑、光纤、局域网、PDA、移动电话和微小的计算机芯片，然后又有了互联网。所有这些都集中在改进计算机的商业用途上，从费城诞生的单体重达30吨的机器到真正的生意，再到一场革命，最终，在20世纪90年代，爆发了从未有过的最大规模的资本投资。互联网的用户数量从1996年的5000万猛增到2000年的4亿多。在这次变革中，有两个关键的指数现象：

·摩尔定律，指芯片的性能每隔约18个月便会提升1倍，而其价格则会下降一半。

·吉尔德定律，指通信系统的光纤传输总带宽每隔12个月会增长3倍。

在20世纪90年代变革背后的第三个关键因素是在高科技市场上对“开放标准”的采用不断增加。开放标准意味着趋同，而这又意味着应用程序可以在不同厂商所提供的越来越多的不同系统中运行。因此，开放标准创造了规模经济，并为终端用户带来了好处。

第四个驱动资本投资繁荣的因素是解除通信市场管制的全球化发展新趋势，这个趋势带来了许多新通信公司的成立，并形成了新老运营商纷纷采用创新与竞争性服务来抵挡暴发户的潮流。结果互联网成了这场

战斗的主要工具之一，它不断把价格拉下来。核心创新的联合（导致了新的应用软件程序）、开放标准（导致了技术趋同）以及解除管制（导致了价格的下降），使得互联网的用户数量和收入都出现了指数级的增长。收入增长再次刺激了新核心技术与新应用软件的疯狂发展——正向反馈环在这里创造了可持续的增长。

网络效应

这些正向反馈过程并不是唯一起作用的因素。创造可持续增长的变革之一，便是“网络效应”。这个术语描述的是一个网络对既定用户的价值，会根据使用相同网络的其他用户的数量呈指数级增长。互联网创造了极其强大的网络效应，因为连入网络的价值根据用户的数量呈指数级增长——至少在某些参数区间内是这样。对每个用户而言，一个拥有100万用户的网络，其价值远高于分别拥有50万用户的两个相互分离的网络。这种现象被称为麦特卡夫定律。结果是互联网的数据流量每隔3~4个月翻一番。

回报递增

在所谓的“数字化经济”中，另一个有趣现象是回报递增的可能性。传统的经济理论假设公司的投资回报是递减的（每新增一美元，其投资回报会更低）。但是，那些提供数字化产品（像软件和互联网服务等）的公司会具有不同于传统的回报结构，这些公司会发现在同一个概念上每新增一美元的投资，要比之前的一美元投资获得更大的回报。其主要原因在于：

- 网络效应（麦特卡夫定律）；
- 复制自有软件或者接纳另外的网络用户的边际成本最小；
- 大型公司成为事实上的标准提供者的可能性更大。

因此，供给刺激了更多的供给（回报递增），而需求也刺激了需求（网络效应），这是萨伊定律的一个超荷载变种，而且比那个定律更厉害。我们已经了解，大多数的新古典经济模型都假设具有完整的信息，而且资金、商品、服务与人员都能够自由流动。每个人都知道这些是不现实的，但也都明白每一项通信与运输技术的创新都使经济向这些假设靠拢了一步。运河、铁路、汽车、电报与电话都提升了经济的实际效

率。这些创新中的每一项都使人们更加易于兑换货币，也使人们更加易于把资金、商品、服务与人力配置到最能获得有效利用的地方。就此而论，互联网则是朝向自由与有效市场的巨大飞跃：

- 互联网创造了透明的市场，从而加剧了价格竞争。

- 互联网通过脱媒^[1]、刺激协作性的工作方法以及加速软件的交换而提高了生产率。

- 互联网使经济电子化，在这种电子化的经济中，你几乎可以从任何地方购买任何东西，并且将其运送到你所在的地方。

- 互联网让人们在任何地方找工作成为可能。

- 互联网使交易资产和从写字台旁向任何地方的任何公司转移资金成为可能。

所有这些意味着生产率的增长和低通货膨胀，而低通货膨胀又意味着低利率，这些与不断增长的收益结合在一起，就意味着非常高的股票价格。再加上所统计的中年人口——他们为养老而储蓄——膨胀的现象，也就意味着新的互联网项目能够有机会获得充裕的资本，从而再次增强繁荣的景象。在这种资本投资繁荣中并不缺乏正向反馈环。

泡沫浴

这是一次巨大的繁荣，随着巨大繁荣而来的则是泡沫。每天都有新的互联网公司创立，而且至少在一段时间内，那些投资于新兴互联网企业的人似乎没有谁可能会亏损。要么公司成功实现首次公开上市（IPO）——在这种情况下，风险投资者可以在10亿美元的市值基础上售出股票——要么公司没有真正成功上市，此时，风险投资者总是可以把公司作价几亿美元卖给需要这些人力与基础设施的人。几乎没有机会亏钱，至少如果你持有范围很广的投资组合就不会亏！

尽管很难精准地找到从大牛市到完全泡沫的转折点，然而，许多生意场上的专业人员还是把网络全球公司（Theglobe.com）的IPO看成这个转折点。当这家公司在1998年11月公开发行股票的时候，发行价格为每股9美元。但是，其股价在第一个交易日就一度猛冲到了每股97美元以上，并稳定在每股63.5美元，仅这一天的收益率就超过了600%。这家公司相当值得注意，因为公司在IPO之前的9个月期间，其账面总收入

仅为270万美元。它没有专利技术，没有专利权，而且无论从哪个角度来衡量，它都不是领先的网站。可是，其市值在那神奇的一天居然达到了大约10亿美元。当ZD网请求福里斯特研究公司的分析师比尔·巴斯对此作出评论时，他回答：“我不再对网络股所发生的任何情况感到吃惊。我已经得了‘吃惊’疲劳症。”

比尔·巴斯并不是唯一感到惊恐的分析师。在对市场状况发出的最明白无误的警示中，有一本书是《互联网泡沫》。该书的作者，安东尼·珀金斯与迈克尔·珀金斯对所跟踪的互联网公司设立了一个指数，并且写了一篇文章发表在2000年2月的《圣何塞信使报》上。在这篇文章中，他们对所关注的情况做了如下的总结：

我们所跟踪的315家网络公司在未来5年内将需要按照96%的年复利率增长，才能证明当前的股票市场价格是合理的。这几乎是微软公司历史增长率（53%）的两倍。这些公司的总市值已经超过了1.2万亿美元，但其1999年的收入基础仅为290亿美元。

估价已经越来越高，直到雅虎公司市值超出了波音、卡特彼勒（Caterpillar）、菲利普·莫里斯这些公司的市值总和，市场才见顶，尽管实际上上述3家公司的总收入和总收益分别是雅虎公司的339倍和159倍。

泡沫破裂

互联网/科技股票在2000年春季开始崩溃。这次崩溃是全球性的——巴黎、孟买、东京以及美国的交易所，高科技与计算机、通信与互联网的股票正在受到重锤打击。指数已经大幅下跌，个股的表现甚至更加惨重。在日本，当市场恐慌的声音逐渐增强的时候，软银公司与光通信国际公司（Hikari Tsushin）的股价快速下跌，几乎天天触及交易跌停板。许多股票价格从最高点下跌超过了95%。顺便提一下，在2000年8月，你可以用大约每股1美元的价格购买网络全球公司的股票。此时，该公司的股票价格与不到两年前的始发价格相比下跌了几乎90%，与其最高点相比则下跌了接近99%。

互联网泡沫包含了标准经济周期理论的多个因素。首先，它是前一次周期之后10年达到的资本支出周期顶峰（朱格拉）。它是由新的科技创新（斯皮索夫）和创新蜂聚（熊彼特）触发的，对真实经济周期（基

德兰德、普雷斯科特)的理论观点也是有利的。它也呈现出太阳黑子的形式(杰文斯),因为人们坚信市场会立即变得庞大而使其更快成长。存货周期的形式也出现了,因为公司为了满足需求而增加了库存(梅茨勒)。抢抓市场份额造成了虚假的定价能力,导致了严重的过度投资(穆勒)。我们不妨再次引用约翰·斯图尔特·穆勒在1826年写的《纸币与商业困境》中的一段话:

每一个期盼走在自己全部竞争对手之前的商人,会向市场供给他认为市场起飞时自己所能获得的最大份额,这没有反映出其他对手的供给,而其他人的行为也像他这样,并且他们都没有预估到价格的下跌,因为一旦供给方的增加供给进入市场,就一定会发生价格的下跌。这样一来,短缺很快就变成了过剩。

货币状况也扮演了一个角色,由于利率上升得太慢(罗伯逊),由于金融投资的回报在一段时间内远远超过了利率水平,自然利率远远高于实际利率(魏克塞尔)。尽管很难把过度投资从消费不足中区分开来,但我们可以看一下后者。虽然数额巨大的纸币财富生产出来了,但只是分布在相对少量的企业家与投资者中间。这些财富的绝大部分被储蓄起来或者用于投资,而并没有花在最终产品上,因此需求跟不上供给(霍布森)。

在最后阶段,繁荣导致了严重的瓶颈与资本短缺,特别是当雇员要求一个更高的回报组合(熊彼特),而资金供给者也已经达到了极限(巴拉诺夫斯基、霍特里)时。而且,在最后阶段,自由资本的流动推高了利率,这使投资的利润减少而且资本更加稀缺(卡塞尔)。一旦趋势最终逆转,上述大部分因素的作用也颠倒过来。另外,大量开辟新业务的人员被解雇,或者看到自己的纸币财富也消失不见了,这就导致在产能刚刚达到顶峰时出现了需求的减少(卡钦斯与福斯特)。

再就是金融市场问题。上涨的股价吸引了大量的投机者,这些人把股价一步一步推向更高——因为有情绪加速器的作用(马歇尔、庇古)。很显然,存在很多的动物精神(凯恩斯),而且上涨的资产价格造成了抵押物价值的增加,于是货币流通速度也在加快(冯·米塞斯、冯·哈耶克、熊彼特、明斯基、金德尔伯格)。上涨的资产价格也刺激了抵押效应,高资产价值催生更多生意,这又对资产价格有好处(伯南克、格特勒与吉尔克里斯特)。当然还存在情绪加速器明显很强的情形,因

为趋势在自我增强（特沃斯基、卡尼曼、席勒、塞勒、斯塔特曼）。

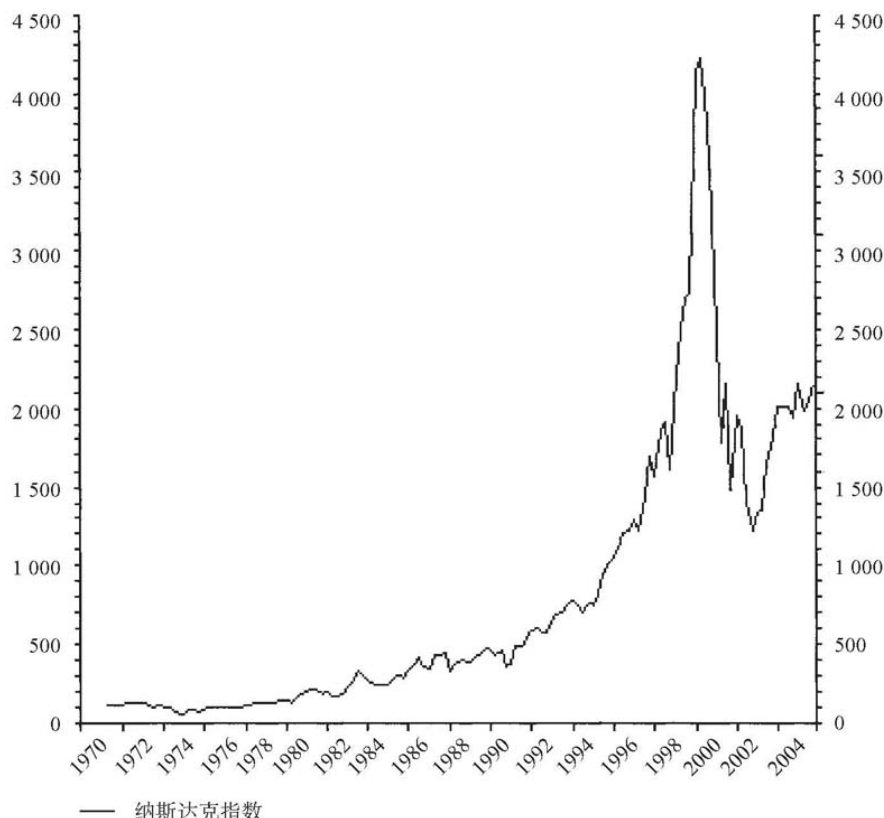


图18-1 1970~2005年的纳斯达克指数。该指数在出现惊人的崩溃之前，从1990年到2000年的10年间上涨了大约1000%。

互联网泡沫告诉我们最主要的是，新古典经济学者在计算机中模型化的理性世界，实际上并不总像人们认为的那样有效运转，虽然互联网加强了这个世界的模型化。在此不妨引用阿尔伯特·爱因斯坦曾经说过的一句名言来提醒一下我们的学术界：“一切事都应该尽可能地简单，但不要过于简单。”

[1] 一般指在进行交易时跳过所有中间人而直接在供需双方间进行。——编者注

BUSINESS CYCLES

第四篇

经济周期的精髓

第19章 理论与现实的背离

波士顿是个非常宜居的地方。它位于纽约北面，距离不算太远。这里的港湾秀美，海滩舒适，绿荫环围，老城中心保存得十分完好，夜生活也富有激情。波士顿还因云集的学术机构而闻名于世，其中的剑桥大学城、哈佛大学和麻省理工学院这3家机构，在第二次世界大战之后崛起成为新的经济周期理论研究中心。

五花八门的周期学说

他们研究经济周期的新方法可以追溯到约300年前的争论，这似乎走过了一个完整的轮回。一开始，所有人都假设每一次经济危机都由特定的冲击或者政策错误所造成，而后（朱格拉之后）的观念则是将危机看成经济运行的内在构成部分。我们已经了解到经济学家是如何发展出包含多种解释因素的周期理论的，这些解释因素包括创新、储蓄与投资的总量不平衡、某些部门投资比例的失衡、存货的累积与清理、企业成本结构的变化、虚假的定价能力、债务紧缩、货币的内在不稳定性等。后来人们根据这些因素把经济周期理论加以分门别类，于是有了像“消费不足”、“过度储蓄”、“货币”与“债务紧缩”等多种不同的学说，但许多学说并不能简单归类，因为在用某种因素解释经济周期现象时，还存在其他不同因素的影响。最终就变成了鸡与蛋孰先孰后的问题，实际上我们并不知道哪一个在前。

早期的经济学家一般假定，在危机期间如果不进行干预，而任由经济自主运行，那么在所有情况下经济都会回到增长的路径上。有些人走得更远，他们认为干预不仅不得要领，而且完全没有必要，他们宣称只要保持平衡预算和低通货膨胀率就可以了。维持宽松的环境人们就会有信心，投资与消费很快也会恢复到高位。还有一些人走得更远，一些奥地利经济学家倾向于认为周期不仅不可避免，可以自我纠正，甚至还有利于经济发展。例如，熊彼特相信周期是驱动创造性毁灭和经济增长以及复兴的关键力量。因此，20世纪30年代大萧条的中期，他在哈佛大学的课堂上这样说：

“先生们，为萧条担忧，这大可不必。对于资本主义来说，萧条

是一种很好的清醒剂。”

然而，正是这次大萧条使许多人相信，在某些条件下，经济的确会陷入停滞与高失业并存的状态。这就是著名的凯恩斯主义。其所关注的焦点是由利润、投资、信贷以及其他变量的波动所造成的内在不稳定性。凯恩斯主义不仅描述市场是如何失灵的，而且还建议政府应该如何进行政策干预，从而把经济带出萧条。

20世纪50年代，凯恩斯主义的研究方法完全占据了主导地位，它成为剑桥大学的核心课程，在哈佛大学与麻省理工学院以及其他许多地方也是一样。其中一位最有影响力的倡导者是来自麻省理工学院的萨缪尔森，他最畅销的著作《经济学》从1948年以来就是全球成千上万学生的必读书目，事实上，这本书已经销售了几百万册。萨缪尔森不仅是写作教科书的高手、经济学的领军人物和著名教授，他甚至还成为肯尼迪总统的顾问，并且与罗伯特·索洛一起获得了诺贝尔奖。

理论之争

《新闻周刊》杂志曾经作过一个精彩的策划，由萨缪尔森和他的主要对手米尔顿·弗里德曼一起撰写专栏文章，讨论彼此相互矛盾的观点。由此萨缪尔森的名气更大了，因为弗里德曼是经济学竞技场中下一个流行学派——货币主义学派的当仁不让的代表人物。有趣的是，弗里德曼似乎成了整场争论的赢家，因为20世纪70年代所发生的事情表明通货膨胀与失业相互替代的假设是一个误导。当卢卡斯（曾是萨缪尔森的学生）发表其著名的理性预期著作的时候，弗里德曼阵营的力量得到了进一步加强。卢卡斯的著作说明财政刺激会很快导致通货膨胀而非经济增长。此后，就不再是萨缪尔森与弗里德曼两个人之间的争论了，而成了萨缪尔森与索洛、弗里德曼与卢卡斯之间的争论。

经济周期模拟中的理性预期

罗伯特·E·卢卡斯在其1981年的著作《经济周期研究》中提出，用于模型中的预期应该是理性的。这个理性与均衡的假设是对亚当·斯密所提出的核心原则的真正扩展。受到如此之多经济学家赞同的其中一个理由是它让制作理论模型变得更加容易。经济模型假设所有人都理性地倾向于稳定均衡状态。今天，这类模型叫作“新古典经济学”（马克思引入了“古典”这个术语来描述亚当·斯密及其后继

者)。

几乎所有的当代经济周期模型都含有涉及预期的方程。通过让理论上的“代理人”对未来和模型具有相同的预期，就可以把理性预期这个概念引入模型之中。

然而，这场争论的轮廓并不十分清晰。在萨缪尔森继续用典型的凯恩斯主义解释宏观经济现象的同时，他也在给学生们讲授卢卡斯所倡导的带有理性行为特征的微观数学模型。而卢卡斯本人也并没有宣称现实中的人们是完全理性的，或者政府应该毫无作为。他同意另一阵营有关政府至少可以扮演某个有限角色的观点。这是一个新时代的开始，更多的经济学家既接受凯恩斯的某些观点，也接受弗里德曼的某些观点，凯恩斯主义逐渐演变成了重新定义的“新凯恩斯经济学”，货币主义也发展成为“新货币经济学”。

新货币经济学

新货币经济学的研究方法更多的关注微观层面的新发展。例如，经济学家们会研究那些改变有效货币供给或者货币流通速度的货币新发现。许多这类变化并没有体现在货币供给官方统计之中，但不管怎样，这类变化具有重要的影响。另一个主要的流派，新凯恩斯经济学，在20世纪70年代也得到了发展，该派主要研究以下方面的问题：

- 因为存在垄断、管制等因素，所以竞争是不完全的。

- 有时工资会固定在太高的水平上（因为工会），因而不能实现充分就业。

- 市场过于稀薄而不能出清。

- 由于非理性的恐惧或者贪婪（“动物精神”），市场有时也不能出清。

- 由于太阳黑子现象，市场行为（主要在金融市场）会变得非理性。

- 经济中某些部门（特别是在高科技产业）的投资具有报酬递增的特点，将抑制竞争。

新凯恩斯经济学

新凯恩斯经济学以卢卡斯的理性预期模型为基础，出发点是个体的效用与利润最大化，而不是总量行为。换句话说，其基础是微观经济学的假设，其理论模型假设一个低于充分就业的经济能够通过以下若干渠道达到充分就业的状态：

·内在的市场动态学能够使工资下降，在这个工资水平上，有更多企业愿意雇用更多人员，而产品的价格也会下降，从而使人们有能力购买更多商品（典型的古典假设）。

·干预，或者通过公共开支，或者通过货币扩张，这两种途径都可以创造充分就业。

新凯恩斯经济学并没有宣称哪种结果总是比其他更有效率，它们都取决于给定状态下的劳动力市场弹性。然而，对于一种分析方法上的新发展，凯恩斯主义的变化就像货币主义一样，是显而易见的。凯恩斯与弗里德曼对经济的分析主要是“自上而下”，但是卢卡斯、新凯恩斯经济学派和新货币经济学则更多地采取了自下而上的分析方法。

宏观与微观的对立与融合

自上而下意味着宏观。宏观经济学家努力关注重要的大事件，而忽略其他更多的细节，其研究方法的基础是对总量现象提出假设。另一个阵营是所谓的“微观经济学家”，他们关注个体有什么样的行为，而后将这些个体行为加总得到大致的总体模型。这个阵营被称为“新古典”学派。许多新古典微观经济学家都使用一种特殊的语言，许多句子的开头都采用了“让……”这种格式。这类句子的典型用法是引入一系列简化的假设，这些假设就算不够耸人听闻，也是相当不现实的。例如，在假设中可能会包含这样一些陈述：存在完全竞争，每个人都有完美的知识储备，劳动力市场完全可变，充满欲望的市场，品位与技术没有变化等。

这两个阵营之间的差异不仅体现在方法论的选择上，还表现在所关注的焦点上。宏观经济学家通常关注经济的障碍方面，而新古典经济学家则着重描述经济是如何实现平衡的。他们所关注的焦点的差异，并不是因为一个阵营是由悲观主义者组成，而另一个阵营是由乐观主义者组成，出现这种差异的原因在于其分析方法的内在问题：

·宏观经济学家所使用的模型不必假设存在任何内在的均衡。

·微观经济学家所使用的则是一般均衡模型（该模型假设理性预期和内在均衡）。这些模型与宏观经济学家模型相比通常具有更加精美的形式，而且弹性更大。然而，必要的基础假设也限制了模型的最终结果，大大减弱了与之相关的实用性。

然而，这两个阵营也不会一直保持分离状态。有越来越多的经济学家开始向另一个阵营借鉴好的理论元素。例如，越来越多的传统宏观经济学家改变了他们的风格，他们仍然继续关注经济中的障碍问题，但也开始运用微观经济模型来进行模拟分析。微观经济学家则开始接受人类并非完全理性的概念，他们开始在模型中纳入正向反馈，尽管这样减少了稳定性，但其结果却更加具有实际意义。

4种经济周期模型

在波士顿（以及其他地方）的领先学术机构工作的经济学家们，曾经亲眼目睹了经济学的关注焦点从一个学派到另一个学派再到下一个学派的不断改变，他们也看到了某些学派的支持者如何采用来自竞争阵营的最好的分析方法，他们还目睹了合理可信的经济周期模型的适用范围是如何一步一步扩大的。

在这个新千年到来之际，他们面临着经济周期模型按照4个主要维度进行分类的图景：

·周期：内生性模型假设不稳定性是由经济系统的非线性规律造成的。

·涟漪：外生性模型假设不稳定性来自于外部的冲击。

·可预测：决定论模型假设经济行为相对可预测，而且是有序的。

·混沌：随机模型假设行为是相对复杂的，而且是不可预测的。

然而，所有上述模型都在趋向于一些共同的假设：

·更多地关注总供给，以及决定与影响总供给的因素。

·假设市场充分竞争，而且倾向于出清。

·假设理性预期。

就所关注的焦点而言，也曾存在一个从内部不稳定性向外部冲击的转变。有若干理由可以说明这一点。其中一个很简单，就是为了数学上的便利：对内在的不稳定性加以模型化意味着要运用非线性方程，而建立在外部冲击基础上的模型则可以是线性的，因此处理起来要相对容易一些。另一个理由是对资本主义经济信念的提升，即相信资本主义经济已经更加接近稳定均衡的结构。

然而，每一类模型都有其自身的优点与局限性。内生性、决定论模型（可预测周期）很有吸引力，因为这类模型能够产生让人满意的解决周期的方案，具有不对称性、不可逆转性和不连续性——这些意味着从模型得出的结果看起来颇似现实世界。此外，这类模型可以建立在经济持久性结构的相对现实的假设基础之上。然而，这类模型存在的问题是，其所产生的行为通常仅仅在相对较短的时期内可以被预测，而蝴蝶效应往往会掩藏更加长期的行为。

表19-1 经济周期模型化的不同方法概览

“可预测”（决定性模型假设经济行为相对可预测）	可预测的周期 这类模型描述了内在非线性引发波动的经济系统。一些模型显示出规则性波动（这是不现实的），另外一些模型则显示出混沌运动，还有一些处于上述两者之间。大多数古典与新古典模型都属于这一类。	可预测的涟漪 这组模型假设经济受到某种可预测形式的外部冲击，这些冲击造成了经济周期。杰文斯的太阳黑子理论假设外部因素（太阳黑子）有规律的变化能够驱动经济，是这类模型的第一个。政治周期模型也可以归属这一类。
“混沌”（随机模型假设经济行为相对复杂，而且不可预测）	不可预测的周期 这组包括假设理性预期与均衡的模型。但是，他们假设存在多个可能的均衡，因而很难或者不可能预测在若干潜在的均衡中，经济发展会达到哪一个。此外，模型假设从一个均衡变动到另一个均衡是由随机事件触发的。这类事件可以触发一般（理性）预期的改变，于是变成了自我实现（如杰文斯的太阳黑子）。这类理论倾向于关注金融的不稳定性，将其视为引发经济周期的一个主要原因。	不可预测的涟漪 20 世纪 80 年代，关注于外部冲击与不可预测性的模型占据主流。他们假设经济固有一种稳定均衡（新古典方法），仅当经济连续受外部冲击（“摇摆木马与木棒”的观点）影响的情况下才会发生经济周期。这类真实经济周期模型显示了经济的动态行为，其波动的幅度主要取决于冲击的规模与频率，周期性事件的持续时间与顺序则取决于传播机制的内在性质。冲击可能是随机性的，也可能是序列相关的（像战争、狂热、习俗、技术、政策的变化），但它们是不规则的，而且无论如何都预测不了。

随机内生性模型（不可预测周期）也具有某些相同的优点与局限性。这类模型描述了凯恩斯所说的经济落入陷阱的某些现象。奥默罗德在其1994年的著作《经济学之死》中谈到这类模型时说：

经济可能存在许多沟壑，以至于一旦迅速滑入其中，就再也出不来了。在过去的十多年以来，经济理论家对这种可能的状况表示了很大的关切。它的含义是，描述竞争性经济的方程不只有一个解。换句话说，经济并不只有一种均衡，而是存在着多种均衡。

而后，他又继续写道：

如果竞争性经济方程只有唯一解，就可以在这个框架内分析巨变出现的原因，因为经济最终总能找到唯一的均衡点。但是，在方程存在多种解的情况下，就只能分析说明在某个特定解的位置上发生的小变化。不然经济可能不会滑回其初始的深坑之中，而是到某个区域内的另一个位置上，从这个位置上会进入完全不同的深坑。

决定论、外生性模型（可以预测涟漪）是所有模型中问题最大的。几乎没有经济学家相信这类模型所描述的根本不是边际现象。

最后，随机外生性模型（不可预测涟漪）很精美，因为这类模型设法维持均衡的存在。然而，由于这类模型看起来很不现实，所以也没有被广泛地接受（尽管如此，我们应该注意到，如果有的话，也是极少数的经济周期理论的真正支持者确实声称用技术冲击能够解释所有波动。例如，普雷斯科特声称他们对战后时期超过一多半的波动进行了解释，最佳估计比率接近75%）。

脱离现实的理论

经济学家总是被取笑的对象，但是如今他们自己也开始表达出越来越多的挫折感。一个很大的问题是这些经济模型距离现实太遥远。例如，众所周知的约翰·希克斯勋爵，由于在一般均衡理论上的卓越贡献而获得了诺贝尔奖，后来他却放弃了自己的大部分观点，原因很简单，因为他发现这些东西是不现实的。在第二次世界大战之后，曾经对理论作出贡献的经济学家当中，即便不是绝大多数，也有相当多的人主要关心的是理论上的可能性，而不是造成经济周期的实际原因。一般而言，对于这些理论构成部分之间是如何相互适应以及理论如何与现实世界的事件相互匹配则关注得太少——如果它们的确是完全相互匹配的话。每个模型通常都在研究一些被孤立处理的现象，因此也就无法评估其是否切合实际。这好似一个密林，外面的旁观者看不清，但是在所有这些讨论

的背后，实际上比旁观者所认为的更具有一致性。几乎任何一位经济学家都会同意，尽管问题复杂，经济周期还是存在的，而且使其得以运转的某种系统也存在。在下一章，我们将进行一次想象之旅去探究这其中的两个原因。

第20章 亚当·斯密的3个问题

设想一下这样的情景：多年以后，亚当·斯密在天堂召集一次会议。斯密认为，从他以来，人们对经济周期的理解已经取得了很大进展，因此把各个时期最优秀的经济学家召集起来进行一次午餐讨论，将是非常有意义的。

屋子里坐满了经济学家，斯密站起来刚宣布会议开始，人们便开始鼓掌。掌声越来越激烈，感染了在场的每个人，大家全都在有节奏的鼓掌，而且还有人跺着脚喝彩。亚当·斯密这个人太有名了。

“嗯，非常感谢大家，”斯密边说边理着一沓写好的备忘录，“先生们，我把你们召集起来开这个会有两个原因。首先，你们是经济学领域中的优秀分子，你们是英雄。其次，我们所有人都在研究经济不稳定性的问题。这次会议的目的就是为了回答两个基本问题，然后，对我们所思考的经济周期问题的实质作一个惯例性的总结。”

他转身在演示板上写下：

经济周期问题难道不是一个难以理清的毛线团吗？

“一个毛线团？”一位德国经济学家对边上的人耳语道，“怪不得我的书会流传得如此久远！”“……并且如此令人费解！”另一位补充道。斯密又看了看他的备忘录。

“我要向大家介绍一下这个被称之为毛线团的问题。穆勒和马歇尔说价格上涨会让人们购买增多，而不是减少。这些是正向反馈环的例子。恩纳森的船舶建造周期是回声反应，熊彼特的企业家群集就像瀑布一样，凯恩斯的流动性陷阱则包含了除抑制器，而且这些理论几乎都包含了时滞因素。就拿加速数来说吧，涉及如此多的部门，如此多的现象，看起来确实像一个难以理清的毛线团。在这方面不是特别专业的人士该如何理解呢？因此，我要提出的第一个问题就是，在座的各位有谁能有办法向大街上的普通百姓解释清楚经济周期呢？我这里说的不是去描述，而是要作出解释。”

全场顿时鸦雀无声。“来吧”，斯密又说道，“我想有人一定能够用简单、直觉的方法作出解释。”全场还是一片寂静。然而，终于有一个人站出来说道：“我有时把经济周期看成与共振相类似的问题。在成为经济学家之前，我是一名工程师，因此我懂得火车的共振问题。这里有许多正在运动的部件，而且这些部件都有发生振动的倾向，汽车也是这样。我认为经济周期就和共振问题非常相似，它都快要把火车设计师或汽车设计师逼疯了。”

“这个方法非常有趣，”斯密赞赏地说道，“请继续。”

“好的，我可以把它们的相似点说得更加详细一点儿。比如，我们有三个方法可以解决汽车的共振问题。第一个方法是除掉不稳定性的根源。例如，如果是挡风玻璃造成了不稳定性，那么就改变它的设计，直到问题消除为止。在经济学上，这就类似于除掉自动工资指数化这种正向反馈过程。对付共振问题的第二个方法是制造反向波。我认为这正是凯恩斯以及其他消费不足理论家所提出的意见。第三个方法是围绕振动源，例如，在轮子的周边与引擎周围安装冲击吸收装置。对失业者进行转移支付就属于这一类。而且，货币主义者关于货币供给稳定化原则也是如此。货币政策要达到理想的结果，只要让纽科姆数量方程式的左边保持固定的增长速度，其右边也就稳定了。”

亚当·斯密再一次站了起来，“谢谢你，这个解释真的很不错。走在大街上的每个人，即使可能不了解实际所要表达的意思，也应该熟悉共振这个现象。因此，我们来看下一个问题。”

他又转身在白板上写下：

为什么经济周期中的经济现象都出现一些明显的波动？

“经济肯定比任何简单的机械都要复杂得多。让我们想象一下，把现代许许多多的各种机器黏合在一起——从最小的电动牙刷，到汽车、火车以及喷气发动机——变成一个嗡嗡作响的巨大圆球。经济又是什么样子呢？许多人每时每刻都在做出货币决策，有许多产品与服务，还有数百个部门和数千个次级部门。当中的每一个元素会不会创造与他们自身频率一致的共振呢？我们如何获得这个巨大而缓慢的总体共振呢？这实际上正是我们在观察的。”

“我可以回答吗？”有一位代表说。斯密点了点头。

“谢谢。大家还记得上午会议开始时我们鼓掌的情形吗？一开始，每个人按照他们自己的快节奏独立拍掌。但是，过了一会儿，我们从快节奏、不连贯的拍掌转变成了更慢且同步的节奏。虽然没有任何人引导我们这样做，但不管怎样我们的确这样做了。这种现象叫作锁模。当许多无关联的过程自发的锁定彼此的节奏并创造出一个很强的加总运动时，就发生了锁模现象。举一个例子：如果你把两把机械锁并排挂在墙上，由于通过墙壁传递过来的很小力量的冲动，就会使它们同时发生振动。假设经济中存在大量能够影响不稳定性的过程，如果没有这种强有力的现象，那么，最后就只能得到类似于随机噪音的结果。正是由于存在锁模现象，繁荣可以从一个部门溢出到多个部门，比如供给创造需求，经济活动创造货币，而货币又创造供给。”

“但是存在的周期不止一个……”斯密说道。

“是的，因为周期过程自身能够适应锁模过程，但这仅仅在一定限度之内。因此，如果一些频率振动非常慢，而另外一些频率振动较快，就出现了集群现象，这些现象造成了几个周期同时发生。节奏慢的现象通常与带有大量商业摩擦的经济活动有关，像计划、融资等活动往往需要花费几年的时间。”

“我认为，这样的总结与解释非常好，”斯密答道。“它也为我们研究下一个问题搭建了布景。下面请大家吃午餐。但是，我还是要请各位在休息的时间能够坐在一起讨论，并共同阐释经济周期在实践中如何表现。”

他再一次转身在演示板上写下：

经济周期在实践中最重要的表现是什么？

人们一边享用着午餐，一边谈论着经济周期以及其他话题。不过，有些桌的讨论非常热烈。喝完咖啡之后，亚当·斯密站起来说道，“作为这次午餐聚会的一个正式内容，哪位愿意发言？”

“我来吧，”有人回应道，“我就直奔主题了，接着午餐之前讨论的话题，也就是造成周期的集群现象。好的，我们认为有三种主要的集群现

象。”这时斯密在一旁问道，“这些是……？”

“第一个是存货。它主要造成了所谓的基钦周期，我们优秀的同事曾经将其时长描述成3~5年。现在我们认为最好假设其时长为4.5年。第二个集群现象是资本支出。它似乎造成了所谓的朱格拉周期，平均时长大约为9年。第三个是财产，它导致了库兹涅茨周期，这种周期平均时长约为18年。我们这里所说的财产包含资产价格与建造两个方面的含义。

“接下来我们要考察的是这三种周期的联合运动。由于锁模，不同周期的转折点存在着趋于一致的可能。例如，它们可能以这样的方式锁定，即每两个基钦周期的低谷与朱格拉周期的低谷相一致，每四个基钦周期的低谷与库兹涅茨周期的低谷相一致。这种情况可能会很严重，而且会导致经济萧条以及凯恩斯所说的流动性陷阱，除非中央银行或政府进行及时而适当的干预。1825~1830年、1873~1878年、1929~1938年、1974~1975年、1990~1991年就曾经发生过这种情形。

“我们最后来考察一下关于刚才所说内容的可靠性。基钦周期的时长为4.5年。其他周期则各有不同，而且实际上没有一个能够按照其严格的定义是周期性的，即使是其时长也在很大程度上取决于传播机制，这种传播机制并不会随着时间的流逝而发生很大变化。”

“那么康德拉季耶夫周期呢？”斯密问道。

“我们对此提出了几点看法。首先，俄罗斯同行在其不同而出色的研究中所衡量的基本是通货膨胀，而并不是必然的总体商业活动。

“其次，我们认为，在数学专家认可此类现象已获得可靠的统计样本之前，大约还需要进行约10次观察——时间会超过500年。这个时点大约要延伸到2300年。

“此外，20世纪70年代中期之后，这种周期的表现似乎不再符合预期。按照模型，20世纪90年代应该是非常脆弱的时期，但实际上出现了所谓的‘金发女孩经济’^[1]。尽管这种童话式的经济在2000~2002年被打断，但随后在新兴市场的驱动下经济又出现了一轮巨大的增长浪潮。这是该理论根本没有预测到的。

“然而，最为重要的批评则是我们看不到任何坚实的理论可以作支

持。大家认为能够解释第一个康德拉季耶夫周期现象的，实际上似乎是各种孤立的技术创新，如蒸汽机与纺纱厂、计算机与互联网的发展，或者是政治变化，如柏林墙的倒塌等事件。我们很难看出这类事件是由某些周期性现象造成的。例如，我们考虑一下，哪一种周期性现象导致蒂姆·伯纳斯-李发明互联网协议呢？这类现象似乎更应该被看成是独立的外部冲击。”

“这样看来康德拉季耶夫周期是不存在的？”斯密问道。

“不，我们多数人并不这样认为。但是经济中存在另外的力量。所有的扩张能够连续几个月释放出活力，其原因还不清楚，而收缩也能够经济恢复之前使其出现短暂的停止。这类现象通常称为‘松软’或‘强硬’地带。我们认为这种小的振动要么是对外部冲击的反应，要么是我们尚未充分了解的更为细小的集群现象造成的周期性行为。”

亚当·斯密再一次从椅子上站起身说道，“非常谢谢大家。我确信你们每个人都会得出自己的结论，但对于我来说，有一点非常重要：我认为人类在探究经济周期方面已经走得很远了，但是我们还要认识到，即使最优秀的专家对处于周期性背景下的经济运行提出合理建议时，他们也从来不会有什么绝对的把握。因此，研究经济周期这个现象总会具有挑战性，无论你是一位商业经理、金融投资者、企业家或者是财政大臣。”

“中央银行家也一样，”人群中有人咧嘴笑着喊道。

“哦，对了，”斯密答道，“中央银行家，的确是这样。他们的任务或许是最为艰巨的。”

[1] Goldilocks economy，20世纪90年代中期出现的一个名词，是华尔街借用《格林童话》中一个小女孩在3只熊家里的故事，来描述美国经济处于既不太冷，又不过热，而是刚刚好的状态。——译者注

第21章 周期的主要驱动力

我们看到，大多数早期的经济学家都具有较为丰富的实务经验，劳、坎蒂隆、桑顿、李嘉图、霍特里和卡钦斯都是银行家，萨伊与帕累托是工商界的实业家，纽科姆是天文学家，穆勒曾经在东印度公司里任职，魁奈和朱格拉两个人都做过医生，熊彼特担任过埃及一家精炼厂的经理和奥地利财政部部长，至于凯恩斯，要列出他的工作经历那就太长了。这些成就辉煌的思想者都曾经致力于探索和理解现实世界，而许多后来的科学家似乎常常只知道迷恋数学分析的精妙。结果使有失偏颇的理论大量充斥，却几乎没有人去关注这些理论所依存的背景。经济学家华西里·列昂惕夫就曾经抱怨说，在20世纪70年代《美国经济评论》杂志所发表的文章中，虽然一半以上的文章都包含数学模型，却没有运用任何数据。

制造货币的机器

当然，与数学方程不同，运用数据的问题一般在于数据难以掌控，很难不招致批评。不过，我们现在可以设法通过某些情况来加以理解。这里不妨做一个假设性试验，即把全球经济看成是一台运转的经济机器。这台机器看上去并不像你所佩戴的腕表那样闪亮，甚至也不像汽车引擎那样平稳地轰鸣。这台机器比较特别，它是一个体积庞大、摇摇晃晃、轰隆作响的家伙，看起来有点像查尔斯·巴贝奇的巨型蒸汽计算机——这是一台来自查尔斯·狄更斯那个时代的巨大机器，装有活塞、齿轮，还有当蒸汽充满气缸时能够将重物上下传动的连杆。现在再想象一下，当这台机器开始运转的时候，地面就会发生颤动，因为机器中5个巨大的活塞上下运动的速度是不同的。偶尔，这些活塞同时到达最低点的位置，就会产生足够大的撞击力量，造成地板的破裂，而且也会让你的胃感到不舒服。

如果这台机器可以用来象征经济，我们就可以给这5个活塞分别命名。根据我们对经济周期理论的探索，这些活塞的名称分别是“货币”、“资产”、“房地产建造”、“资本性支出”和“存货”。我们把第一个称为“货币因素”，而把其余称为“经济因素”，并且把前者看成是为经济提供蒸汽，后者则是将这种蒸汽转化成实际的活动（参见表21-1）。

表21-1 造成经济周期的5个主要因素

货币方面的周期驱动力	经济方面的周期驱动力
• 利息支付	• 资产价格 • 房地产建造 • 资本性支出 • 存货

然而，实际货币的范畴又是什么？这些现象在现实中各自对经济周期的影响能有多大呢？实际上，这是一个很难回答的问题——一是因为在这些因素当中，每一个因素都会受到其余因素的干扰；二是因为我们已经闯进了经济统计的云山雾罩之中来寻找答案。尽管如此，我们在这一章仍然会努力寻求问题的答案，需要记住的是，我们在这里所发掘出来的每一个数字都是那些特别聪慧的人论证过的。还应该了解的是，我们很难把这5个因素的作用完全清楚地分开，也就是说我们接下来的讨论无论如何都不可能是完全精确的。但是，我们所能做的是获得一种非常基本的辨别各种因素轻重缓急的能力，这一点实际上也正是我们的全部目的。

为此，我们继续进行分析。首先，需要挑选一个相当正常的样本年。在这里我们选择了2004年（尽管1994年也是一样的）。2004年既不处于泡沫的巅峰，也不处于失望和沮丧情绪的低谷。这是相当平庸的一年，因此非常适合我们的研究目的。

第一个数字出现了：根据世界银行采用“阿特拉斯”方法所作的估计，2004年全部的理发服务、汽车产品以及其他所有的产品与服务加总起来达到了41万亿美元。这也就相当于GDP（国内生产总值）为41万亿美元，它也是用纽科姆方程式 $MV = PQ$ 的右边来计量的。虽然这样一个庞大的数字对任何人都没有意义，但是，对于今后的很多分析都需要有这样的数字，比如资产价格分析等。

利息支付

利息支付是货币环境的一个重要表征，但所支付利息的总体数字也是最难统计的。因此，我们不得不采用单个国家在某个时点上的数据，查看某个国家的国民收入报表，然后把个人、公司与政府三部分的数字进行加总。这些数据在不同的国家之间实际上差别非常大，这取决于一国的政府财政状况、社会繁荣状况、信用文化与制度，以及合适的利率

水平，但从各国平均水平来看，该项约占其GDP的3.6%~5%。利息支付的增加将会带来利息收入的增加，因此，我们不能机械地估计利率发生变化对封闭的经济具有什么样的意义。其更大的效果在于增加储蓄，由此减少消费与投资，而这当然会造成经济增长的放慢。

这是第一个数字的有关情况，现在再看第二个关键的驱动力，也就是资产价格。

资产可以分为固定价格资产和可变价格资产，前者如现金、银行账户等，后者如房产与股票等。我们这里感兴趣的是具有可变价格的资产部分，而且这里所指的是总额，而非其减去债务之后的净额。根据UBS（瑞银集团）的估计，2004年发达国家的住宅房产价值大约为70万亿美元。我们就将其算为60万亿~80万亿美元，再加上发展中国家的住宅房地产价值（缺乏很好的记载）大约为15万亿~20万亿美元。此外还有全球可投资的5万亿美元商用房地产价值，以及另外10万亿~20万亿美元私人紧密持有的房产。

虽然对股票市场的规模有多种不同的估计，但它们几乎都来自于《国际货币基金组织2005年金融统计报告》所给出的数字，2004年的这个数字大约为37万亿美元，我们据此可以将其估算为35万亿~40万亿美元。这份报告还估计了2004年债券市场的价值为58万亿美元，而此前一年的债券市场价值为52万亿美元。美林公司在其《2004年世界债券市场的规模与结构》报告中估计，截至2003年年底，世界债券市场规模大约为45万亿美元，这个数字在麦肯锡全球机构的一份报告中得到了很大程度的印证，这份报告名为《118万亿美元及其计算：纳入世界资本市场中的股票》，报告中的数据也是截至2003年年底，只是比美林公司估计的数字少了2万亿美元。我们在此不妨假设2004年世界债券市场的规模为45万亿~55万亿美元。部分债券正处于为房地产融资的过程，但这并无妨碍，因为我们要估计的是可变价格资产的总额，而不是净额。然而，其中肯定也会存在一些双重计算的问题，因为有一些上市公司持有其他上市公司的债券、股票，尤其是持有房产。这部分估计要剔除2万亿~5万亿美元，我们最终得出全球可变价格资产的总额估计为170万亿~220万亿美元。

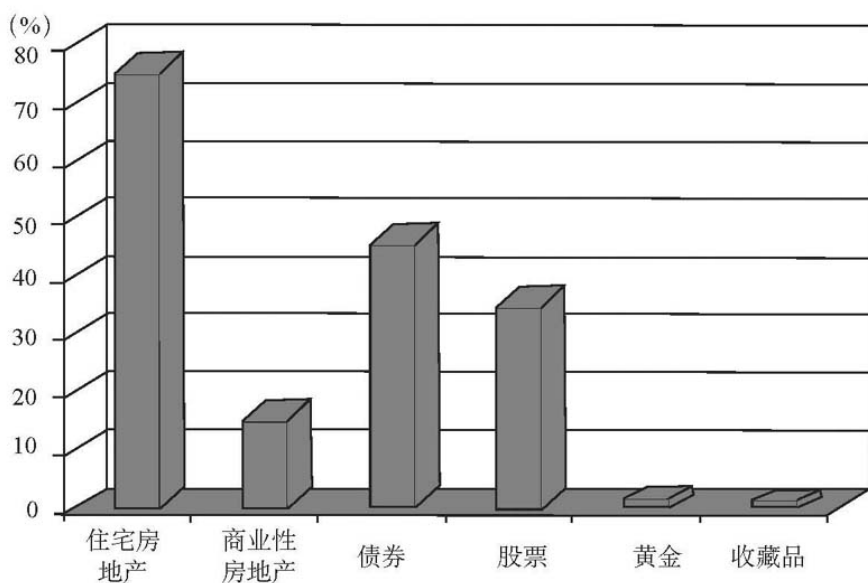
但是，还有其他形式的资产：地面黄金的总量大约为1.6万亿~2.0万亿美元，而且还有各种各样的收藏品，等等。表21-2显示了这个样本年的最终估计结果。

表21-2 全球2004年可变价格资产估计

(单位：万亿美元)

住宅房地产（经合组织国家）	60~80
住宅房地产（新兴市场国家）	15~25
商业性房地产	15~25
= 房地产总计	90~130
债券	45~55
股票	35~40
黄金	1.6~2.0
收藏品	0.3~0.6
全部可变价格资产总额	172~228
减去可能双重计算的上市公司资产	-2~8
剔除双重计算部分后的可变价格资产总额	170~220

表21-2中的资产价值总额的数字可以让我们得出这样的结论：全球可变价格资产的总额高达GDP的400%~500%。这里还应该注意到，这个数字是2004年的，如果我们选择具有较高通货膨胀率的年份，那么资产价格占GDP的比例就要低一些，而如果选择出现泡沫的年份，这个比例就会更高一些（1990年开始的时候，日本经济中的这个比例肯定非常高）。



注意到全球可变价格资产总额在多大程度上是建立在房地产基础上的，这一点很重要。典型的情况是，房地产大约占全部可变价格资产的一半。

资产价格倾向于在GDP下降之前出现下跌，并且在GDP开始下降之后还会持续下跌一段时间（我们将在本书第五篇更详细地讨论）。那么，资产价格变化对经济增长会有什么影响呢？这种影响有若干方面，但最为重要的是所谓的“财富效应”，这种效应是指当人们看到自己的财富增长时就会花费更多，反之亦然。那么，这种效应到底有多大呢？

对于财富效应如何产生影响，多数人认为这取决于人口分类和资产类别。这个问题比较复杂，甚至很有可能不是线性的，而且在牛市与熊市两种情形下也不是对称的，但是我们现在所需要的只是简单粗略地推测其数量级，而多数意见认为财富效应占总资产价值变化的4%。

对此不妨多作一点儿说明。设想一种繁荣的全球经济，资产价格突破了其正常的估值范围（GDP的400%~500%），而且在一段时间内上涨到了GDP的6倍。而后其调头向下跌了1/3，跌幅等于GDP的200%。这样大的损失对消费会有什么影响呢？如果我们接受了4%这个财富效应值，那就意味着GDP的实际增长将会损失 $200\% \times 4\% = 8\%$ 。用一个例子来说明这种影响：如果说GDP在4年中实际年均增长率只有2%，那么这种财富效应相当于造成了经济在4年时间里根本没有任何增长。但情况也可能比这还要糟糕。试想一下大萧条时期的市场情绪，当时的资产价值下跌了大约80%。或者再想一想日本在1990年之后的情况。资产缩水的财富效应的确需要经过一些时间才能慢慢消除。再计算一下：如果资产价格出现严重泡沫，上涨到GDP的700%，而后再下跌到GDP的200%，那么我们的资产价值的缩水量就等于GDP的500%，再和4%这个数字相乘就得到……希望这不是真的……如果是真的，我们将损失掉GDP的20%。计算结果就是这样，举例来说，如果经济的实际年均增长率为2%，前两年的增长被随后两年2%的负增长所抵消，之后紧接着又有大约6年时间是零增长，那么简单地说，这意味着经济有10年时间是零增长。

排名	年份	收盘点位	变动率 (%)
1	1931	77.90	-52.67
2	1907	58.75	-37.73
3	1930	164.58	-33.77
4	1920	71.95	-32.90
5	1937	120.85	-32.82
6	1914	54.58	-30.72
7	1974	616.24	-27.57
8	1903	49.11	-23.61
9	1932	59.93	-23.07
10	1917	74.38	-21.71

从这里所列出的股市下跌情况来看，股票市场下跌的财富效应可能是相当大的。

房地产建造

经济学中的一个现成术语叫“固定资本形成总额”，它包括以下内容：

- 建造资本形成
- 房屋
- 机器与设备资本形成
- 其他建筑物

这个总值在大多数发达经济体总量中约占1/5，其中的一部分是商业建筑市场总值与住宅建筑市场总值。2004年全球房屋建造市场总值（住宅建筑市场总值）约占GDP的9%，在欧洲这一比例为12%（我们应该注意到一点：在成熟市场上大约一半的建造活动都是重新装修）。中国的这一比例更低，仅为3%~4%，但增长速度非常快（就房地产市场总值占GDP的比例而言，富裕国家比贫穷国家要高）。因此，我们这里作个估计：全球在房屋建造上的支出大约占经济总量的9%，还有另外的2%~3%可能花费在商业性房地产建造上，加起来大约占GDP的11%——为了方便记忆，就将这一比例算作10%。这个市场正常情况下会容纳大约占劳动力总量5%~6%的人就业，但还间接涉及其他更多的人员，包括那些从事相关产品（水泥、钢铁、木料、铜等）开采与冶炼的

人员。

大约1/5的房地产建造活动通常是公开的，而且比较稳定，但其余部分则具有高度的周期性。如果房屋建造市场总值下降1/3，那么GDP将会减少至少3%，这个比例听起来似乎还不算太高，但我们应该知道它肯定与房地产价格的下跌是有联系的，价格下跌在财富效应的作用下又会把GDP另外削减掉一大块。

资本性支出

第四个主要的周期驱动力是资本性支出，这部分是指机器与设备方面的投资，而不是建筑方面的投资。在大多数经济体中，私人与公共部门的资本性支出合起来约占GDP的10%（但在快速成长的新兴市场中这个比例还要高得多）。这一块当中有一些是公共性质的，因而也是相当稳定的，但大多数还是私人性质的。

资本性支出通常与斯皮索夫和熊彼特所强调的某些新的核心创新有联系，而且每一次大的资本性消费浪潮都存在于某个独特的、领导性的产业部门。纺织机器、蒸汽机、钢船、铁路、电、汽车、飞机、化工以及其他许多产业领导了以往的历次繁荣，而且每一次又都出现了泡沫与崩溃的情形。不妨回想一下20世纪90年代在信息技术、通信与互联网方面疯狂的投资支出，而2000年3月以后这种投资又是如何突然停止的，我们并不能完全忘掉。资本性支出周期很显然被竞争性投资以及加速数现象放大了，加速数现象是产业为了扩张产能而自我订购。

这方面的影响有多大呢？假设资本性支出占GDP的10%，并且由于一次明显的经济衰退而下降了1/3，这大约相当于GDP的3%。同时股权财富损失与它也是有联系的。如果正常年份的股权价值约为GDP的90%（2004年股权价值是37万亿美元，而GDP是41万亿美元），那么我们假设其在巅峰时上涨到GDP的130%，而后随着资本性支出周期下跌到60%。这相当于资产价值下跌的部分等于GDP的70%。这个70%乘以4%的财富效应值将会使GDP减少2.8%，这很糟糕，但与房地产财富以相同的百分比下降所造成的破坏相比，还是不能等量齐观。

存货

经济中最后一个主要的波动因素是存货。实际上，存货总量的波动比最终需求量的波动要大得多。存货总量一般大约占GDP的6%，并且在

扩张时期的增加量约为GDP的3%，但是，它围绕这两个数字还会有较大的波动。之所以出现这种反复无常的变化，其中的一个原因在于存货包含的电视机、DVD、冰箱、空调与汽车等耐用品的数量是不成比例的，当人们对未来心存隐忧的时候，就会停止购买这些耐用品。在许多国家，有接近1/3的存货是汽车与汽车零部件（零部件也是耐用品，特别是德国制造的）。存货中啤酒与牛奶这类消费品并没有多少，因为这些物品从生产商到消费者的流转非常快。存货也不包括像理发与看牙医这样的服务，经济中这些部分极少表现出周期性。

存货周期会有多糟糕呢？举一个例子：如果存货订单减少了1/3，那么我们看到GDP大约将会损失2%。这虽然很不幸，但显然并不可怕，因为它通常不会被任何有意义的反向财富效应放大，情况正好相反。在存货单独开始调整的时候，资产价格可能出现下跌，但由于利率的下降，资产价格通常很快就会出现逆转。

规模是重要的

以下的高低顺序是在正常年份里平均水平经济的典型情况：

	约占 GDP 的百分比 (%)
金融方面的驱动力	
资产价值	400-500
资产价值变化的财富效应	4
利息支付	5
经济方面的驱动力	
房屋建造市场总值	10
资本性支出	10
存货	6

周期是不同的

大量的研究都把经济周期描述成好像是相同的。例如，许多研究对资产价格在整个经济周期中的波动情况进行实证，但是由于驱动周期的因素不同，研究结果也会大相径庭——某一特定的周期可能是由房地产、资本性支出或者是存货方面的变动（或者这些因素的任意组合）所支配的，也可能是与短期以及长期利率急剧上升有关，或者也许不是这样的情况，它还可能涉及显著的财富损失，最终有可能导致银行危机与货币危机的发生。

我们继续用一个图表来说明，假设现在出现了灾难性的滞胀（即同时出现了通货膨胀与经济停滞）并且陷入了房地产崩溃以及资本性支出的周期。我们这里采用的数字没有依据任何科学研究，因此，完全可以写上厚厚的一本书来说明这些数字为什么可能是错误的。但是，这些数字给出了我们在现实世界中不得不面对的一些粗略概念。不妨假设上述情况是紧随着经济大繁荣而来的，此时的债务水平已经非常高，而且由于通货膨胀率的上升，中央银行已经提高了利率，债券利率也因为这个原因以及资本的短缺而提高，因此，总的利息支付就从正常情况下占GDP的5%上涨到了可怕的9%——为了应对前两年的收缩需要每年拿出GDP的4%用于支付利息（我们这里假设支付的利息最终流向外国的债权人与中央银行，所以这部分完全离开了我们的经济系统），再假设房屋建造活动和花在机器与设备上的资本性支出也分别下跌了1/3，这是由于产能出现了过剩，并且银行危机也把这个问题放大了。另外，我们还可以考虑资产价格下跌的影响，假设其跌幅达到了GDP的150%。而后，我们再考虑到那些还在担惊受怕的公司在一段时间内停止订购存货，这又会另外削减2%的GDP（应该注意到，在收缩开始时存货仍然有可能增加），于是，这些因素最终全都包含了进来。把这些数字加总会得出什么结果呢？表21-4显示，总的损失将达到GDP的15%。

表21-4 设想处于经济滞胀环境中的灾难性情景

经济周期驱动力	事件	对GDP的整体影响
可变价格资产总额	下跌了GDP的1.5倍	-6%
房屋建造市场价值	下跌了GDP的1/3	-4%
资本性支出	下跌了GDP的1/3	-3%
存货订购量	下跌了GDP的1/3	-2%
= GDP的总损失	下跌了GDP的1/3	-15%

这个例子就说明了萧条是如何发生的，在我们设想的这个例子中，结果很可能是从若干年的GDP趋势值中减去15%。

然而，萧条又是如何停止的呢？有些收缩会经历由自身带动的过程，正如奥地利经济学家所强调的，但是，如果通货膨胀水平下降，并且中央银行能够随意地显著降低利率（特别是如果债券收益也下降），那么这肯定会有助于阻止萧条。如果不存在货币危机的压力，通常就可以迅速采取这类措施，而且如果通货膨胀水平随着收缩一起下降——它通常都会如此——那么这可以把利息支付从占GDP的9%减少到仅占3%

或4%。此外，利息支付的这种减少将会触发资产价格的上涨，于是又会导致反向的财富效应。它还可能刺激新的房屋建造活动，而且经过一段较长的时滞后，公司会在厂房建设以及机器与设备方面进行投资。使经济从极为疲弱的状态中解脱出来的这些事件最有可能的次序是：

- 1.利率下降→利息支付下降；
- 2.利率下降→资产价格上涨 = 反向的财富效应；
- 3.利率下降→房屋建造业的复苏；
- 4.经过一段时滞后，存货达到更加保守的水平→出现存货周期；
- 5.就业率上升→消费支出增加；
- 6.公司利润增长并且产能得到扩展→更新公司的固定投资。

稳定的部门

在上面这个并不严谨的数字游戏中，最后一个重要的方面是经济中确实存在一些较为稳定，或者甚至能够进行稳定化处理的部门。消费的大部分是服务与非耐用品（“消费者稳定”）——至少在发达经济体中是这样。这意味着报纸、药品、杂货店、啤酒、理发、保洁、牙医以及其他一些行业在整个经济周期中都不会有太大的改变。在绝大多数国家，大约有85%的私人与公共消费属于这些类别，这是一个可以进行稳定化处理的因素。在有的国家，公共部门的消费很多，这部分所占GDP的比例大约在20%~55%之间，多数发达国家的这个比例保持在40%左右。这个部门——如果有的话——是轻微反周期的，因为在衰退期间社会性支出是上升的，而在繁荣时期税收则是增加的。然而，消费者随意性的消费项目是更加周期化的，尤其会对货币环境的变化作出反应，而且还会对就业情况与就业前景的变化作出反应，这部分又是跟随周期的主要驱动力的。

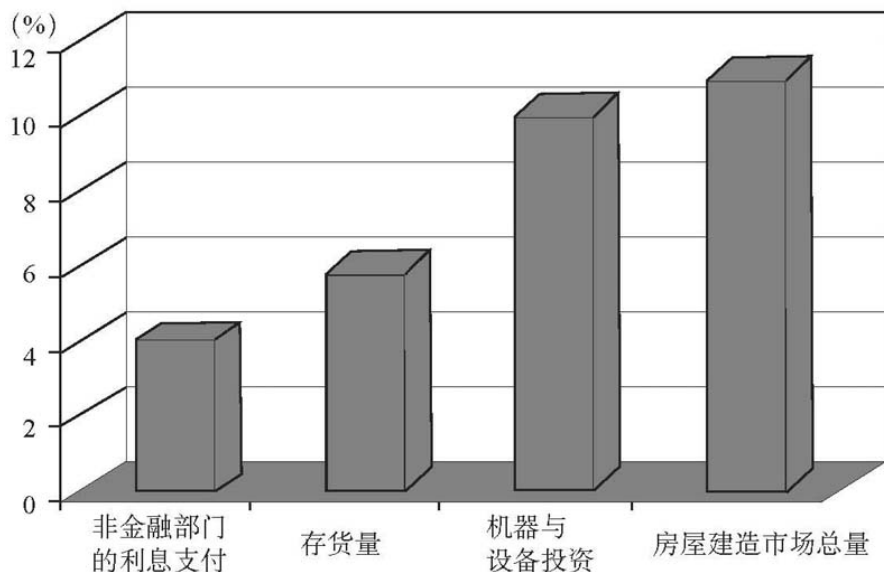


图21-2 主要波动因素在典型的现代经济中占GDP的大概比例

因此，公共部门是轻微反周期的，而非耐用品的消费巨大并且相当稳定。但是，消费者在耐用品与房屋上的支出这部分很少成为周期出现的基本原因，而是周期主要驱动力传导机制的一部分。

至此，还有什么遗漏的因素吗？我们需要考虑商品这个因素吗？的确，商品的需求、供给和价格都发生了很大的变化，但在2004年，商品价值在经济总量41万亿美元当中仅仅占了1万亿美元，即大约2.5%。商品曾经是世界上几乎所有经济表现的中心，但好景不再。诚然，在巴西或者俄罗斯，商品的变化仍然能够引发许多骚动，石油价格的波动在德国、日本或者美国也仍然会引起注意，但其影响已经远远不及以往。

第22章 中央银行的挑战

2000年2月17日，经济呈现一派繁荣的景象，纳斯达克市场达到了历史高位。艾伦·格林斯潘刚刚在美国国会的一次听证会上作完陈词报告，开始接受提问。共和党议员罗恩·保罗也正在关注货币方面的问题。他注意到在货币供应中被称为M3的增长情况，统计数据显示，从1992年以来，这个指标的扩张速度似乎要比整个经济快得多。因此，他想知道美联储为什么会允许这种情况出现。格林斯潘给出的答案让人有些不安：“……我们一直努力对货币进行准确的定义，问题在于……现行的货币定义并不能为我们提供控制货币供给的有效方法……”

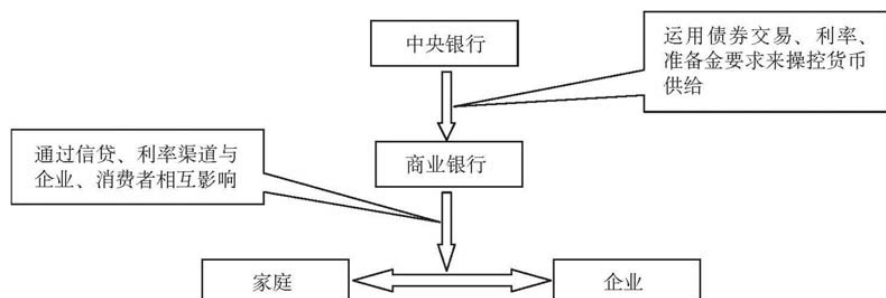


图22-1 中央银行如何管理货币。关键在于中央银行完全通过商业银行来产生相互作用，所以中央银行的管理要依赖于这些商业银行的健康度。

保罗先生对此有点疑惑地问道：“那好，如果你不能准确定义货币，又怎么能够控制货币体系呢？”

艾伦·格林斯潘回答道：“这的确是个问题……”

定义货币成了一个问题。然而，在一个反复无常的世界中，当中央银行试图驾驭货币政策时，这还不是其所面临的唯一问题。事实上，中央银行的工作至少要面临10个主要的挑战，必须针对问题选择某一种战略性的方法。这就是一个挑战。而后，中央银行的问题还包括如何定义与测度著名的纽科姆方程式中的“M”、“V”、“P”、“Q”这些变量。这又是4个挑战。除了这4个问题之外，中央银行还要承担多项任务，包括有能力阻止货币流通速度的严重下降，处理资产泡沫，避免过度刺激和研究处理外汇汇率问题。最后，中央银行还要维护市场信心。在一个周期

性的世界里，中央银行的任务并不轻松，下面我们就来看看其原因究竟何在。

挑战一：选择战略性方法

不管中央银行行长的偏好如何，他们都需要拉住手中的绳索。中央银行行长经常使用的3个基本工具包括：

- 改变贴现率。例如，降低利率将会刺激更多的借贷活动，并且减少全社会的储蓄，而亨利·桑顿早在1802年就已经观察到这一点。

- 向商业银行购买或者出售政府债券。这些交易是在商业银行开设于中央银行的账户上进行贷记/借记。这类交易可以修正商业银行的超额准备金，进而影响其放贷能力。

- 提高或降低商业银行的准备金要求。提高准备金可以防止商业银行发放更多的信贷，反之亦然。

因此，中央银行与商业银行之间相互影响，而且它们又会和消费者及企业相互影响（见图22-1）。中央银行为什么要用商业银行作为中介来和消费者及企业发生联系呢？一个很好的理由就是商业银行拥有关于其客户的重要信息，所以商业银行能够更好地区分各种项目的优劣。

一般认为，中央银行的所作所为都会通过银行体系得到放大。中央银行活动的直接效应体现在货币的数量与价格（利率）的变化上。但是，它还伴随着派生效应，这也被称为“金融加速器”。凭借这种效应，企业如果以低成本举债就可以增加利润。运用新的较低利率的贷款，企业能够提高盈利水平与市场价值，于是也增加了企业的信誉度，因此银行又可以给企业提供更多的贷款。另外一个次级效应是货币刺激经常会导致货币贬值，这会刺激出口，从而促进地区内部的经济增长。

对于中央银行来说，最为关键的问题当然是要决定在什么时候增加或者减少货币供给，以及变动多大的幅度。在这个问题上，不同中央银行的风格是有差异的。经济就像一台机器，有许许多多的运转部件，而且每一种货币政策风格都强调针对不同的运转部件。我们可以把这些不同的风格划分成若干“口味”：

- 奥地利口味，意味着尽可能地保持货币供给的稳定，而不必试

图对经济进行微观的管理。这种对纽科姆方程中的“MV”进行稳定化的方法在20世纪80年代特别流行（是针对70年代通货膨胀的应对措施），日本则在90年代采用这种方法。弗里德曼是这种方法的一个伟大的提倡者，但是经过多年之后，他也对自己的观点作了某些修正。

·瑞典口味，意味着要能够识别“自然利率”（商业投资的平均回报，如克努特·魏克塞尔所描述的那样），并且朝着这个自然利率的方向对实际利率进行调整。这个方法在20世纪80年代之后逐渐得到推广。

·英国口味（凯恩斯之后），关注识别充分就业增长率，或者经济增长速度的极限，并且尽力按照这个速度水平来驾驭经济的增长——既不偏高，也不偏低。这意味着把“Q”作为货币政策的目标。

·新西兰口味，即公布特定的通货膨胀目标（“P”），只要通货膨胀偏离这个目标水平就进行政策干预。新西兰在1989年开始实施这个方法，该方法在接下来的15年内扩展到了其他20多个国家。

·加拿大口味，采用所谓的“货币条件指数”（MCI）作为基准。该指数以短期利率以及汇率为基础，加拿大银行在20世纪90年代早期引入了这个指数，自此之后，它在其他国家也流行起来。

·美国口味，这是一个新近的方法，它是斯坦福大学的约翰·泰勒教授在1993年为中央银行业务设计一个简单的方程时引入的。这个方法的基础是2%的目标通货膨胀率与4%的“中性”短期利率。他的方程中的作用机制是这样安排的：实际利率应该由两部分决定，一部分是通货膨胀率偏离2%的目标水平的程度，另一部分是经济增长偏离长期增速极限的程度。过度的通货膨胀或者增长会导致利率水平的提高，反之亦然。这就是现在所称的“泰勒规则”，经常被用作讨论中央行政政策的参照。

·最后还有津巴布韦口味，也就是尽可能多地供给货币。

现实中，并不存在许多空谈的中央银行行长，现在他们绝大多数是把不同口味（津巴布韦口味除外）的模型混合在一起，加上显著的个人判断进行决策。然而，中央银行的任务没有哪一项是容易的。我们就拿奥地利口味来说吧，其需要努力稳定的是MV。这里首要的问题就是要对“M”进行简明的定义，正如格林斯潘在2000年2月的听证会上所提到的。对于这个问题，我们不妨作更为深入的探讨。

挑战二：定义货币，“M”

怎么定义货币呢？任何百科全书都会提到货币是记账单位、价值储存和交易媒介。显然，符合这种定义的货币例子有许许多多：铜手镯、琥珀、珊瑚柱、毛皮、干鱼、谷物、糖、烟草、纸牌、小五金、稻米，甚至是奴隶。希腊人曾经用奴隶作为通货，罗马人在征服伊特鲁里亚人之后开始采用金币。现代货币被分成了以下亚成分：

·M0，即硬币与纸币，换句话说，就是现金。

·M1是随时可以用来支付的货币。它是现金（M0）加上支票账户和旅行支票。

·M2是M1加上其他具有相当流动性的价值储存：储蓄账户、货币市场账户、小额存单、货币市场共同基金、隔夜欧洲美元和隔夜回购协议。

·M3是M2加上某些流动性较差的储蓄形式：大额存单、机构的货币市场账户、定期存款、定期的回购协议等。

·M4是M3加上私人部门持有的房贷合作社股份和存款以及大额存单。

·M5是M4加上私人部门（不包括房贷合作社）持有的税收存款的货币市场工具（银行券、财政部国库券、地方当局存款）证明和国民储蓄工具（不包括证明、工资扣存储蓄存款计划和其他长期存款）。

M0、M1和M2经常被称为“狭义货币”，而M3、M4和M5则是“广义货币”。最近出现的另一种分类是M2M，或者是零期限货币，它所衡量的是那些不需要给银行任何事先通知，所有者即可使用的金融资产的供给。M2M等于M2除去任何定期存款（因为这些存款需要事先通知银行），但要加上从M3中划出来的货币市场基金。换句话说，它所衡量的是真正的流动性货币，或者是那些可能具有高流通速度的货币。这些分类已经相当清楚了。现在，我们来看冯·哈耶克在1976年所写的《货币的非国家化：对多元货币理论与实践的分析》这篇文章：

货币并不是必须由政府创造的法定货币。像法律、语言和道德一样，它也可以自发地出现。

自发地出现？我们已经看到J·P·摩根在1907年的危机中设计了“手写货币”作为应急货币。数字化时代又出现了一些新的例子：电子电话卡、网络忠诚计划、事项智能卡、预付智能卡和常旅客里程等。举例来说，后者可以是葡萄酒、旅馆住宿、相机、机票以及租车等进行支付的有效法定货币。这看起来也像货币，但从来都不是由中央银行发行的。然而，中央银行遇到的大麻烦并不是常旅客里程这类东西，而是可变价格资产。这些虽然不是由中央银行所发行的，但在很多方面，它们能够充当货币的角色。所以，我们遇到了第三个挑战。

挑战三：处理资产泡沫

2005年1月27日这一天，美国房地产圆桌会议在华盛顿特区举行，美联储的副主席罗格·弗格森在会上就资产价格与经济周期问题作了一个非常有意思的报告。图22-2、图22-3和图22-4是从弗格森的报道中摘录出来的，这些图形说明了在增长趋势发生改变的时点附近——此时的产出缺口处于最低位（或者稍后一点儿）——并且适当处于衰退之前，资产价格可能如何变化。正如罗杰·沃德·巴布森早在1911年就已经指出的，这表明资产价格是经济的晴雨表，它能把未来的事件进行贴现。然而，资产价格行为还可以放大经济周期。弗格森总结道：

衰退几乎总是伴随着资产价格的下跌。但是，这种下跌有时看起来像是那些出人意料的负面事件的源头，而资产价格的下跌随后可能产生不成比例的不利结果。正在下跌的资产价格造成了反向财富效应并且抑制了消费。它使抵押物贬值，还增加了商业借贷风险，并且因此恶化了借贷者所面对的借贷合同条款。当资产价格大幅下跌时，出借人也可能发现自己持有了大量的不良贷款，支撑这些贷款的抵押物有的已经变得毫无价值。由于这个原因，在资产价格的上涨与下跌之后发生的衰退，可能与银行业的问题也有关系。

在这种情况下，继而发生的调节损失可以作为另外一种力量，以拖延和加深轻微的衰退——否则其可能已经发生。

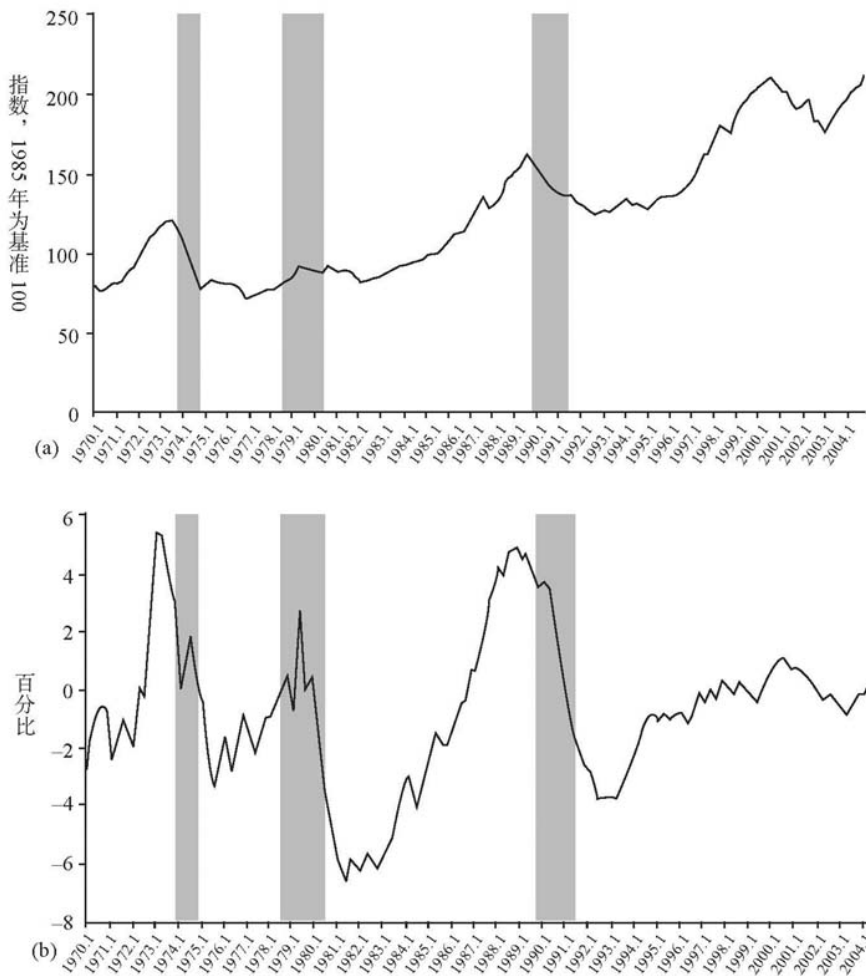


图22-2 英国的总体资产价格与经济活动，1970~2004年。图中阴影部分表示衰退期间。图（a）表示总体资产价格，图（b）表示产出缺口。这意味着经济增长一直处于可持续发展水平。在产出缺口达到最高点或者稍迟一点的时候，资产价格向下反转表现得非常显著，而且资产价格的每一次下跌都正好发生在经济衰退之前。

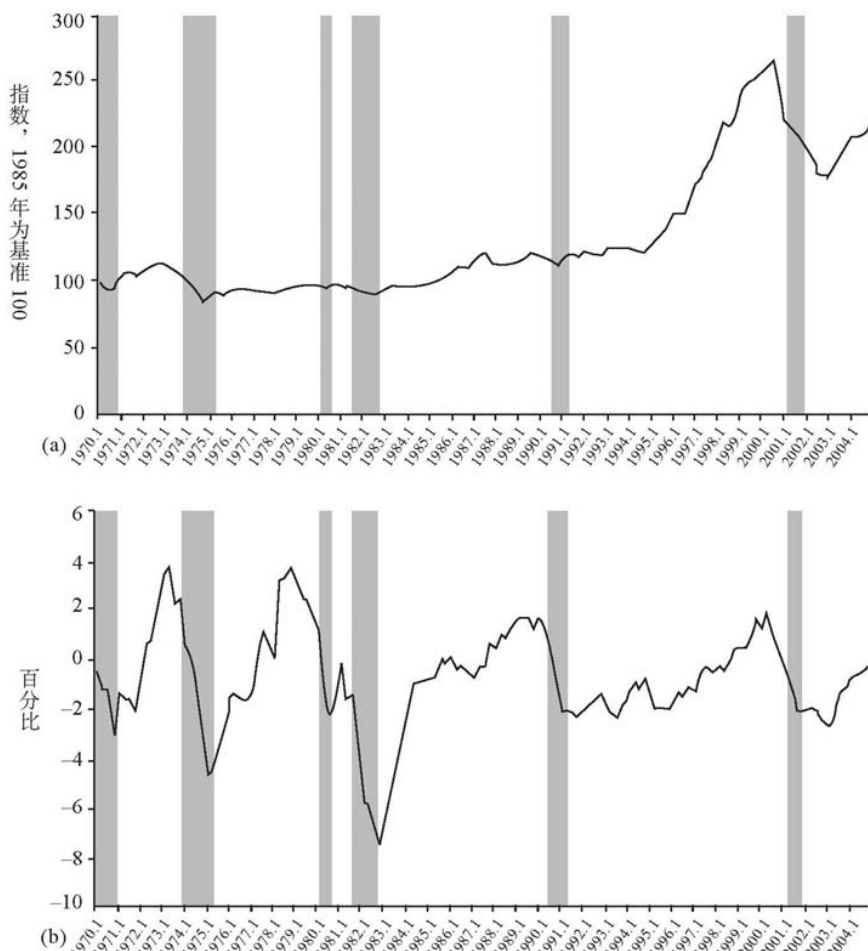


图22-3 美国的总体资产价格与经济活动，1970~2004年。图中阴影部分表示衰退期间。图(a)表示总体资产价格，图(b)表示产出缺口。美国的资产价格也像英国一样，正好在经济衰退之前出现向下反转。

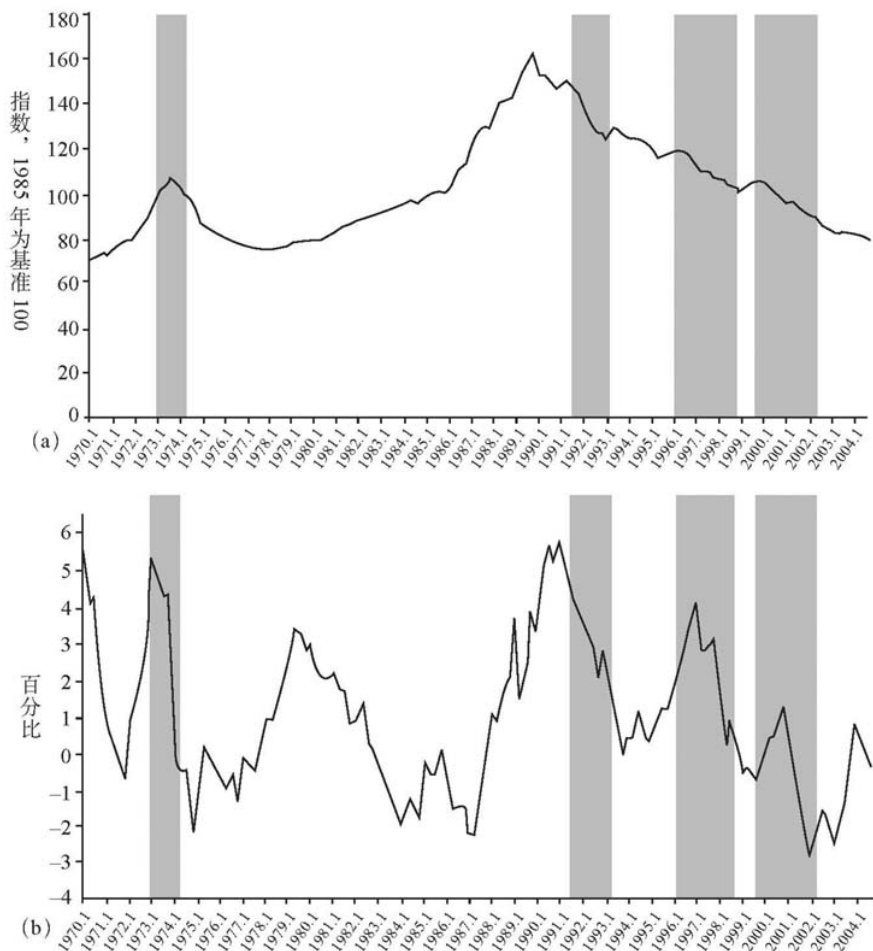


图22-4 日本的总体资产价格与经济活动，1970~2004年。图中阴影部分表示衰退期间。图（a）表示总体资产价格，图（b）表示产出缺口。该图说明了在资产价格大幅上涨期间没有发生经济衰退，然而，随后的资产价格下跌则与一连串异常的经济衰退有关。

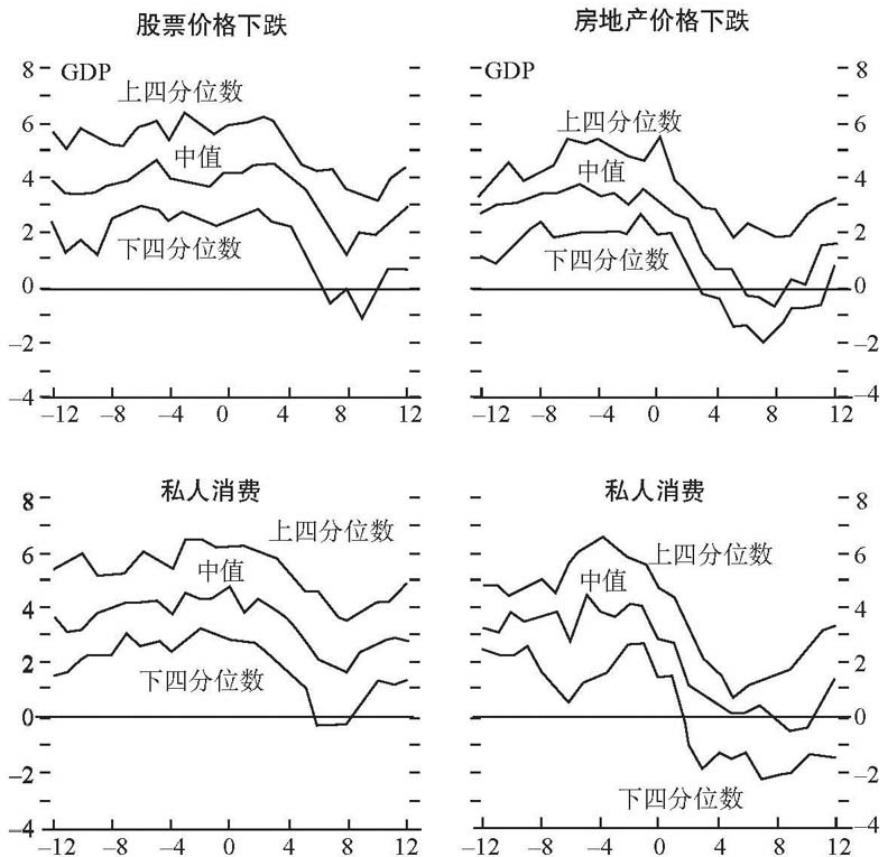


图22-5 股票与房地产的价格下跌分别对GDP造成的影响。该图表明，房地产价格下跌通常与经济总量的最大幅度下降有关。该图和图22-6、图22-7和图22-8中的纵轴刻度是在下跌中顶点之前与之后的四分位。

另一项研究出现在国际货币基金组织2003年的《世界经济展望》第二章。这项研究利用了1959~2002年19个工业化国家的各种股票价格指数，还有大约从1970年开始的主要覆盖14个国家的房屋价格数据（这些数据都剔除了CPI，即消费者物价指数的影响）。其作者赫尔伯林与特若尼斯对股票市场与房地产市场萧条的效应作了明确的区分。该研究得出的第一个有趣的结论是，与房地产价格下跌有关的全部附带结果要比股票市场萧条造成的灾难严重得多。图22-5说明了这一点。

接下来，作者继续调查了两个主要的经济周期驱动因素——资本性支出（私人在机器设备方面的支出）和私人房屋建造支出的情况。结果再次说明房地产价格下跌造成的影响要严重得多，我们从图22-6可以看出这一点。

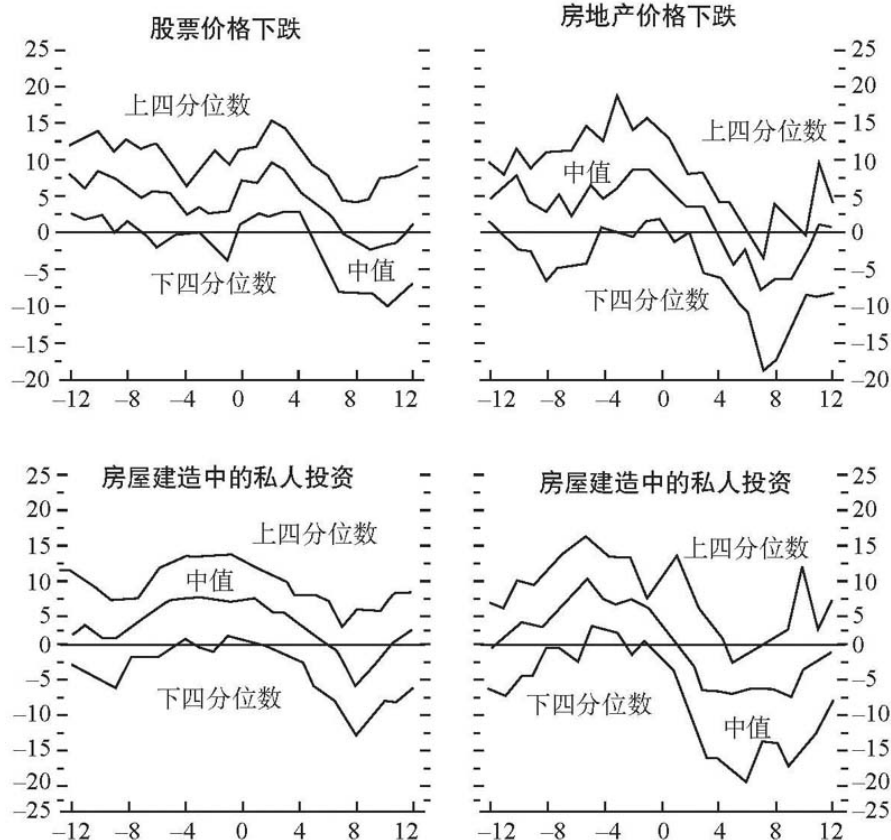


图22-6 股票与房地产的价格下跌分别对资本性支出和房屋建造所造成的影响。在房地产价格下跌期间，这两个变量下跌的幅度要比在股票周期性下挫期间大得多。

他们还调查了信贷与货币供给所发生的变化，结论仍然是房地产价格下跌带来了最大程度的收缩（到目前为止）。图22-7说明了这一点。

最后，他们研究了房地产价格与股票市场表现之间存在相关性的情况。结果显示在图22-8中，我们看到，房地产价格下跌导致股票市场的下挫，要比反过来所造成的下跌幅度大得多。

这项研究的最后一幅图（见图22-9）表明，在房地产价格与股票价格下跌期间，银行的坏账准备金是如何变化的（“坏账准备金”指银行核销不能偿还的贷款）。结论非常清楚：股票价格的下跌根本没有牵连到任何的银行危机（平均而言），然而，房地产价格的下跌导致了明显的坏账准备金提升（在图22-7显示的货币供给中也说明了这一点）。至此，该研究的总体结论是：房地产价格下跌比股票价格下跌有着更为严重的后果。

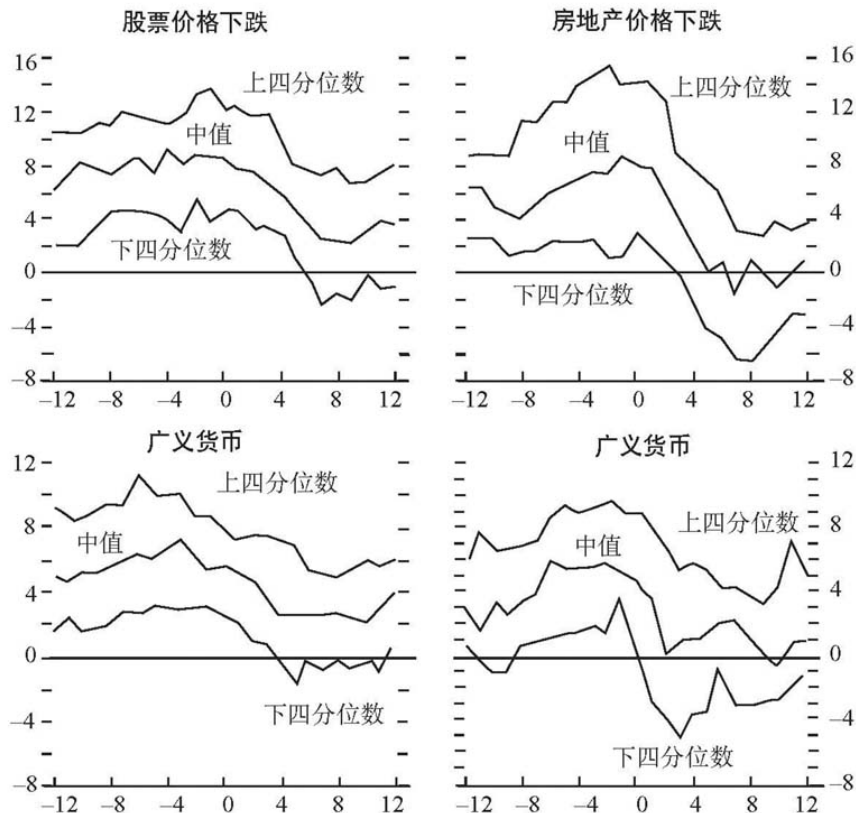


图22-7 股票与房地产的价格下跌分别对信贷与货币供给所造成的影响。该图说明，在房地产价格下挫期间，这两个货币性指标下跌的幅度要比在股票下挫期间大一些。

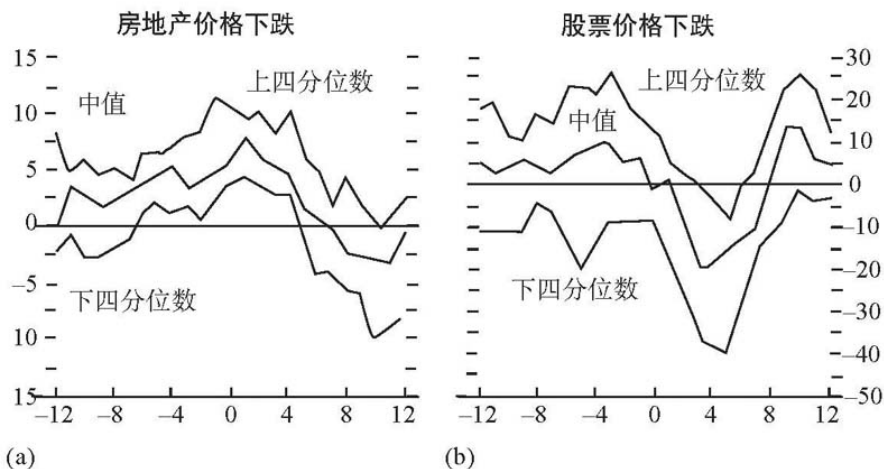


图22-8 股票价格下跌与房地产价格下跌之间的相关性。图(a)说明在股票价格下跌期间房地产价格所发生的情况，典型情况下会出现适度的下跌，但是，上四分位数则表明房地产价格根本就没有下跌，仅仅是增长减速而已。图(b)说明了反向相关的情况，每次房地产价格出现下跌后，股票价格会立即大幅下跌。

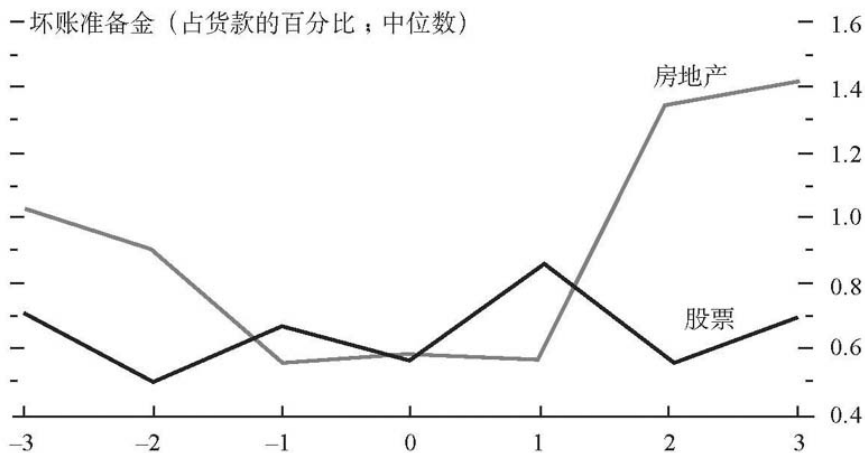


图22-9 在股票与房地产价格下跌期间，银行的坏账准备金。纵轴表示下跌中的顶点之前与之后的年份。该图显示，股票价格崩溃一年之后，通常所涉及的坏账准备金增加非常有限，而在下一个四分位的年份则恢复到正常状态。另一方面，房地产价格崩溃一年之后所涉及的准备金要高得多。

我们已经看到，房地产市场正常的规模大约是GDP的400%~500%，财富效应值大约是4%，所以房地产价格发生急剧变化会对经济产生显著的影响。通常的情形是：例如，从2000年3月1日到一年之后，纳斯达克的综合市值下跌了2.2万亿美元，这相当于每一个美国家庭损失了4.5万美元。这可是很大的一笔数字呀。现在，记住这个数字，我们再来看看一直在谈论的纽科姆方程式： $MV = PQ$ 。

创造房地产或者珠宝这些资产的过程构成了方程式中“Q”这一部分，这类经济活动是流量。但是，已经完工的房屋或者珠宝随后成为了可以出售、使用或者抵押的资产，这让我们想起它们有一点“M”的味道。有人甚至可能认为采用另外的货币定义就可以把这类资产也囊括到货币之中。或许我们可以想象，“M13”是“M12”加上商业性房地产，“M14”则是“M13”加上珍贵的艺术品，等等。例如，现有房地产价格的增长显然能够增加建造活动，或者是建造业的“PQ”。最起码，我们应该考虑到资产在某种程度上是可以承担“M”（货币）功能的，因此资产的增加能够有效地提高“MV”。当然，有人可能会认为，只要资产不是用于直接的物物交换，就总是需要有真实的货币来完成交易。这最起码可以加快货币的流通速度。实际上，这就像投资银行高盛沿着这些路径设计其“金融环境指数”一样——高盛的这个指数不仅包括了短期利率与公司债券收益率，也包括了美元的交易权重指数和相对于GDP的股票市值。换句话说，高盛把货币刺激所衡量的资产价格也考虑在内。

如果“MV”上升，其另一个含义是它不仅影响消费者价格“P”，还会影响资产价格“P”。例如，残酷的商业竞争与供给冲击使消费者价格出现上涨是几乎不可能的，因此中央银行可以在不提高消费者价格上涨水平的情况下进行很好的刺激。我们回忆一下萨伊定律所说的供给等于需求的命题。在资产价格上涨的环境下，消费品的供给超过了其需求，然而资产的需求则超过了其供给。

这就是北美市场在18世纪开放时的情形，印度等国家大约从1990年开放的时候也是如此。这种经济环境能够刺激贸易量与资产价格的上涨。而后，它又能够导致一个经济过程，在此过程中，资产价格的上涨增加了抵押物的价值，这反过来又导致了借贷的增长，并且因此提高了货币流通速度。这种情形发生的时候非常美好，但它确实倾向于变成一个循环：

- 内在的反通货膨胀环境迫使中央银行采取刺激性政策（以避免通货紧缩）；

- 这种货币刺激导致了资产的通货膨胀；

- 资产所有者把这些当作一种货币并用来抵押.....

-这就意味着额外的货币刺激.....

-导致了更高的资产膨胀。

当然，经济学家早就已经知道资产膨胀的风险。这是奥地利经济学派的基石，而且创办了私人研究机构“银行信贷分析师”的汉密尔顿·博尔顿，在1967年出版的《货币与投资收益》一书中也这样写道：

任何时候，货币供给的一部分用作价值储存，还有一部分用作交易媒介，这两部分的相互关系可能正在改变。但是，在任何时候，交易媒介这部分也都被进一步分解，一部分用于新增的真实产出，另一部分则进入其他的实际交易——比如买卖二手汽车，或者是柯罗的绘画，或者普通股票与债券。

日本在1990年之后的衰退与博尔顿谈到的资产价格下跌是有关联的。在1991～2001年间，日本的工业用地价格下跌了22%，商业用地价格下跌了54%，住宅用地价格下跌了41%（高尔夫会员资格的平均价

格则大幅下跌了90%)。1991~2001年,日本资产价格的综合下跌幅度超过了GDP的两倍,个人的总财富大约削减了一半。1992~2002年,日本GDP的实际年均增长率仅为可怜的1.1%,并且在1998~2002年间下降到仅0.1%。这还恰恰是在政府坚持大额举债刺激经济的情况下发生的。低经济增长率伴随着一再出现的通货紧缩,从而导致了典型的债务紧缩与流动性陷阱的情形。

由于传统方法(CPI)所度量的通货膨胀上升得非常缓慢,日本中央银行在20世纪80年代快速扩大货币供给;它此时正在进行稳定化的对象是“P”,而不是奥地利经济学家(以及米尔顿·弗里德曼)曾经提出的“MV”。它也没有稳定资产价格“P”。

如此一来,这个曾经的错误能够避免吗?中央银行应该设法对资产价格进行管理吗?我们看看一些专家的意见。下面是路德维希·冯·米塞斯说过的一段话:

信用扩张在起初阶段的确能够带来经济繁荣,这一点是真实的,但或迟或早,这种繁荣必然要崩溃,并且带来新的下跌。银行与货币的伎俩仅仅具有表面上暂时的救济功效。长期来看,这些伎俩一定会把国家置于极深重的灾难之中。这些方法对国民福利造成的全部伤害越重,民众设法用繁荣的幻觉来自我欺骗的时间也就越长,而这种繁荣的幻觉是依靠信用魔法的召唤不断创造出来的。

这段引文来自米塞斯1934年写的(参见《社会主义》),那么近期的评价如何呢?从1987年到2006年掌管美联储的艾伦·格林斯潘,2002年曾经在怀俄明举行的一次互联网泡沫讨论会上作了如下的评论:

这些数据表明,只有短期利率急剧提高,从而造成经济显著减速,才足以阻止刚刚开始出现的泡沫。想要正合时宜地逐渐增强银根收紧力度,以防止20世纪90年代末的泡沫,肯定只是幻想而已。

另一位专家是美联储的现任主席本·伯南克,他在日本经济崩盘与互联网泡沫破灭之后(在获任命之前)发表了一系列的演讲与文章来讨论这些问题。他把应对资产泡沫出现的方法分为3种:“什么也不做”、“凭借风势”、“主动刺破泡沫”。伯南克和其他许多人的看法一致,认为资产泡沫会造成巨大的不稳定性,而且常常导致货币不成比例、无效地流入

那些出现泡沫的部门。然而，当谈到他上面所提出的3种可选方法时，他把主动刺破泡沫这种方法完全排除了。为什么呢？我们再来想一想纽科姆方程式： $MV=PQ$ 。他说，一家把目标定为稳定消费者价格（P）的中央银行实际上也会暗中管理Q，因为当Q接近于其极限的时候，就只有看P的表现了。这意味着当资产泡沫能够提高Q的时候，就将被纳入美联储所设定的目标，也就间接说明了问题的原因。

在反对主动刺破泡沫的问题上，伯南克还有另外一种看法：中央银行的工具太钝了。他认为，诚如格林斯潘所说，企图刺破经济中的某些泡沫可能会对其他部门造成意想不到的巨大伤害。反对主动刺破泡沫的做法还有一个理由：人们所声称的泡沫是否真的存在常常很难确定。有一个较为著名的例子：艾伦·格林斯潘在1996年12月的一次演讲中，曾经暗示股票市场可能处于“非理性繁荣”的状态，这立刻引起了相当大的惊慌。格林斯潘的判断从何而来呢？这可能来自两位值得尊敬的经济学家，耶鲁大学的罗伯特·席勒和约翰·坎贝尔，他们两人刚刚就这个问题向美联储提交了一份报告。让人相当担忧的是，这两位专家得出的结论是，当标准普尔指数在750点附近时，股票市场的交易估价不低于公允价值的3倍（公允价值大约为250点）。如果真是这样的话，那么市场绝对已经出现了大量高估值的问题。然而，之后的3年，股票市场仍然保持了强劲的升势，直到2000~2002年出现大崩溃时，这个指数也从未低于800点，这个点位高出经济学家5年前所假设点位的3倍还多。

了解这些情况之后，任何一位称职的经济学家应该不难看出，当日本的房地产价值达到世界其他地区房地产总值的150%时，就肯定出现了估值泡沫，或者，当互联网公司的市值超过其收入的500倍时，股票估价也的确高过了头。但是回头来看，如果我们自己站在20世纪80年代末日本银行的立场上，我们就会发现，不仅要与包含资产泡沫的问题作斗争，还要与通货紧缩的风险和顽固的货币升值问题作斗争，因此，在紧缩资产市场方面所作的一切努力又会加剧另外两个问题的严重性。然而，不刺破泡沫却导致了灾难：当经济进入冰点时，企图把货币重新注入经济体系中的做法似乎已经失灵了。为什么会这样呢？因为货币流通速度已经大大放慢，好像蜗牛在爬行一样，这也带给我们第四个大挑战。

挑战四：测量货币流通速度，V

一部分货币供给会快速转手流通，而另外一部分似乎有些黏滞。我

们看到MZM定义的是趋于快速流动的货币，而且M1的流通速度也很高——特别是其中的有形货币。M2中包含的货币市场基金的流通速度也是较快的，但M2中其余的特定部分流通速度则要慢得多。M3所包含的成分流通速度也很慢——只需要想一下定期存款的情况就知道了。如果已经把货币存入银行定期账户，那么货币转手还能有多快呢？

中央银行是如何计算货币流通速度的呢？当然，这也要运用纽科姆方程式，再加上基础的数学知识。因为“MV”等于“PQ”，所以有：

$$V = PQ/M$$

货币流通速度，就是每隔一定时期，货币总量为名义GDP提供支出而周转的次数。它等于GDP除以货币总量。

我们假设出现了经济衰退，并且中央银行已经增加了货币总量M来刺激新的增长——但没有产生效果。接下来还能做些什么呢？如果总体货币流通速度已经出现下降，首先就会进行检查，而后再研究狭义货币与广义货币的相对表现，这样就可以知道货币流到哪里去了。如果流通速度真的下降了，可能就会看到广义货币的表现超过了狭义货币。

现在来考虑一种情况：货币流通速度实际上的确下降了，因此抵消了刺激经济的企图。货币卡在了流通链条的某个环节，但究竟卡在哪儿呢？首先能想到的是消费者。可能是货币到了消费者的手中之后，其流通就变得黏滞了，因为人们心理上有忧虑，并且正在逐步增加预防性的现金储备——为应对艰难的岁月而节约金钱。如果人们认为银行可能会倒闭的话，那么这部分货币甚至会被人们以有形现金的形式持有。与消费者有关的一些典型征兆是有形货币的流通速度下降，货币市场基金快速增长，以及较低的/下降的商业/消费者信心。

再一个因素是商业银行。银行预计人们会及时偿付债务，但在衰退期间银行存在需要面对的问题，因为此时只有那些可靠的客户才能归还现金，而那些劣质客户已经有足够的偿付能力。这意味着，银行最终要削减业务量，并且平均信用风险会上升——需要承受双重的挤压。这可能导致凯恩斯的“流动性陷阱”：商业银行的资产负债表受到如此大的损害，以至于它们不敢，或者不能完全担当传导中央银行的任何货币政策的职能（根据所谓的已经有100多个国家签署的“巴塞尔协议”，银行只有满足了特定的资本要求，才获准放贷）。

当金融机构开始倒闭的时候，银行危机就扩大了。每次一家银行破产，都会在纳税人、股东、存款人和债权人之间造成损失与痛苦。此外，银行通常要发掘有关客户信誉度的有价值的信息，如果银行倒闭了，这种信息大部分也就损失掉了。这意味着，遭遇破产的银行的许多有信誉的客户在再次贷款融资时，又要与那些对自己不够了解的其他金融机构打交道。而且，纯粹的银行失败的可能还意味着银行机构彼此之间丧失信心，从而抑制了货币的自由流动。凯恩斯流动性陷阱的两个最普遍的征兆是，银行的股票价格下跌，而债券价格上涨，测量的黏滞货币（M3或者M4）流通速度超过快速流通货币（M1和MZM）。这种情况发生于20世纪30年代的全球大萧条时期和90年代的日本，在1990年3月，日本能够满足8%的资本充足率要求的地区银行数量还有50家，而到9月时仅仅剩下了4家。

关于货币黏滞的另一个原因可能是欧文·费雪的“债务紧缩”机制在起作用：资产价格正在下跌，所以资产负债表也正在恶化，于是导致了廉价抛售与债务偿还的恶性循环，这降低了货币流通速度。债务紧缩的征兆包括很高的债务水平，很高的借款服务成本，当然还有快速下跌的资产价格。如果还有许多公司大量举借外债从而发生了货币危机，债务紧缩就会被进一步放大。20世纪90年代的日本，1997~1998年新兴的东亚国家，以及2000年互联网泡沫崩溃后的不幸后果，都是这方面实实在在的例子。

如果经济衰退恶化到出现银行危机的程度，会造成什么不同的后果吗？2001年，霍格思、雷斯与萨波塔所作的一项研究说明，一次银行危机过后，总产出的平均损失为GDP的6%~8%，但是如果还存在货币危机的话，损失会上升到GDP的10%。这些数字表明了社会整体所蒙受的损失，但是，这三位经济学家还研究了政府所承担的干预成本、税收损失等问题，他们发现发达国家为此付出的代价是GDP的12%，新兴经济体则要付出GDP的18%，所有国家为此付出的成本平均为GDP的16%。但是，这种成本的大小对于是否存在货币危机表现出了很强的依赖性。在仅有银行危机的情况下，这个成本是GDP的4.5%，而对存在双重危机的情况来说，这个成本就大幅攀升到了GDP的23%（政府的损失可能超过社会蒙受的总损失，因为大量的政府成本与货币的再分配有关的）。这些成本是巨大的，因此，如果有办法能够避免的话，那显然太好了。问题是怎样才能避免呢？这是我们的第五个挑战。

挑战五：阻止货币流通速度的严重下降

中央银行在处理货币流通速度严重下降的问题时，多数情况下会不断采取传统的刺激方法，并预期只要时间足够长，这种刺激就能够发挥作用。然而，中央银行还是会遇到一个真正的难题，这就是其所面对的第二大挑战。尽管中央银行把利率降低到零，但它发现即使这样做，刺激的力度仍然不够。或者是，商业银行卖给中央银行的政府债券数量达不到中央银行的要求。在遭遇这种难题时，中央银行可能需要考虑表22-1中所列出的非传统的补救方案。

表22-1 扭转货币流通速度下降的特别措施

	预防性现金储备的累积	债务紧缩	流动性陷阱
明确的征兆	- 有形货币的流通速度下降 - 货币市场基金的快速增长 - 较低的/下降的商业/消费者信心	- 公司/消费者的债务水平很高 - 相对于现金流/处置性收入的借款服务成本高昂 - 房地产价格下跌 - 股票价格下跌	- M3/M1 和 M3/MZM 这两个比率提高 - 相对于政府债券价格的银行股票价格下跌
央行非传统的补救措施	对消费者的银行存款提供/增加担保	- 购买股票 - 购买房产 - 购买更加长期的债券 - 购买抵押债券 - 购买公司债券 - 干预货币市场造成货币贬值 - 公开通货膨胀目标水平	- 向商业银行提供固定期限的低息或零息贷款，允许银行使用一定范围的资产类别作抵押 - 承诺在较长一段时期内把隔夜利率保持为零 - 宣布明确的长期利率目标并且承诺无限量购买以支持债券价格

20世纪90年代的日本遭受了货币流通速度下降与黏滞货币的全部3种征兆：民众储存货币，银行的资产负债表太过脆弱而无力创造新的信用，并且资产价格快速下跌。但是，中央银行仍然是作出蜗牛式的反应，并未能运用多种非传统的战略来更加快速地解决问题。

然而，我们也不应忘记那些让人震惊的案例，有些时候中央银行因为所采取的刺激力度太大而遭受了失败。这里的问题是对未来的经济增长要能作出准确的预测。这也正是中央银行所面临的第六个挑战。

挑战六：预测增长，Q

我们回忆一下具有英国口味的中央银行业务，其核心是向着自然速度的极限来驾驭经济增长。然而，只有在能够预测的情况下，才能驾驭

好经济的增长。为此，我们需要有领先指标来作预测，诚然，不同的组织机构会按照不同的方法。

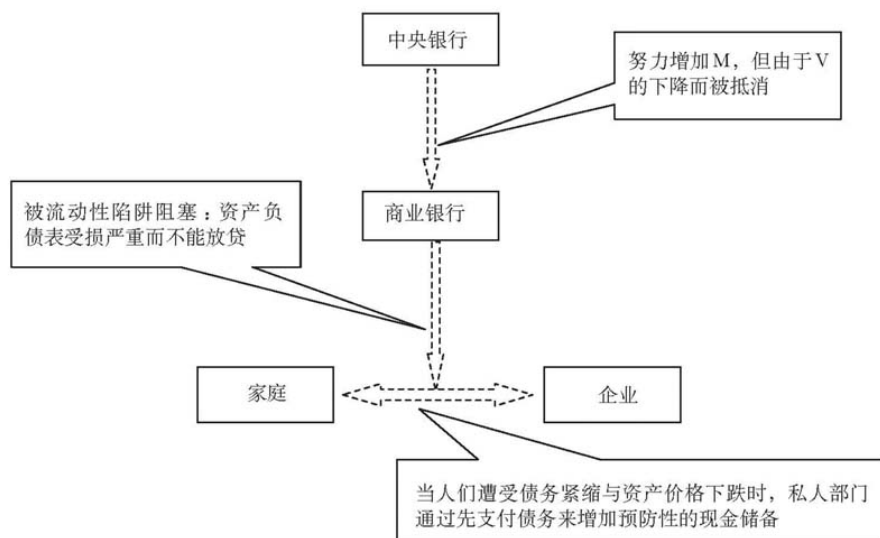


图22-10 货币流通过程中的故障。如果商业银行不能或者不愿创造新的信用，那么中央银行所做的可能只是“推动一根绳子”。在资产价格严重崩溃之后极有可能出现这种情况。

利用这些指标。在此，我们可以用美国经济咨询会所采用的指标为例加以分析。经济咨询会指数的第一个指标是货币供给的扩张，这个因素被认为是所有指标中真正最初始的指标，是经济增长的原始动力所在。

·货币供给，M2

指数中所有其他指标正在发生的变化主要是货币供给造成的结果。我们将其中的两个指标称为金融类指标：

·利差，即10年期国债收益率减去联邦基金利率

·股票价格，即500种普通股构成的价格指数（标准普尔500指数）

这两个指标都很好，部分原因在于金融市场一直在努力预测未来并加以贴现，另一部分原因则在于股票投资者一般会采用利率来贴现未来收益，因此利率成为领先指标。另外一个寄希望于预期的领先指标：

·消费者预期指数

下面的三项指标能够告诉我们已经决定的经济活动，但是，这些经济活动还需要经过一段时间才能完成：

- 建筑许可数量，新的私人住房单元数量（新屋开工量）
- 生产商对消费品与材料的新订单
- 生产商对非国防资本货物的新订单

在这三项之中，建筑许可是预测经济复苏最好的经济类（反金融的）指标。这是因为房屋建造业对经济的影响很大，也是因为消费者才是推动每一项经济活动上升的起始力量。接下来的经济咨商会指标反映了当企业捕捉到生活中最早的信号时作出反应的情况：企业不再雇用更多的员工，但确实会要求现职员工更加努力地工作。之后，企业会积压一定数量的订单，这导致交货更慢。这类指标包括：

- 平均每周制造工时
- 供应商绩效，延迟交货扩散指数

领先指标中的最后一个是关于失业率的，这个指标随着经济活动的上升而下降：

- 平均每周失业保险的首次索赔额

综合领先指标一般在经济活动达到高峰之前的6~8个月就已经达到了高峰，而在经济进入低谷之前的2~4个月也已经出现了低谷。我们在研究长期历史图表时，对领先指标与GDP进行比较，至少会发现这样的结果。但是，我们在习惯上对领先指标的运用并不像其在历史图表中所显现的那样容易。其中一个问题在于，绝大多数的数据在公开时都有些延迟，而你需要观察几个月来的趋势以及所发生的变化，然后才能确定其意味着什么。因此，我们的问题是，如果领先指标在两个月之前实际上已经进入了低谷，而在这些数据被准予发表时几乎又已经过去了两个月，那么这就很让人恼怒了。

20世纪80年代末，杰弗里·穆尔（来自NBER的经济学家，他后来创办了ECRI，即经济周期研究所）提出了加强预测的两个建议。其中的一项建议是把一些所谓的“长期领先”指标分离出来。这些指标相对经济的领先时间特别长。他发现以下4项指标符合这个特点：

- 实际货币供给
- 债券价格
- 建筑许可数量
- 价格对单位劳动成本的比率

在对1948~1989年期间的这些指标作了研究之后，他发现，这些指标的综合指数的领先时间发生了改变，平均而言，其领先经济高峰的时间为14个月，而领先经济低谷的时间为8个月。这比美国商务部的综合指数要好得多。那些并非“长期”的领先指标综合指数已经改变为领先经济高峰8个月，而领先经济谷底则仅两个月。穆尔的另一个建议是关注“迅速可用的指标”。这些领先指标的表现并不比其余的指标更好，但是其数据发表出来的平均延迟时间不到3个星期。

对此我们还可以作进一步的研究。一些研究结果表明，把领先指标与滞后指标分开来看，比仅仅孤立地看领先指标要好。经济咨商会采用了7个滞后指标，首先是关于贷款与货币方面的指标：

- 消费分期付款的信贷余额对个人收入的比率
- 工商业的贷款余额
- 平均银行贷款基本利率

这些指标显示出经济活动正在扩张而货币则在收紧。下面是有关成本上涨方面的指标：

- 服务业消费者物价指数的变动
- 单位劳动产量的劳动成本变动

还有一个指标与存货的惊人累积有关：

·制造与贸易库存对销售额的比率

最后一个是有有关就业方面的指标：

·反向的平均就业持续时间

如果领先指标上升，而这些滞后指标（瓶颈与消耗的信号）下降，这对经济而言就是特别强的信号。

最后，为强化对纽科姆方程式中的Q进行的预测可以运用特殊的亚领先指标。经济周期研究所发布了一个针对房地产业的领先建造指数，还有多个应用于整体经济活动、特定部门、贸易与通货膨胀方面的指数。

在现实中，决策制定者是如何预测经济活动的呢？他们有多种方法，但更多的做法就像著名的华尔街公司ISI那样——这家公司运用若干小的、简单而易于理解的方程式进行预测。ISI的经理人员研究了每一个这类迷你模型的预测情况，将它们相互比照，再阅读报纸信息，用已经分成正面或负面的美国与世界经济数据创造出扩散指数。然后，他们坐下来总结出自己的观点，一直到当天结束，他们的观点都还是一种直觉。（但这个结果并不是到当天结束才对外发布。它每天要向所有的客户作两次更新！）

挑战七：避免过度刺激

如果中央银行宣称目标通货膨胀率为2%（或者其他水平），那么它们多半是指CPI（消费者物价指数）这个指标。CPI是反应消费者必须支付价格的相当好的指标，即使说它在反映消费习惯的变化方面太慢，而且在反映消费品质的变化方面也没有什么希望，但它仍然是最好的指标。

通货膨胀已经屡屡对社会造成了危害。我们看到早期的一些例子，在16世纪和17世纪的西班牙，当白花花的银子从新大陆大量涌进的时候，结果是造成了破坏性的通货膨胀；加利福尼亚发现大量金矿的时候，19世纪和20世纪早期的澳大利亚与南非则因此发生了通货膨胀。我们还可以回忆一下，奥尔良大公是如何印发过多的纸币（归功于约翰·

劳)而造成18世纪法国的通货膨胀的,但是,更为极端的通货膨胀例子还要算1922年的德国(5000%)、1973年的智利(600%)、1985年的玻利维亚(12000%)、1989年的阿根廷(3100%)、1990年的秘鲁(7500%)、1993年的巴西(2100%)、1993年的乌克兰(5000%)和2003年的津巴布韦(600%)。当政府透过中央银行(不是独立地)进行支出并大大超过经济所承受的限度时,这些国家发生恶性通货膨胀就是很正常的现象。关于通货膨胀带来的威胁,前面已经说得很多了。约翰·梅纳德·凯恩斯曾经说过一段甚为经典的话:

通过持续的通货膨胀过程,政府可以秘密地把公民的一部分重要财富没收。采取这个方法,政府不只是伪装巧取,还是专横豪夺,并且这个过程会让许多人陷入贫困,但的确也能让少数人暴富。应该看到,这种方法专横地重新调整了钱财的分布,遭受打击的不仅仅是社会的安全保障,还有目前社会对财富分配的公正性(或公平性)所秉持的信心。

由于通货膨胀的继续,而货币的实际价值每个月都在发生大幅波动,因此,奠定资本主义根基的债务人与债权人之间所保持的各种长久关系也变得完全混乱,乃至几乎毫无意义,而且获取财富的过程也堕落成了各种赌博与博彩活动。

路德维希·冯·米塞斯也指出:

只有政府这个机构,既能把白纸印成钱来花费,又能滥印纸币而让其变得一文不值。

冯·哈耶克也认为:

要说历史大部分是通货膨胀的历史,我认为这毫不夸张,一般而言,通货膨胀就是政府为了自身的利益而精心炮制出来的。

保罗·沃尔克,这位曾经真正阻断了20世纪70年代之后通货膨胀的中央银行行长,这样说道:

人们认为通货膨胀是一种残酷的,而且可能是最为残酷的税收,因为它给许多部门造成了意想不到的打击,而且给那些固定收入者造成了最大的损失。

然而，在所有关于通货膨胀的言论当中，我们还是应该牢牢记住米尔顿·弗里德曼曾经说过的一句话：

无论何时何地，通货膨胀都是一种货币现象。要想控制通货膨胀，只需要控制货币供给。

当然，弗里德曼所作的绝对是核心观察。根据纽科姆方程式的逻辑，通货膨胀总是和货币供给的持续、过量增长有关（理论上，它也可能与Q的持续下降有关，但实际上不是这样）。

20世纪70年代所发生的高通货膨胀是较为近期的过度刺激的例子，它最终演变成了重要的全球性的威胁。这个事件是中央银行在20世纪所犯下最大的集体性错误之一，它使通货膨胀率在英国超过了25%，在日本大约为20%，在法国为15%，在美国为10%。在号称拥有世界上大部分最优秀的经济学家的国度，如此巨大的失策又是如何发生的呢？

这很可能是由多个问题共同造成的结果。首先，当时有许多政治家与经济学家都认为，接受稍微增长的通货膨胀率，就可以长期降低失业率。其次，他们过高估计了经济的非通货膨胀增长速度极限。最后，许多人从一开始就没有把货币供给与通货膨胀联系起来。人们指责高涨的石油价格，糟糕的气候，食品的短缺，贪婪的公司，不公平的工会等等，而且其中有些人认为应该采取价格与工资控制的办法，而不是紧缩银根来对付通货膨胀。

当然，米尔顿·弗里德曼对这些会感到不高兴。的确，他认为石油与食品价格的上涨确实造成了直接的通货膨胀刺激，但是这也意味着人们会减少在其他方面的开销，于是通货膨胀又会渐渐停止，除非经济中处处都存在太多的货币。1968年，他在美国经济学会上作主席致辞，在致辞中，他努力解释了菲利普斯曲线关于失业与通货膨胀之间的替换仅仅在短期内成立。他后来继续对这个理论问题作了深入的研究，设法估计了货币供给扩张对经济增长（因而降低失业水平）的刺激效应结束所需要的时间，以及它导致通货膨胀所需要的时间。1992年，他提出了从货币供给扩张到它对通货膨胀产生最大影响的时滞：对于M1来说，平均为20个月；对于M2来说，平均则为23个月。

$$MV \rightarrow Q \rightarrow P$$

正是以上事件的这种次序造成了某些强制性的过量货币创造。货币刺激的初始效应是正面的（提高Q），只是到了后期，过量刺激的负面效应（提高P）才显露出来。

挑战八：预测通货膨胀

有没有其他不同于观察货币供给和平均时滞统计数据的方法来预测通货膨胀呢？这样的方法的确也有。许多研究机构（包括一些投资银行）已经开发出一些领先通货膨胀指标体系。其中的一位先锋人物还是杰弗里·穆尔，他在20世纪80年代开发出了两套系统。其中一套系统的指数是建立在16种被广泛使用的工业原材料（棉花、聚酯、粗麻布、印花布、钢屑、锌、废铜、铝、锡、兽皮、橡胶、动物脂肪、胶合板、红橡木、苯、原油）现货价格基础上的。他宣称，如果这些原材料的价格出现了上涨，那么消费价格就会跟着上涨。这一指数名为《商业日报》工业原材料现货价格指数。穆尔的另一个指数包括了7个要素，其中的前3个与瓶颈问题有关：

- 工作年龄人口中就业的百分比
- 《商业日报》工业原材料现货价格指数增长
- 总体债务（企业、消费者和联邦政府）的增长率

这3项指标背后的理论是劳动力、商品或资本的瓶颈将会导致价格上涨。接下来的3项指标和对价格上涨的观察有关，这种价格上涨逐渐通过经济系统向消费者传递：

- 进口价格指数的增长率
- 邓白氏公司对考虑到销售价格商业预期的调查
- 全美采购经理人协会（NAPM）的价格扩散

最后一个是关于供应商方面的，显示其产能是否短缺因而可能出现的价格上涨：

- NAPM供应商绩效

另一位先锋人物是来自普惠公司的迈克尔·尼米拉，他采用了以下通货膨胀指标：

- 供应商绩效
- 就业人口比率
- NAPM价格调查
- 美联储的贸易加权美元指数

ECRI，即经济周期研究所（由杰弗里·穆尔创办），在以下指标基础上开发了“未来通货膨胀计量器”：

- NAPM供应商绩效
- 进口价格
- 工业原材料价格
- 房地产贷款
- 总债务
- 居民就业比率
- 失业保险比率
- 收益差

NAPM供应商绩效指数已经成为中央银行及其观察者跟踪最密切的指数之一。美国的经验是，NAPM指数值高于55，一般能够较好地说明美联储将要采取紧缩性政策。相反，除非NAPM指数下跌到50或者45以下，否则美联储的宽松政策周期很少会结束。

第四个领先通货膨胀指数是由赛勒斯·J·劳伦斯公司（Cyrus J. Lawrence Inc.）所开发的“莫若桑尼指数”，该指数是建立在将产能的利用水平与美元的贸易加权水平相比较的基础之上。其他已经采用的指标包括黄金、M1和CRB（美国商品调查局）指数，CRB指数中的商品包括玉米、燕麦、黄豆、黄豆粉、小麦、黄豆油、可可豆、咖啡、糖、棉花、橘汁、木材、猪腩、活猪、活牛、铜、金、银、铂、原油、燃料油等。

1999年，两位NBER的经济学家詹姆斯·斯托克和马克·沃森发表了一项关于不同的领先通货膨胀指标是如何起作用的研究成果。他们的研究包括190多个针对美国经济的指标，其时间跨度从1959年到1997年，长达28年。他们还提出了一个简单的问题：这些指标当中有没有能够像通货膨胀指标那样可以战胜失业的指标呢？

他们认为，货币供给是作为预测工具的一个明显的候选指标，但是他们的研究并没有发现非常清晰的相关性，即货币供给作为一个指标，并没有战胜失业。那么利率这个指标呢？不幸的是，它也不够好。商品价格指数会怎么样呢？这听起来还不错，因为这是穆尔的《商业日报》工业原材料现货价格指数的基础，然而，令人遗憾的是它也不行。另一项研究中的确发现了在商品、黄金、石油的价格与CPI之间存在着一定的相关性，但这不是期望的结果：随着原材料价格的上涨，会出现……CPI的下降。这符合弗里德曼的观察，如果货币供给是常量的话，那么随着某些商品的价格上涨，其他商品的价格出现下降就是正常的。这也可能简明地反映出了这样的事实，即商品价格是经济周期的滞后指标，因此，当通货膨胀在后期出现的时候，我们没有过多的理由可以相信，周期的出现会比商品价格的变化还要迟。不管怎样，我们还是回到斯托克和沃森的研究上来：他们发现比失业更好地预测CPI的工具了吗？让人高兴的是，他们找到了预测CPI的最佳方法，那就是运用全部经济活动指标的总加权指数，这些指标包括工业生产、实际的个人收入、贸易销售额、非农产业的收入、产能利用率以及新屋开工量。经济活动由方程式中的Q代表，而且这部分可以作为预测CPI或者是价格P的工具。

这一点非常有趣，因为它表明了弗里德曼甚至是桑顿所主张的那种次序：平均而言，货币刺激（MV）首先会对经济活动Q产生最大的影响，之后再影响到通货膨胀P。现在人们一般都相信货币刺激对产出的影响会在6~9个月之后出现，而对通货膨胀的影响则在12~18个月之后出现。这两个时滞都是非常易变的，然而，这也正是从MV到P的时滞难以预测的原因，而从Q到P的时滞更短，并且变化也较小一些。

我们现在已经讨论了对M、V、Q、P的定义与预测问题，还有像资产膨胀、银行危机、债务紧缩、经济崩溃和恶性通货膨胀等更加复杂的问题。中央银行还会遇上其他的挑战吗？的确，还有一个外汇方面的问题。要理解这个问题为什么也可能构成一个大的挑战，我们不妨把时钟拨回到20世纪90年代，探访一位工作突然之间遭遇困难的中央银行行

长。

挑战九：处理外汇汇率

1990年，诺曼·拉蒙特成为了英国中央银行的领头人，这一年他48岁。他的职衔是“财政大臣”，也就是中央银行行长。这种职位要求其具有很强的背景，就此而言，他是非常适合的。诺曼·拉蒙特出身于一个显赫的家庭，从剑桥大学毕业之后，就在伦敦工作，曾经担任过罗斯柴尔德资产管理公司的主管。他还当选为议会的议员，并且曾经在能源部、工业部和国防部等多个部门任职。

拉蒙特出任中央银行行长这个新的职位，尽管报酬丰厚，但也承担着很重的责任，经常需要处理一些重大的问题，甚至有可能是极为重大的问题。实际上，在1992年9月之前，他已经面临一个非常重大的问题。这个问题主要与一位名叫索罗斯的匈牙利投机者有关。

乔治·索罗斯1930年出生于匈牙利，是一位犹太律师的儿子。他的父亲在“二战”期间给他弄了一些伪造的身份证件，战争期间，他不得不躲在阁楼里，或者隐藏在一些别人用石头砌成的地窖里。幸运的是，他活了下来，并且在17岁的时候移居伦敦。虽然又脏又穷，但是人生充满了希望，他依靠打零工来维持简单的生计，像粉刷房屋、挑拣苹果或者在铁路上当搬运工、救生员，还在人造模特车间当过辅助工。他开始时的支出预算是每天4英镑，而且还在日记里把所有的花销都记录下来。

1956年，他从伦敦经济学院毕业，但是好不容易才在奎格里诺餐馆谋到一个侍应生的差事，有时要依赖富人们剩下的残羹来果腹，他还在布莱克浦这个蓝领度假胜地兜售女士们用的手提袋与珠宝。在如此艰难的日子里，他过得一点儿也不开心。这时候，如果有人告诉他，有一天他将会挑战英国财政大臣的权势，打死他也不会相信（他最终面对的这个人也不会相信，因为拉蒙特那时还只是一个14岁的学生）。

乔治·索罗斯开始时决心要成为一位哲学家，还起草了一篇论文，但最后还是没弄懂哲学，于是决定全盘放弃。他的职业生涯一直比较惨淡，直到有一天，他有了一个想法，于是给全城股票交易商写了求职信。这次，他终于获得在辛格-弗里德兰德公司（Singer & Friedlander）担任一名股票套利交易员的工作。后来，他又获得一份股票市场分析师的工作，这一次是与F·M·迈耶一起在纽约工作。此后，他

又在他家股票交易公司工作过一段时间，1969年，他与合伙人一起创立了量子基金。这一年他已经39岁，事业总算开始有了眉目。

量子基金是世界上最早的对冲基金之一，而且是非常成功的一只基金。在1969年基金创立之时投入的100美元，到1985年，已经增长到至少16487美元。

索罗斯和他的助理斯坦利·德鲁肯米勒在1992年的整个夏天都对英镑感兴趣。英镑在1990年10月（拉蒙特获得委任之前）已经加入了欧洲汇率机制（ERM），中心汇率为1英镑兑换2.95德国马克，而且可以浮动的区间为6%。加入欧洲汇率机制从来就不是拉蒙特的想法，况且在一次严重的衰退之前加入这个机制，无论如何都不是明智之举。英国的通货膨胀率是德国的3倍，而且英国经济到1992年之前已经处于严重的衰退期。索罗斯与德鲁肯米勒认为英镑将不得不贬值。德鲁肯米勒建议针对英镑可以赌上30亿~40亿美元，但是索罗斯没有同意。这时袭击英镑可以说是轻而易举，所以为什么不做一笔真正的大买卖呢？要做真正的大买卖！例如，赌金可以高达150亿美元。

他们从卖出70亿美元的空头合约开始。作为其整体战略的一部分，他们也买进英国的股票以及法国和德国的债券——这些市场可能从英镑贬值中受益。1992年9月15日星期二这一天，英镑开始快速下跌，尽管英格兰银行[\[1\]](#)迅速作出反应，吃进了30亿英镑，以支持汇率的稳定，但这一天市场在收盘时还是表现得非常疲弱。晚上，拉蒙特先生与美国大使一起用晚餐，在用餐时可能有点不礼貌，因为他每隔10分钟就试图与德意志联邦银行的官员取得联系，希望能够说服他们削减德国的货币利率。然而，当他最终与德国人取得电话联系时，他们并没有帮忙。晚餐过后，他召集英格兰银行的官员开会，研究制订第二天的博弈计划。他们同意第二天一大早就采取市场干预措施，稍后还可能跟着提高利率。

第二天一早7点30分，英格兰银行的交易员开始按照批准的价格买进了价值20亿美元的英镑。一个小时之后，拉蒙特先生给英格兰银行方面和约翰·梅杰（时任英国首相）打电话讨论了目前的局势。10点30分，拉蒙特再次给梅杰打电话建议把利率提高2%。梅杰同意了他的意见，但是不管怎样，英镑还是继续下跌。尽管英格兰银行在这一天最后支出了150亿英镑，但是这场战斗显然还是失败了。就在纽约时间早晨7点的时候，斯坦利·德鲁肯米勒给乔治·索罗斯打电话宣布了一个消息：

“乔治，你刚才已经赚进了9.58亿美元！”

在接下来的10个月时间里，西班牙货币贬值了三次，葡萄牙货币贬值了两次，而爱尔兰货币也贬值了一次。

这个故事说明，在短短的一天之内赚进10亿美元并非完全不可能，当然，这个故事也是米尔顿·弗里德曼所说的“三难”问题的一个出色的说明，也就是说，要同时达成以下三个目标中的两个以上目标是不可能的：

- 汇率控制
- 价格水平的控制
- 外汇交易的自由化

这让我们想到罗伯特·卢卡斯和他的理性预期理论，因为无论中央银行想要达成什么目标，如果人们认为它能够成功的话，那么中央银行成功的可能性就较高。这实际上也是对中央银行最后的一个主要挑战。

挑战十：维持信誉

理性预期理论现在经常被中央银行整合到经济计量模型之中，例如，它们假设人们预期未来的通货膨胀与计量经济模型（通过迭代）的计算是相同的。对中央银行而言，理性预期就是指事情的发展像它们认为的那样。它们也努力设法通过公布通货膨胀目标或者固定汇率浮动区间这样的信息来动员（或者像经济学家所说的“锚定”）人们的预期。但是，平衡性的行动则是宣布那些具有合理确定性的能够实现的政策与目标。

预期管理可能会起到作用，但也可能破坏镜子里的游戏，为此我们需要借助博弈论和大量高深复杂的数学知识。特别有可能的情况是，如果公众当中包括了像索罗斯这样既有定见又很聪慧，但并不总与中央银行的想法相一致的人，事情就会变得非常复杂。然而，中央银行在这场战斗中至少还有一个优势，即市场上没有人知道中央银行会怎么做，但是中央银行对市场中的这些人还是比较了解的。它们知道公众对利率的预期，因为有高度流动性的金融合同一直在跟踪长期与短期利率的未来预期。它们还可能研究市场更长期的利率结构，并且以此为基础来预计

实际利率应该处于什么水平。此外，因为它们知道人们的预期，所以也了解市场对于意外事件会作出怎样的反应。例如，利率意外地改变25个基点（0.25%），将立即造成股票指数变化大约1%——至少在美国是这样。这类信息是通过经济学家所说的“事件研究”收集到的。

它们所具有的优势也就是这些，然而，由于它们受到的智力挑战非常大，最大的问题可能就是下决心拍板这种简单的事情。一位金融投机者可以在任何时候放弃他的市场位置，而且经常是马上就可以做得到。但是中央银行没有这样的特权。首先，在管理预期时为了表现出可信性，它们可能从来不会显得犹豫不决——政策方向一旦选定，它们就必须坚持一段时间。其次，它们一般要给人们一定的时间去作调整，以适应政策的变化。比如说，如果它们要提高利率，那它们更喜欢在较长的时间内作较小增幅的改变，这样做可以让市场参与者有时间井然有序地调整他们的行为。

现金、信用与信誉

我们可以设计下面的一则广告，对应聘中央银行行长的职位提出要求，以此结束我们对中央银行与经济周期问题的讨论。

诚聘中央银行行长

你需要运用现金、信用与信誉来稳定经济增长与通货膨胀。你需要理解这些变量所发生的波动是三种不同周期现象的结果，涉及存货、资本性支出与房地产，以及其他大量周期性与结构性的变量，而且这些周期现象是不同的，彼此之间也在以某种混乱的方式相互发生影响。

有人会为你提供一连串的大量信息，然而，当你得到这些信息的时候，它们可能已经较为过时，而且你获得这些信息之后，还需要对其进行有意义的修正。不过你需要运用这些材料作为决策的基础，你的决策将会立即影响到外汇、货币、债券与股票市场，对总产出的影响要延迟一段时间，而对通货膨胀的影响甚至更迟。

你还要了解政策对通货膨胀的影响，这种影响发生的时间窗口可能超出现实预测的范围，你并不能控制这类通货膨胀是发生在消费品的价格领域，还是发生在投资的资产价格领域。然而，你知道，如果资产膨胀水平的确飙升起来了，将会导致未来产出与通货

膨胀的显著波动，因此你需要对此进行干预。

最后，你要接受这样的事实，即无论何时，如果你要改变已经宣布的政策，你都不得不坚持一段时间，这是为了表明你完全掌握上面所规划的全部目标。

有负面新闻问题的申请者不能应聘。薪资与退休金面议。

[1] 即英国中央银行。——编者注

BUSINESS CYCLES

第五篇

经济周期与资产价格

第23章 周期之母：房地产市场

让我们把镜头拉回到1932年芝加哥的房地产审计师办公室。当时正值大萧条时期，有大量的失业人员，因此能在这家机构谋一份相对安稳的差事应该是让人满意的。这里的员工每天工作任务并不重，主要负责对这个城市的所有房地产交易作好准确的记录。另外他们还要做一些图书馆性质的工作，因为人们会到这里来查阅房地产交易的文件，而每一次最多可以查阅5份。

在办公室的职员中有一位年轻的姑娘，她注意到有一位先生经常来这里查阅文件。这个人看起来很体面，他在这里查阅的文件越来越多，实际上，他好像要研究清楚这里的每一份房地产交易文件。这位先生就是霍默·霍伊特。

一项精心的调查

当时，这位好奇的绅士已经37岁，他来到这里，便一头扎进了房地产交易的文件当中。这个人非常聪明，23岁的时候就获得了法学学位，现在是芝加哥的一名房地产经纪人与顾问。他不满足自己在这个市场上仅仅是一个参与者，而想要成为一名领头的专家。于是，霍默·霍伊特决定对房地产价值的周期性波动问题作一次真正全面的研究，这将成为世界首次，而且他的这项研究还可以成为申请经济学博士的基础，要是再能找到出版商的话，他随后就可以出版一本书。

研究按照计划完成了，霍伊特1933年也获得了博士学位，并且就在这一年出版了他的专著。霍伊特撰写的这本《百年来芝加哥地区的土地价值》，对芝加哥城市发展的每一个阶段都作了详细描述，从他所说的“1830年仅有几十个木棚屋的小村落”开始，一直发展到1933年广为扩展的城市。这本书的第一部分对过去103年间所发生的各种情况进行了纯粹的描述。之后，他才提出问题的核心：设法探寻土地价格的周期性波动。他的研究都有哪些发现呢？

·似乎确实存在所谓的“房地产周期”现象；

·这些周期非常缓慢；

·周期是缓慢的，但振幅很大，并且在反转向下的时候会变得很可怕；

·房地产周期不一定与其他商品与股票的周期相互重合——投资者看起来好像经常在这3个市场之间轮番出入；

·房地产业回报最高的是萧条期间的购买行为，但可能让人感到惊讶的是，谁会赚到这么大笔的钱呢？这通常不是房地产业的专业人士。

以上就是他所得出的一些主要结论。下面我们就来仔细研究这些结论。

霍伊特的房地产周期

在对以往103年间的房地产交易统计数据，以及周围相关的所有商业、政治与人口统计事件进行调查之后，霍伊特决定把房地产周期描述成以下20个阶段：

- 1.总租金开始快速上涨。
- 2.净租金上涨得更快。
- 3.作为租金上涨的结果，现有房屋的销售价格大幅上涨。
- 4.为新建房屋支出。
- 5.新建房屋数量增加。
- 6.廉价信贷刺激了新建房屋数量的增加。
- 7.小额融资扩大了新建房屋的数量。
- 8.新建房屋吸收了闲置土地。
- 9.繁荣时期的乐观人口预测。
- 10.麦田里的新城愿景：土地细分的方法。
- 11.大笔花费用于改善公共条件。

12.所有类型的房地产达到高潮：顶峰。

13.开始出现逆转的变动：间歇期。

14.房屋抵押赎回权丧失的增加。

15.股市崩溃以及普遍的商业萧条。

16.损耗的过程。

17.银行改变繁荣时期房地产贷款业务的政策。

18.停滞与房屋抵押赎回权丧失的阶段。

19.残局清理完毕。

20.为另一次繁荣作准备，但是另一次繁荣是不会自动到来的。

霍伊特发现，在他所调查的103年间，这些戏剧性的事件按先后顺序不自觉地重复了5~6遍。

蜗牛式的运动

霍伊特的20个阶段的周期是缓慢的。从对房地产需求开始上升到市场作出反应需要几年的时间。土地必须分成一片一片的地带，而后再细分成一小块一小块来出售，之后土地有可能被搁置很长一段时间。一旦实际作出了建造计划，就必须上报以获得批准，而计划获得批准之前可能还要经过若干次的修改。这意味着，在所有新的房地产项目竣工并且进入市场销售之前，还要再经过几年的时间。当这些最终全部完成的时候，市场供给可能已经过剩了。于是便出现了危机，这样又要经过多年的时间才能把危机残局清理干净。霍伊特在研究中发现了一些重要的时间点：芝加哥土地价格分别在1836年、1856年、1869年、1891年和1925年达到高峰，这就意味着这些高峰年份之间分别有20年、13年、22年和34年的间隔。

图23-1显示了这些周期。我们从这幅图可以清楚地看到，1912年建筑业活动出现了高峰，当时的土地价格并没有上涨太多。如果我们把这一年算成另一个房地产业的高峰，那么上面的时间间隔就变成了20年、13年、22年、21年和13年，平均间隔为18年。这简直是蜗牛蠕动的步

伐，至少与长度为4.5年的基钦周期和长度为9年的朱格拉周期相比，房地产周期的步伐实在是太慢了。然而，这是在一定背景下的情况。对任何时间序列中的周期长度进行研究，筛选的定义不同，将会导致不同的结果。例如，国际清算银行曾经用一个较好的筛选机制分析了房地产周期，研究结果表明周期的平均长度与存货周期近似，但这种短的房地产周期中许多都有最低振幅。通过对房地产价格的许多直观检验，我们就能够揭示出很小的波动与平均大约长达18年的长周期之间所存在的差异。房地产市场可以略过总体经济中许多更短的周期，即使有所纠正，差距也不会太大。

非常大的振幅

霍伊特长达18~20年的房地产周期是很慢的，但是周期的振幅非常大。霍伊特通过与其他变量的比较来说明这一点：在他所研究的103年间，整体经济活动（用GDP代表）从未超过其趋势水平16%，银行清算量（信贷）也从未超过趋势水平28%。但是，他发现高峰时期房地产的销售量比正常水平高131%，新建房屋数量高于其趋势水平167%，地块细分高于趋势水平540%；处在下跌阶段的房地产周期波动同样剧烈，新建房屋数量下降达到了98%，地块细分也下降了100%——地块细分的工作很容易停下来。无论用哪一个指标来衡量，周期的振幅都非常大。

他还发现房地产周期对经济有很大的影响，由于房地产周期的下跌阶段会持续很长的时间，泡沫也在这个阶段破裂消退。霍伊特指出，房地产活动位于趋势水平下方的最短时间不少于10年，而最长时间则达26年之久。换句话说，这种“清理残局”的过程，对经济有很大的拖累，而且时间很长。此外，在他所研究的103年中，房地产周期的高峰和股票及商品市场的高峰并没有非常直接的联系，但是每一次房地产危机则与整体经济的恶化是一致的。其中的一个原因就在于，房地产业的规模一般是年度GDP的2~3倍左右，因此当房地产业受损时，经济确实也受到了很大的损害。许多后续的研究也证实了这个发现。其他大量的研究还发现了房地产危机与总体金融危机之间存在着联系。

资产配置交替

图23-1显示了商品、房地产和股票价值之间的关系，并且霍伊特观察到这种关系倾向于相互交替，而不是趋于一致。他认为，这可以用战

争来作部分解释，战争进程推动了对商品的需求，士兵返乡则意味着对房屋的需求，随后的经济复苏创造了对消费品的需求，这又有利于股票价格的上涨。

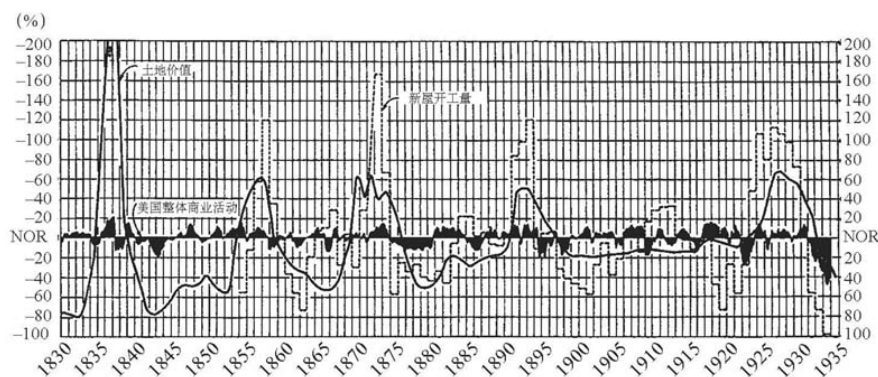


图23-1 芝加哥的土地价格，1830~1933年

抄底的艺术

霍伊特认为多数的投资者/投机者是善于做商品、房地产或者股票交易的。他得出的结论是，赚钱最多的人显然是在危机期间以特别低的价格买入，但这些人通常并不是那些取得成功的房地产专家，因为当房地产价格真的变得很低廉的时候，他们自己可能赶上了低迷时期，手中的流动资金极为缺乏。结果当机会来临的时候，得到好处的经常是那些拥有足够的流动资金来买入土地与房产的其他领域的人。他发现，在他所研究的103年间，在芝加哥周期性的房地产交易中做得最好的是约翰·雅各布·阿斯特（皮货商）、马歇尔·菲尔德（批发与零售商）以及波特·帕尔默（从事贸易与旅馆业）。这些人没有谁是房地产方面的行家里手，但在房地产危机的谷底，他们手中掌握的全是流动资金，并且很好地利用了自己的这个优势。

更多的研究

霍默·霍伊特的书出版之后，马上就成了经济学文献中的经典。在这本书出版之后一年，他便加入了美国联邦住房管理局，并且于1944~1946年在麻省理工学院与哥伦比亚大学担任土地经济学访问教授。他还与阿瑟·韦默合作撰写了《房地产原理》一书，这是1939年出版的另一本经典著作。后来，他重新投身房地产市场，并且发了财。1979年，他把自己在佛罗里达的一处价值不菲的房产捐赠给了一家机构，这家机构现

在还是以他的名字命名（霍默·霍伊特研究所）。他的家庭情况怎么样呢？由于他经常到房地产审计师办公室借阅房地产交易的记录文件，于是便有机会娶了那位多次目送他离去的漂亮姑娘。

霍默·霍伊特对房地产周期的描述在他那个时代是一个例外，尽管他可能低估了失业、财富、流动性和利率的影响，但直到今天他书中真正错误之处也实在不多。然而，《百年来芝加哥地区的土地价值》这本书是我们理解房地产周期的唯一开端，其后才有了更多的研究。例如，在霍伊特的著作之后，在阿瑟·伯恩斯（来自NBER，后来担任美联储主席）出版其更为详细地描述房地产周期的杰作《住宅建造的长周期》之前，普林斯顿大学的克拉伦斯·朗花了两年的时间，发表了论文《建筑业中的长周期》（1939年）和《建筑周期与投资理论》（1940年）。

但是，由于缺少全国性或者国际性的统计数据，许多早期的研究受到了限制，直到20世纪90年代，国际性的房地产周期的清晰图景及其在很长时期内的行为才被人们描画出来。但在转向这些研究之前，我们应该迅速估量一下所探究的对象：什么是房地产？

房地产市场分类

房地产有私人与公共之分。大约20%~25%的房地产建造活动通常是公共领域的，而且这部分相对稳定，但其余的部分则表现出了霍伊特所观察到的周期性波动。在富裕国家，房地产市场在GDP构成中的比例要高于贫穷国家，这就意味着房地产市场的增长和国民收入的增长是不相称的。我们已经看到房地产市场的价值一般是年度GDP的2~3倍左右，但是这个界限有可能被突破，而且平均而言，房地产建造活动超过了经济活动的10%。

许多房地产研究关注4类建筑资产：住宅房地产、零售业房地产、办公楼和工业房地产。这些资产是房地产市场的大多数，其中大约75%是住宅，还有大约25%是酒店与会议中心、建设用地、停车场以及农用地。

大多数房地产是紧密持有的，但还有一部分是通过流动性工具进行交易的，因而这部分被称为“报价”房地产。紧密持有的房地产交易价格变化可以通过当地的统计来跟踪，而公开的房地产基金交易活动可以通过像GPR250这类指数来跟踪，该指数跟踪了250家具有流动性的房地产

上市公司的情况。虽然这个指数所代表的还不到报价房地产市场总量的10%，但它具有总体的代表性。NCREIF农用地指数跟踪美国的农业用地情况。农用地所有者的通行做法是把土地出租以谋取稳定的收入，这部分收入会随着通货膨胀一起上涨。美国有大约1/3的报价农用地是森林，这部分是由NCREIF林地指数跟踪的。因此，有多种途径可以跟踪房地产市场的价格变化。然而，这些资产的价值会发生什么样的变化呢？在此，我们需要了解一些关键的术语：

·净营业收入（NOI），指总的营业收入减去营业成本。营业收入可以包括租金、停车费、洗衣/摊位的收入等。营业成本指修理费、保险费、行政管理成本、日常用品费用、物业税等（成本不包括融资成本、资本性支出、所得税和贷款分期偿付）。

·资本性支出，指用于改造而不是日常维护的成本支出。

·债务偿付，指按揭之类的融资利息与本金偿付。

·净现金流，指净营业收入减去资本性支出与借款服务的支出。

·资本化率（CAP率），指用年度净营业收入除以资产购置价格所得到的预期收益率（与此类似的基准是股票的市盈率）。换句话说，它是在扣除融资成本、所得税以及改造支出之前的现金流量占购置价格的比例。资产的预期价值可以用其净营业收入除以该类资产一般具有的最高资本化率来估计。

·债务抵补率（DCR），是净营业收入除以债务偿付成本（利息加上本金偿付）。大多数的出借人会要求这个比率至少达到1.1 ~ 1.3，以保证资产所有者能够偿付债务并有宽裕的现金流用于日常的经营维护等。

房地产投资工具

房地产交易中有3种主要的工具：

·直接所有权。这提供了改变资产的潜在能力，但也可能涉及相当多的工作。

·开放式房地产基金。这些基金允许其投资者按照以评估为基础的资产净值进行交易。这样做保证了公允价值，但也会迫使基金维持流动性准备以应对赎回。

·REITs（房地产投资信托基金）。这种工具是类似于普通股的封

闭结构，意味着可以交易但不能赎回。由于它们是用来作为其他类别投资的工具，因而一般在公司层面享受免税待遇，只要基金承诺将绝大部分的收益（典型情况下是85%~100%）用于分红。

在这3种工具中，REITs提供了最大的便利。例如，如果房地产业已经出现了泡沫，做空REITs就是很容易的。

资本化率一般为1%~1.5%（100~150个基点），要比长期利率高一些。举个例子：一项资产的购置价格为1000万美元，它能够带来60万美元的净现金流。如果融资成本大约为4.5%，那么这项投资就是合理的，因为投资人还有1.5%的收益用来支付改造支出和所得税，但他也希望随着时间的推移，通货膨胀或者繁荣能够增加该项资产带来的收入与出售资产的价格。如果投资人认为资产的净营业收入会随着时间进一步上涨的话，他在购买该项资产时可能会接受更低的资本化率。但是，由于资本化率要和利率进行比较，如果利率走高，资本化率也会倾向于上升，这就意味着，如果利率上涨，在其他条件相同的情况下，房地产的市场价格会下跌。

对于房主自用住宅房产来说，情况会有些不同，由于该房产没有产生现金收入，所以也就没有净营业收入。用以替代的是经济学家所说的“留用价值”，英语中用这个名称来描述出售资产的最低价格，这并不贴切，资产出售的最低价格应该与该项资产扣除运营成本之后所能产生的埃奇沃思的快乐原子数量相对应（在拍卖市场中，“底价”这个术语是指出售方的最低价格）。无论何时，现实情况似乎是私人部门购买的房地产数量，大约为人们对未来所能负担的有信心的购买量。此外，由于住房的平均质量会随着经济的繁荣而提升，并且收入中基本生活必需品的开支部分则会随着经济的繁荣而下降，于是存在一种趋势，即人们把房地产收入中增加的部分当成了实际收入的增量来花费。但是，也存在多种情形（正如霍伊特所观察到的），在这些情形下，对房地产基本价值所作的研究表明，房地产有时已经昂贵得不可思议，或者极其便宜。我们接下来看看为什么会发生这种情况。

现实中的房地产周期

用我们非常熟悉的纽科姆方程式 $MV = PQ$ 来处理这个问题。图23-2表明了纽科姆方程式左边的构成元素，还列出了其右边部分最常见的经

济效应——我们这样看待这个问题，是因为随后要详细说明这个方法。

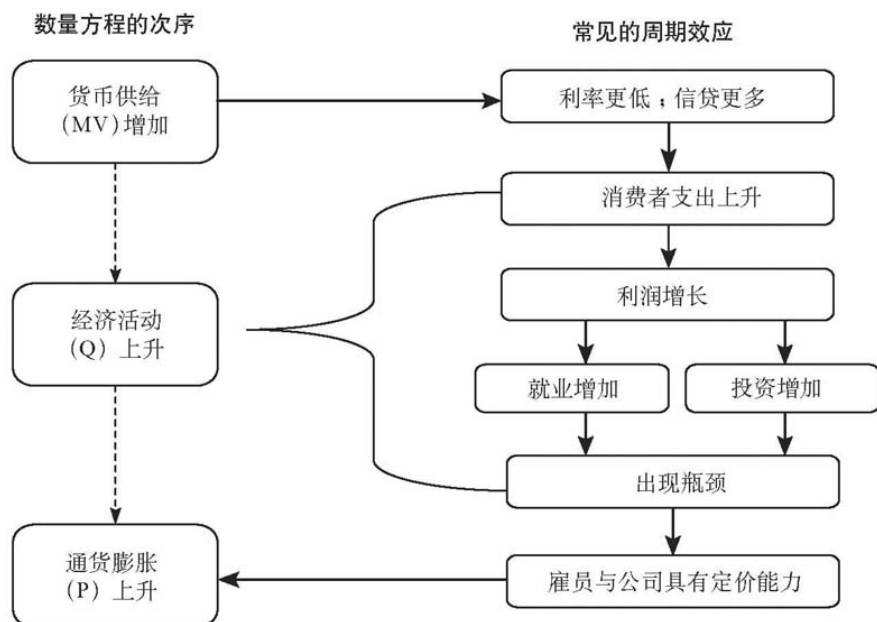


图23-2 纽科姆方程式与最常见效应的次序

我们假设现在正处于刚开始扩张的阶段：MV已经增加，消费支出也上升，中央银行降低利率，而且债券利率也随之降低。许多消费者决定利用当前更为便宜的融资来建造或购买新房。新屋开工量上升比GDP出现上涨大约要早6个月时间（回忆一下，新屋开工量是最好的经济领先指标——仅次于某些金融领先指标）。

背景情况就是这样，现在房地产市场出现了最早的循环交替。公寓、单个家庭住房、零售业与酒店业的房地产价格都开始上涨。人们又住回了提供全套服务的酒店，这些酒店在衰退期间大量空置，并且总体租金也开始上涨。净租金上涨得更快，因为收入上涨超过了成本增加，并且不管怎样，通常抵押贷款都是固定的。（来看一个例子：霍伊特发现办公楼租金从1918年到1926年上涨了90%，但是成本仅仅增加了31%，这意味着房地产业的利润上涨的幅度不低于300%。）然而，由于开发成本已经上涨，专业的开发商在新屋开工上表现出了犹豫，因此采取翻新现有房屋的办法来努力满足增长的需求。

大约在对住宅房产的需求回暖之后一年，办公楼的租金收入也开始上涨。当价格还处于较为合理的水平时，这个阶段会鼓励白领工作性质

的商业部门（特别是服务部门）去寻求好的办公空间。这里的“好”意味着市区中心，因此市区中心的办公区首先被占满，这就导致了价格的上涨。利率在这个阶段的典型表现是处于下降状态，由此减少了按揭成本并且增强了支付能力。消费者常常在这个阶段开始作出过高的承诺，因为当通货膨胀水平与利率正在下降的时候，他们对以更高价格购买资产的真实成本是倾向于低估的。毕竟，由于预期的通货膨胀率较低，所以利率是很低的。低利率造成了按揭初始还款较低，但实际的按揭成本（经通货膨胀调整的）将不会像通货膨胀率较高时那样较快下降。因此他们所用掉的将来收入也超过了可以实现的水平。

扩张到顶与投机问题

现在我们正在接近扩张的中期，此时的经济稳定增长，到处是欣欣向荣的景象，产能则开始吃紧。由于现有的房产存货已经销售一空，土地价格正开始强劲上涨。这是建筑业繁荣的预警信号，这时的繁荣得到了合理的商业模式和唾手可得的廉价融资的鼓舞。人们察觉到目前的投资更加安全和有利，这也在一定程度上增强了获得融资的便利性，另外，人们因为可以用现有的房地产进行抵押，所以能在房地产领域作更多的投资。在这个阶段，汽车销售也非常活跃，停车场的生意也很好。

扩张最终一步步地进入了尾声，但是，当消费者把自己的储蓄花得差不多的时候，他们并未就此收手，而仍然在继续大笔花费。同时，工业生产正在奋力跟上需求的增长，所以又开始建设新的产能，这些投资将在稍迟一段时间推动经济增长。扩建产能意味着工业房地产（研发与仓储用房）的价格，以及工业用地的价格都会强劲上涨，住宅用地引领着土地价格的复苏。此时，人们被迫到主要市区中心以外寻找办公空间，于是市郊的办公楼业务兴旺起来，建设办公楼用地的价格也开始上涨。通货膨胀在这个阶段可能已经开始上升，酒店与停车场还有能力不断地涨价（它们不同于其他的房地产领域）。在此过程中，消费者的贡献很大，许多人有能力从公寓搬迁到单个家庭住房，从而使单个家庭住房的发展速度超过了公寓。许多地块需要细分出售，有些人完全是出于投机目的来买地。此时的融资变得更加容易，许多开发商可以用极少的本钱来启动新项目。

与此同时，新屋建造活动吸收了大量空置的土地，这给土地所有者带来了一大笔额外的收益，也导致了土地投机之风的盛行，因为更多的人要赶在将来有需求之前购买土地。这是投机狂热的开端，那些房地

产推销人员选择采用最为乐观的学术研究结果（而更多保守学者的研究成果则被忽视），据此对房地产业的未来增长率发布一些甚为乐观的预测。他们还在制作一些营销资料，向人们描绘现在的空地上将要建造的住宅小区。这是由大胆激进的销售方法促成的。

房地产业的繁荣也吸引了地方当局的兴趣，地方当局希望通过重新规划更多的土地和建设新的基础设施来支持房地产业的增长。这又给那些购买细分地块的投资者更大的信心，他们相信未来的发展即将要实现。然而，这也造成了这些土地在预期的城市化尚未实现的时候就已经失去了农业用途。

边缘之上

现在我们已经跨过了顶峰。此时的消费能力已经达到了最高点，工业产能建设也已经达到了高峰，只有租金与建造成本开始对商业团体造成伤害。由于置换房屋销售量比新的需求增长速度要快，所以房地产的需求达到了平稳状态。租金下降，空置率增加，房地产价格开始下滑，在GDP达到顶峰之后一年，新屋建造活动甚至还在继续扩张。

第一个发生严重变局的是土地，它直接进入了冰点状态：没有人还要购买土地。接下来是砖块与灰泥等建材市场。在这个阶段，没有哪一个房地产领域还有良好的表现，但是，有些房地产领域的稳定性仍然比其他领域稍好一些。相对而言，表现最好的是那些提供有限服务的酒店（因为此时人们又抛弃了那些提供全套服务的酒店）和零售业房地产，因为当人们没有能力再去购买房屋和汽车的时候，他们仍然有能力购买那些小一些的物件。这意味着购物中心和最低层次的地方商场的经营会比较不错。

这个阶段最严重的威胁是通货紧缩，对于像酒店业和停车场那样的价格可变行业来说，这特别糟糕，因为这类行业有固定的按揭成本，但也被迫削减服务价格。那些令人疑虑的持有大量抵押房产的人，此时可能会以高于市场的价格彼此间互换所持有的房产，这样做能够在账面上体现出并无实据的利润，从而安抚那些紧张兮兮的债权人。那些采取了长期融资与租赁方式的人则会因此而感到宽慰，他们认为这种融资安排可以免遭普遍的压力和股票市场的急剧动荡（如果股市暴跌时间很短，但是房地产的崩溃可能持续很长的时间，他们也会这样认为）。

遭遇困境！现在情况真的变得非常糟糕，房地产市场的下挫加剧了更大范围的经济紧缩，因为建筑业（正在非常快速地下跌）一般平均占总投资的1/4左右，并且大约占GDP的10%——此时的财富也正在下降。

房产所有者现在慢慢开始感觉到经济紧缩带来的全部后果，因为越来越多的出租合同到期之后，要么不再续约，要么只能以更低的价格续约。此时开始出现了财务困境、破产、不良按揭的增加、抵押赎回权丧失与大量拖欠的情形，由于房产被转移到接管者的手中，而他们大幅度削减租金，这又迫使更多的房产持有者陷入激烈的竞争和严重的困境之中。那些进入拖欠状态的房产尤其缺乏需求，此时根本没有什么买家愿意光顾。如果卖方不要求出售价格高于融资成本的话，那么稍好一些的房产还有人愿意接手。按揭持有人与银行现在也感受到了压力，金融机构被迫急刹车，因为这些机构正面临流动性匮乏的风险，特别是那些手里握着没有什么人想要的房产的机构。

瘫痪

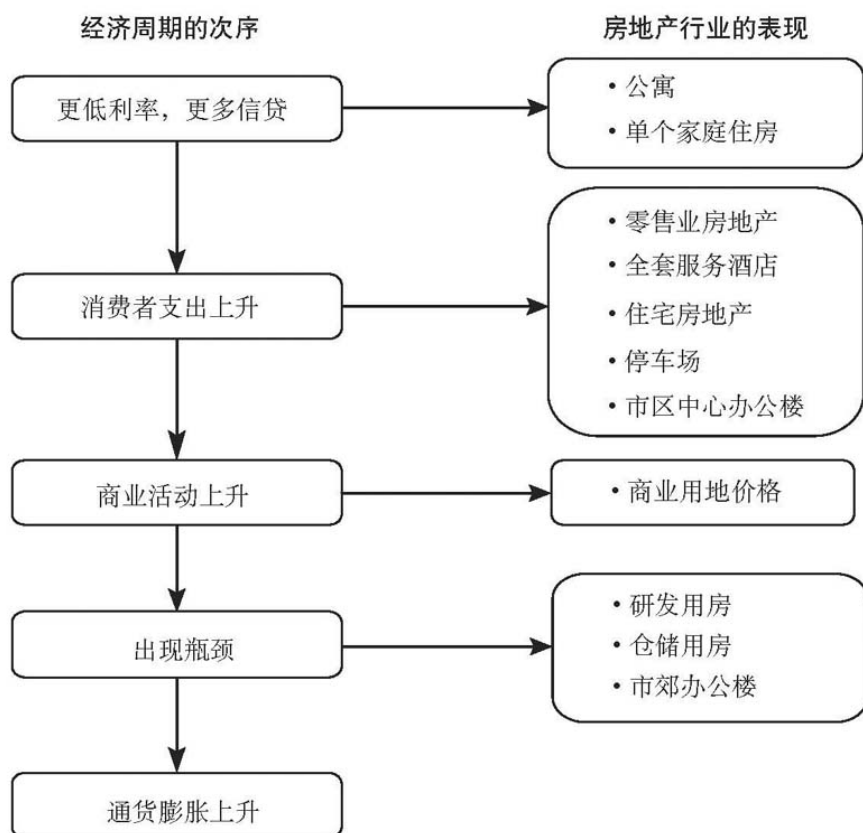
在出现恐慌与困境之后，房地产业进入了冰点状态。土地细分工作已经完全停止了，实际上也没有发生新的借贷，现有房产的交易也非常有限。增建房产的价值现在可能也显著下降到重置成本以下。那些继续持有房产的人承受着持续的损失，因此也没有能力去购买新的房产，更别提再去启动新的建筑项目了，除非等到其资产负债表得到修复之后。许多新建或者翻新的房屋很难出售，因为已经发生了对债权人的拖欠。那些丧失抵押赎回权的房产也没有什么人来购买，因为获得融资几乎是不可能的。这些房产通常会归属那些承受抵押者，他们的出价不高于抵押价值。那些寻找便宜货的人会以很大的折扣购买遭遇困境的抵押债券，而后取消设定给最初持有人的抵押赎回权，并且在出售已经丧失抵押赎回权的房产时将余下的债券持有者清理出去。这个过程会持续下去，直到抵押赎回权的丧失按照常规程序发展，并且原来的责任完全被清除。

如果金融机构出现了系统的脆弱性，更为可怕的是，如果还伴随着汇率危机的话，那么冰点阶段可能会大幅延长。例如，在20世纪90年代末亚洲金融危机（特别是在印度尼西亚与泰国）和1990年之后的日本经

济衰退过程中就表现出了某些这类症状。房地产的崩溃造成了金融机构的危机，在这些国家，很可能是银行提供了大量的房地产融资，如果是专业的抵押机构提供融资，则危机程度要轻一些。

危机残局的清理过程会耗时4~5年，有时还要长得多，当自然的需求慢慢能够赶上已经处于静止状态的供给时，房产也就从脆弱者手中转移到了强健者的手中。现在大量的房产集中到了抵押所有者手中，他们愿意按照其抵押价格或者再便宜一些来出售房产——并且可能会给打包出售的房产附加有限的租金保证。与此同时，经济正在复苏，那些老练的投资者也正在买进一些非常便宜的房产。房屋空置率开始下降，租金比较稳定，而后又开始上涨。此外，建筑成本现在很低，翻新与新建房屋又开始具有价值了。

在这个阶段，面向预算紧张的消费者的房产最有市场。这意味着第二层次的地方商场与工厂直销的效益会比较不错。图23-3说明了在整个房地产周期中所出现的不同房地产领域的交替情况。



相对的变动性

如果没有考虑到变动性，对房地产行业轮转的描述就不可能全面。1976年，英国国家经济发展局发表了一项研究，其结论是：

在广泛的投资名目中，私人住房投资可以看成是最不稳定的，甚至比工业制造部门的投资还不稳定。

私人房产比较容易变动，但是办公楼是最不稳定的一类，而工业用房地产的不稳定性要弱一些，零售业房地产则最不容易变化。建筑活动不易变动，但其价格容易变动，而交易量则更容易变动。后者在住宅房地产中表现尤其明显，其交易量变化的幅度最高达到价格变化幅度的25倍。（这使住宅房地产中介业务成了真正的云霄飞车！）最后，土地细分的变动性大约是增建房屋的两倍。例如，霍默·霍伊特发现，关于土地价格的波动有一个突出的例子：1836年在芝加哥购买一英亩土地需要花费11000美元，而其在1840年的出售价格则不到100美元。在短短4年之中价格下跌幅度竟然超过了99%！实际上，许多这样的土地又变回农业用地，因为人们最终放弃了从玉米地里冒出新都市的希望。当然，所有这些情形意味着房地产业最终的搏杀应该是这样的过程：

- 购买市区中心的办公楼（为了潜在的快速回报）……
- ……或者土地（为了可能的巨额回报）……
- ……从陷入困境的卖方或者背负信贷者手中
- ……在房地产周期处于底部的时候

这在理论上听起来很容易，并且在周期处于顶部时做空REITs（房地产投资信托基金或者上市的房地产交易商）也不差。然而，这里的关键挑战在于预测房地产周期在什么时候会发生逆转。对此，我们需要了解房地产方面的一些领先指标。

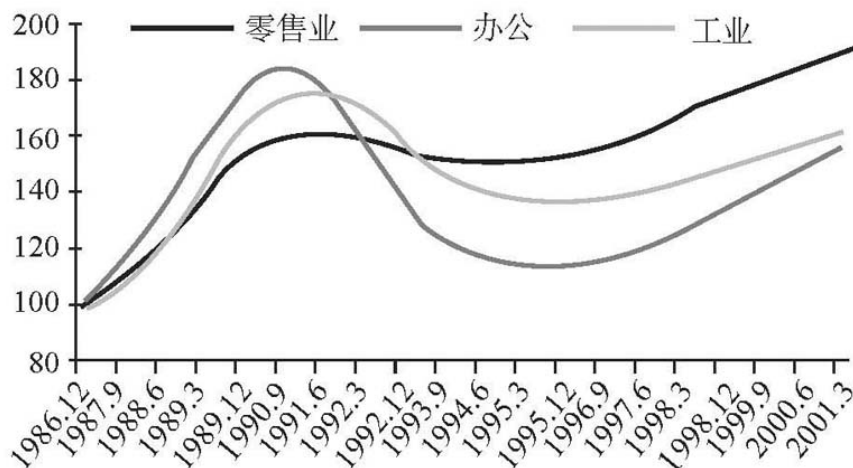


图23-4 零售业、办公与工业房地产市场的相对变动性。图形显示零售业房地产是最稳定的，而办公楼是最不稳定的。

预测房地产周期

在房地产市场的最佳领先指标中，有一个简单的指标，就是先前发生的房地产繁荣与萧条。巴塞尔国际清算银行（BIS）的一项研究发现，40%的房地产繁荣紧接着以萧条告终，然而波多和珍妮在2002年所作的另一项研究发现这个比例达到了55%（其差异取决于样本选择与对“繁荣”和“萧条”的定义）。无论是40%还是55%，对于房地产业来说，很显然这个比例比在股票市场要高得多，国际清算银行的研究发现，仅有16%的股票市场在繁荣之后跟随着萧条的发生。然而，什么是“繁荣”或者“萧条”呢？对于住宅房地产来说，我们应该首先看一下下面3个指标对长期趋势的偏离情况：

- 支付能力，指每月支付按揭占可支配收入的部分
- 房价与雇员收入之比
- 房价与GDP的比率

对于商业性房地产来说，我们应该首先研究：

- 投资收益率和资本化率分别与利率之比
- 租金成本与抵押成本的比率

国际清算银行对房价下跌及其对金融体系的影响作了一个调查，有以下发现：

·BIS分析了75个较长及较短的房地产周期后发现，上升阶段如果平均持续3年以下，会导致房地产价格上涨11%，而下降阶段如果有一年的时间，则会造成6%的损失。

·平均而言，房价崩溃与GDP下降幅度达到8%有关，然而股票市场的下跌只和GDP下降4%相关。

·繁荣以萧条结束的概率略低于40%。萧条发生于较弱的牛市之后的可能性，和发生于很强的牛市之后的可能性是一样的。

·自从第二次世界大战以来，发展中国家所有的主要银行业务都与房价下跌有关。

资料来源：赫尔伯林，2005年。

我们已经看到，大多数商业性房地产的拐点在住宅房地产的拐点之后出现，存在着时滞。对于商业性房地产而言，领先指标中最重要的一类是货币状况，其中的实际利率与货币供给指标特别有用。例如，实际利率的显著下降或货币供给的增加，将是房地产重拾升势的强有力警示——反之亦然。较近的一项研究《运用领先指标预测英国的商业房地产周期阶段：一种概率方法》说明了这一点，这项研究是由3位经济学家在2004年完成的，他们对1986~2002年间英国商业性房地产的许多潜在的领先指标进行了检验。表23-1说明，零售业房地产首先发生变动，正如人们所预期的那样，消费者支出带动了这类房地产的增长。

工业与办公用房地产在几个月之后也出现了扭转。这项研究得出了以下结论：

对于预期英国商业性房地产资本价值变化的方向而言，我们的研究有助于确定哪类英国经济指标可以用来作监测。在用来分析全部3类房地产的解释变量中有两项指标，即金边债券收益率和广义的货币供给（M4）。在解释办公用与工业房地产时，工业产量也是统计显著的。对解释零售业的资本价值而言，汽车注册数字也具有统计显著性。

表23-1 英国商业性房地产的领先指标，1986~2002年（单位：月）

	零售业房地产	工业房地产	办公用房地产
M0 货币供给	0	4	6
M4 货币供给	6	5	9
招聘广告	6	2	4
总交易利润	0	4	5
新屋开工量	1	5	5
新汽车注册	6	8	5
零售业销售额	10	12	12
工业产量	0	4	6
消费者信心	0	5	4
金边债券收益率	5	2	2

这些都很好理解。对经济来说，货币状况的改善是好事，这会压低资本化率，提高债务抵补率，并且与金融状况的改善也有联系。工业产量作为工业房地产的一个很强的预测指标也是合乎逻辑的。提高工业产量意味着提高产能利用率，这又意味着对新的工业厂房的需求。用汽车注册量来解释零售业房地产又如何呢？汽车注册量是消费者支出中非常容易变动的一部分，因此这也应该是一个较好的预测指标。

我们最后一个是，是否存在能够警示房地产价格即将见顶的领先指标？以下6个警示信号可供参考：

- 出售天数的增加
- 一个城市中未销售住房数量的增加
- 卖方报价与成交价格比率的下降
- 出售超过120天的住房数量的增加
- 为投资所购买房产所占百分比的增加
- 抵押申请数量的下降

周期的长度

我们看到霍默·霍伊特发现的周期平均长度为18年。然而，在他的发现中根本就没有强调这一点。更为关键的是，他对于周期的持续性表示了严重怀疑，而且他后来认为周期已经停止了，这一点很有趣。虽然库兹涅茨的名字被用来命名周期，但他从未把周期与房地产市场联系起

来，这也有几分奇怪。他的著作《生产和价格的长期运动》（1930年）中不乏各种细节，在结尾还有一部分关于经济周期理论的概要。在他所提到的经济周期理论中，没有一个涉及房地产市场。在库兹涅茨的表述中，甚至连这方面的一个字都未曾提到过：指数包含了对多种不明要素的参考，像缝纫机、火车头、土豆与丝绸，但“土地”、“房地产”、“建筑物”或“建造”等词语在这里并没有被明确地列出来。就此而言，他没有参考过霍默·霍伊特的任何东西。因此，要说长度为18~20年的库兹涅茨周期由房地产周期驱动，这确实公正吗？

问题显然似乎就是这样。对此，我们邀请的第一位证人出场了。罗伊·温茨利克是美国的一位房地产经纪商和罗伊·温茨利克研究公司的创办人，该公司在过去多年中推出了许多被广泛使用的房地产估价手册。他的公司实际完成了超过475000项价值评估，还有大量的现场勘察以及60多项主要的房地产再发展项目研究。他还是1932年出版的《房地产分析》一书的编者和发行人，该书准确预测了房地产的繁荣在1936年即将到来。然而，他的重要之处在于其在1974年所作的一项研究。这项研究工作覆盖了1795~1973年间美国全国的房地产市场情况——时间跨度不低于178年。他发现，房地产周期的平均长度为18.33年。另一项由克拉伦斯·朗完成的研究成果《建筑业周期与投资理论》则发现，在1868~1935年间美国存在着长达18年的城市建筑周期。

英国皇家特许测量师学会（RICS）委托有关人员英国市场作了更多的近期研究，这些研究覆盖了英国从1921年到1997年的周期情况，他们发现了长度大致为5年和9年的周期交叠的某些迹象，这也大约与18年存在倍数关系。巴拉斯也对英国市场的情况作了研究，他在1994年出版了研究英国建筑活动的成果（《房地产与经济周期：建筑业周期再考察》），他发现存在一系列长达4~5年、9~10年、20年和50年的波动交叠的情形。有趣的是，他发现了20年周期与其顶峰出现之前的主要投机有联系。最后，IMF（国际货币基金组织）在其2003年《世界经济展望》中包含了赫尔伯林与特若尼斯所完成的一项研究成果，这份研究对14个发达国家的股票价格与房地产价格进行了详细的分析（从1959年到2002年的股票价格和从1970年到2002年的房地产价格）。他们要找的是“萧条”，对此他们作了如下的判断：

引用经济周期的分析方法，首先要确认房地产价格中的高峰与低谷。而后，可以把萧条定义为价格从高峰向低谷下降的过程，在

熊市期间，价格累积下跌的幅度达到其高点的1/4；同样，繁荣可以定义为从低谷向高峰上升的过程，其价格累积上涨幅度也达到高点的1/4。

这也就是说，他们并不是要寻找每一次价格波动，而仅仅是为了寻找真正的“萧条”。这些情形通常又是如何发生的呢？

要确认情况符合萧条的定义，房地产价格收缩必须超过14%，相比之下，股票价格则必须收缩37%。房产价格的下跌一般比股票价格的崩溃要轻一些。14个国家从1970年第一季度到2002年第三季度的真实住宅房产价格，总共有20次崩溃的记录（而股票价格崩溃的记录则有25次）。这相当于一个国家大概每隔20年就会发生一次房地产萧条。

霍伊特发现两次萧条之间的平均间隔为18年，巴拉斯以英国为基础的研究，以及IMF对14个国家的研究，都发现了两次萧条的间隔大约为20年——这与霍伊特的结论基本相同。英国皇家特许测量师学会的研究也发现，在两次主要的投机活动之间也有20年的时间间隔。

这些研究给我们的印象是，房地产市场存在短期的波动，但主要的萧条平均每隔18年，或者可能20年才会出现（波动幅度多大可以称为“周期”，对此进行更为宽泛的定义就很容易解释为什么一些研究发现了更短的周期，这正如前面所提到的那样）。然而，所有这些现象将我们引到了一个很好的问题上来：是经济造成了房地产市场的18年周期，还是相反的情况呢？对这个问题的答案则是，正是房地产市场引起了这个长周期。让我们想一想这是为什么。

为什么存在房地产周期

在《土地中的权力》一书中，弗雷德·哈里森提到了G·夏克对美国建筑业周期的一项研究，他将其与霍伊特的土地价值周期以及经济衰退的时点作了比较。表23-2列出了比较的结果。

在表23-2中，土地价格下降与建筑活动放缓是早于整体经济的，而且在大多数情况下土地价格早于建筑活动达到高峰。哈里森对此给出了很好的解释：房地产周期的上升阶段与房地产回报（租金）的增长以及其他商业回报的下跌有关联。他提到了几项研究，其中包含了表23-3中

所显示的1920~1929年间的一些数字。

表23-2 房地产市场与衰退的时序，1818~1929年

地价最高点	建造业周期的高点	经济衰退
1818 年	—	1819 年
1836 年	1836 年	1837 年
1854 年	1856 年	1857 年
1872 年	1871 年	1873 年
1890 年	1892 年	1893 年
—	1916 年	1918 年
1925 年	1927 年	1929 年

资料来源：哈里森，1983年。

表23-3 英国国民收入分配，1920~1939年

	租金	利润、利息与综合收入
1920~1929 年	6.6	33.7
1925~1934 年	8.1	31.2
1930~1939 年	8.7	29.2

资料来源：哈里森，1983年；迪安与科尔，1962年。

他还发现了一些数字可以用来说明后来的周期中所发生的情况（参见表23-4）。

新屋开工量为整体经济提供了最佳的经济领先指数，并且当其崩溃时，在整体经济改变之前，房地产市场大部分已经发生了逆转，这些事实是很强的指标，说明了房地产市场平均每隔18年就驱动经济周期出现拐点。

表23-4 土地价格的领先指标^[1]

土地类型	领先指标	周期行为
建筑用地 • 住宅 • 商业	• 货币供给 • 利率（反向） • 新屋开工量（住宅） • 新办公楼建设（办公） • 产能利用率（工业）	• 在向周期中间发展时住宅用地变动强烈，在周期快结束时商业用地变动强烈 • 变动性极强
农业用地 • 森林 • 耕作	• 货币供给 • 利率（反向） • 通货膨胀与通货膨胀预期 • 软性商品价格^a	• 在周期后期变化 • 变动性适度

表23-5 收入占国民生产总值的百分比（%），英国，1955～1973年

年 份	租 金	公司利润
1955~1959 年	4.5	18.0
1960~1963 年	5.1	17.9
1964~1968 年	6.4	16.8
1969~1973 年	7.6	13.2

资料来源：哈里森，1983年。

周期的驱动因素

我们已经讨论了为什么房地产周期是如此缓慢，但或许还应该作进一步的检查。时间滞后性在经济周期中扮演了重要角色，而且在实际的房地产业务中也同样存在大量的时滞现象。我们不妨从租金开始来看。租住合约期限通常固定在6～12个月，或者时间再长一点儿，办公楼与商业零售场地的出租期可以固定为多年的时间。

在建造方面也存在很长的时滞，特别是在开发商业性房地产的过程中，主要是规模的原因而造成的。林肯土地政策研究院1980年的一份研究报告说明了这一点。这项研究的基础工作是，对1977～1979年间美国六大都市郊区未开发土地的700名所有者进行访谈。该研究表明建筑业早期过程可能非常缓慢：投资者与开发商经常会谈，但在实际动用一砖一瓦之前，投资者持有土地会长达15年以上。房地产开发过程包括了细分土地、建设基础设施、第三方融资、计划、建造与营销。例如，波士顿国际广场2期项目在1981年已完成了构思，到1983年公开宣布消息，1985年得到了波士顿市的批准，1988年开始破土动工，到1993年才竣工并对外开放。也就是说，从项目构思到变成现实经过了12年的时间，当建筑物最终落成开放的时候，项目已经不再受到欢迎了，波士顿

市共有14%的办公用房处于空置状态。

房地产市场对利率变化的反应也可能比较慢。在一些国家，如澳大利亚、加拿大、芬兰、爱尔兰、卢森堡、挪威、葡萄牙、西班牙以及英国，融资主要是以可变（短期）利率为基础的，因而会对货币利率变化作出较为迅速的反应。然而，在其他国家，包括比利时、丹麦、法国、德国、意大利、日本、荷兰与美国，长期固定利率融资占据了更高的比例，这使其对货币利率的变化具有更大的弹性。

正向反馈环是房地产市场作为周期驱动因素的另一种形式。许多抵押可以直接或者间接用来购买新的房地产。由于房地产价格走高，房地产的抵押价值也相应上升，于是可以释放出新的融资。这是一种正向反馈环，但过程较为缓慢。当商业性房地产的所有者在享受不断降低的空置率时，一种类似的加速过程也会发生。这导致房地产业利润不成比例地增长，从而再一次增加了房地产公司的市场价值。

房地产市场驱动周期的加速效应还在心理方面发生作用。人们考虑购买房产时，可能是观察到房产价格正在上涨，并且认为要赶紧购买，不然就来不及了（后悔理论）。其他人也会被价格上涨所吸引加入购买者的行列，他们是为了日后再将其卖掉赚钱而购买的——于是这也推动了价格的进一步上涨。如果人们忘记了上一次的房地产萧条，那么这种情绪加速器是最有效的，而上一次的萧条很可能已经大概经过了一代人（大约20年）的时间。因此，有很好的理由来解释房地产为什么必然存在固有的周期性，而问题的核心可能是这样的：

·当一般的经济周期由于和房地产市场无关的原因而处于衰退的阶段时，房地产市场是趋于下挫的。房地产市场的这种下挫是对下降需求和货币紧缩的滞后反应，可能比较缓和而且简短。在由存货因素或者资本性支出所诱发的衰退期间，房地产市场甚至可能会继续攀升。

·对于想把经济拖出衰退阶段的中央银行来说，住宅房地产的市场行为可能特别有用。当中央银行放松货币政策时，新屋开工量是中央银行最先获得的显著反应之一。房地产市场还在对周期中的其他事件作出反应，但是，住宅房地产市场在周期的顶峰是追随GDP的，而在复苏期间则是领先的。

·住宅房地产会立即放大中央银行政策的效应，而商业性房地产

市场则在稍迟的阶段开始上升，因此它就像初始货币刺激产生的较迟回声反应一样。商业性房地产市场的复苏经常发生在中央银行不再希望看到额外的经济扩张的时候。

在大多数情况下，房地产市场对需求和利率变化的反应很简单，实际上，房地产市场也存在着和房地产供给不稳定有关的固有的周期。

固有的房地产周期进展缓慢，从一个顶峰到下一个顶峰平均大约要经过18~20年的时间。当这种固有的周期达到其顶峰的时候，一般会先于经济的其他部分进入平稳的整理状态，因此也成为扣动随后下跌的扳机。在大多数情况下，这种情形会演变成严重的、持续期更长的衰退/萧条。

当房地产周期处于衰退阶段时，存在3种主要的影响。首先，价格下跌的财富效应（大约为4%，而典型的房地产市场价值一般是年度GDP的2~3倍）是负的。其次，价格下跌意味着建筑业产值的减少。建筑业产值平均占GDP的比例略超过10%。最后，许多房地产周期的下跌阶段导致了银行危机，在有些情况下，甚至出现汇率危机，这又会放大负面的影响。

换句话说，这意味着固有的长度为18年（平均而言）的房地产周期本质上是供给驱动型，然而时长更短和幅度更小的房地产波动则是对总需求和融资成本发生变化的消极反应，而总需求与融资成本的变化则是由存货与资本性支出的周期造成的。

房地产周期与经济周期理论

房地产周期包含了若干驱动因素，这些因素在一般经济周期理论中得到了验证。其他的周期造成了总需求和利率的变化，驱动因素会对这些变化作出反应。还存在一个“猪循环”，开发商设法适应需求的增长，但最终出现了调整过度。有一个概念，即初始刺激发生后，企业以熊彼特所说的“蜂聚”方式行动，同时还有过度投资问题（巴拉诺夫斯基），或者是奥地利学派所说的阻塞经济扩张，以及导致资本分配不当与资本边际效率下降（凯恩斯）的不当投资。当房地产价格发生飞涨时，我们再次想起约翰·斯图尔特·穆勒1826年在《纸币与商业困境》中所说的话：

每一个期盼走在自己全部竞争对手之前的商人，会向市场提供

他认为市场起飞时自己所能获得的最大份额：这没有反映出其他对手的供给，而其他的行为也像他这样，并且他们都没有预估到价格的下跌，而一旦增加的供给进入市场，就一定会发生价格的下跌。这样一来，短缺很快就演变成了过剩。

表23-6 住宅房地产的领先指标与周期行为

资产类别	领先指标	周期行为
• 单个家庭住房（房主自用） • 公寓承租	• 货币供给 • 利率 • 支付能力 • 房价与雇员收入比 • 房价与 GDP 比率指数 • 出售天数 • 城市中未售出数量 • 报价与成交价的比率 • 出售超过 120 天的房屋数量 • 为投资而购买的房地产的百分比 • 申请按揭的数量	• 第一类转变 • 在衰退与早期增长阶段公寓超过单个家庭住房 • 住宅房地产价格变动性是有限的，但第二套房要高一些 • 交易的变动性非常高

表23-7 商业性房地产的领先指标与周期行为

资产类别	领先指标	周期行为
零售业房地产 • 最低层次地区商场 • 第二层次地区商场 • 工厂直销 • 邻近地区与社区中心 • 购物中心	• 货币供给 • 利率 • GDP • 通货膨胀预期 • 总的可支配收入 • 总的家庭财富 • 零售业开支 • 零售业销售额 • 汽车注册量 • 空置率 • 资本化率与利率之比 • 租金成本与抵押成本的比率	• 落后于住宅房地产，但领先于其他商业性房地产 • 在开始下降阶段邻近地区与社区中心首先变化，购物中心与最低层次地区商场随后，在下降的后期，工厂直销与第二层次地区商场表现更好
办公用房地产 • 市区中心 • 市郊	• 货币供给 • 利率 • GDP • 白领就业人数 • 资本化率与利率之比 • 租金成本与抵押成本的比率	• 大约落后于零售业房地产一年时间 • 市区中心率先挤满因而成为周期的领先者 • 交易的变动性很高，特别是那些缺乏需求的房地产
工业房地产 • 研发区 • 仓库	• 货币供给 • 利率 • GDP • 工业产量 • 零售业销售额 • 产能利用率 • 制造业就业人数 • 运输业就业人数 • 航运量 • 铁路与公路运量 • 空置率 • 资本化率与利率之比 • 租金成本与抵押成本的比率	• 变动几乎与办公用房地产同步或稍稍落后一点儿
酒店与会议中心 • 酒店（全套服务） • 酒店（有限服务）	• 货币供给 • 利率 • 航空旅客量 • 旅游收入或访客人数 • 空置率 • 资本化率与利率之比	• 较早变化，提供全套服务的酒店是市场的领先者，而提供有限服务的酒店在下降阶段表现更好 • 最好位置的酒店价格变动性有限，但房间价格会持续变化
停车场	• 货币供给 • 利率 • 新车销售量 • 资本化率与利率之比	• 对消费支出作出反应从而较早变化 • 有限的变动性

我们也知道所谓的“金融加速器”的构成要素，其中房地产是用来作为抵押的（伯南克），而且这也影响到金融的不稳定性（明斯基与金德尔伯格）。房地产价格上涨可以吸引新的投机者（马歇尔），而房地产价格下跌的结果会很残酷并且导致债务紧缩（费雪）、过度的现金偏好（奥地利学派）与流动性陷阱（凯恩斯）。换句话说，房地产周期是经济周期一般所涉及内容（尤其是猪循环）的蜕变，但是，由于房地产业

的规模巨大，其对经济与金融所造成的影响可能确实非常可怕。

房地产与财富效应

凯斯、奎格利和席勒在2001年作过一项研究，他们对财富效应（股票市场与房地产市场的衰退引起财富损失，从而导致支出减少的情况）进行了比较。研究结果没有发现股票市场的财富效应，但对于房地产市场来说，其财富效应是明显的，而且很可怕：

关于股票市场财富效应的证据是脆弱的，我们的研究结果并不支持普遍的推测，即认为股票市场的财富效应会有很充分的证据。但是，我们确实发现了房地产市场财富的变化对消费有着重要的影响，有很强的证据支持这一点。

价值上升的土地

房地产业的影响到底有多可怕呢？我们已经看到，在一个典型国家，房地产市场的总价值一般是年度GDP的2~3倍，房地产业大约占可变价格财富总量的50%。我们还看到它的确发生了许多波动。日本在20世纪90年代所发生的情形就是一个突出的例子，这是现代历史上最为荒谬的资产膨胀之一。在1986~1988年间，东京商业用地的合并价值翻了一番，这个城市的全部房地产价值超过了美国所有房地产的成本总和。到1989年年底，日本的全部房地产价值超过了美国房地产价值的5倍，是全球股市总市值的两倍以上。然而，这还不是故事的结束，到1990年，日本土地的总价值超过了世界其余地区全部土地价值的一半，东京的单个家庭住房价值高达3000万或者4000万美元，而高尔夫俱乐部的一个会员资格要价则高达30万美元。

这样的价格让日本人感觉他们非常富有。许多日本人觉得自己的确是如此富裕，便很高兴进行巨额贷款，并且几乎在任何市场上都以高出别人的出价来使用这些贷款。

下一章讨论的是关于收藏品的问题，我们将会遇到一些心情非常急切的日本投标人，他们刚刚在房地产市场上发了财。或者说，至少他们认为自己是发了财的……

[1] 软性商品是指咖啡、可可、糖及水果等种植所得，而非来自开采的商品。——译者注

第24章 收藏品投资 [1]

1987年，精美的艺术品和其他收藏品，像一些经典款式的轿车、跑车和名表之类的市场可谓热闹非凡。从1985年开始，那些能够吸引眼球的艺术品绝大多数的交易价格和交易量都出现了大幅攀升。佳士得拍卖行、苏富比拍卖行以及其他众多的展览馆、经纪公司、拍卖公司的生意都呈现一派兴隆的景象。

很多人都认为艺术品市场的黄金年代开始于“杰伊·古尔德收藏品”的买卖。杰伊·古尔德在去世之前，把自己在铁路、黄金投机交易中所攫取的巨额收益的一部分投资于艺术品的收藏。但在1985年4月，杰伊·古尔德的财产继承人把这些藏品中的175幅名画交给苏富比，在纽约公开拍卖。在当时，全世界活跃的艺术品收藏者大约有40万人（每人每年在艺术品投资方面的花费超过1万美元），并且其中可能有250~350个超级收藏家（每人拥有价值超过100万美元的收藏品）。而参与竞拍的买家范围却比较小，绝大多数买得起价格高昂的艺术品的收藏人士往往并不涉足拍卖市场。然而，这次古尔德的收藏品拍卖却吸引了异乎寻常的众多的收藏者前来参与。这次交易不仅是参与人员数量增加了，而且成交金额也大幅增长。参加苏富比拍卖的买家可以在交易完成后的12个月内付清全款，而卖家则可以提前支取交易的收入。但是，艺术品市场的最大变化则是出现了众多的日本超级买家。

《向日葵》的交易

正是在这样热闹的市场环境下，1987年1月，佳士得拍卖行宣布已获得委托，将拍卖世界著名绘画大师凡·高的作品——《向日葵》，拍卖时间定于凡·高的诞辰纪念日3月30日。佳士得拍卖行刚收到这件作品时，估计其价值应该为500万~600万英镑。但经过再次的评估之后，佳士得将其价值提高了几乎一倍。随后，就在拍卖的前几周，英国政府花了1000万英镑购买了约翰·康斯特布尔的名画《斯特拉福磨坊》。这一事件让佳士得拍卖行的工作人员不得不重新考虑《向日葵》这幅画作的价值。既然那样一件作品都能够卖那么高的价钱，那么参加竞拍的博物馆为什么不会为《向日葵》出更高的价格呢？这种想法让拍卖行的工作人员既兴奋，又紧张。兴奋是因为之前的交易反映出了这个市场空间是如

此庞大，而紧张则是因为根据税务方面的规定，要想让卖家能获得1000万英镑的税后收入，那么《向日葵》的拍卖成交价格就必须达到1500万~1800万英镑。因此，要么《向日葵》的拍卖价能够达到这么高的水平，要么人们就会认为拍卖行在误导卖家，不要私下将画作卖给博物馆。拍卖之前的几周，佳士得拍卖行公布拍品的价值评估结果为：“1000万英镑，可能再高一些，还可能更高。”

在拍卖当天的晚上，拍卖大厅里早已座无虚席，而且气氛相当紧张。这件凡·高拍品真的能够创造一个新的拍卖纪录吗？拍卖师查尔斯·奥尔索普将起拍价设在了500万英镑，这接近于初期的评估价格。随后的竞价迅速展开。550万英镑。600万英镑。很快就有人叫到了650万英镑。这个价格已经超过了最初预估的水平，而且许多竞拍者聚集在大厅内、侧厅里，还有通过电话报价的众多买家仍然在不断竞价。

当拍品的价格被叫到2000万英镑时，拍卖大厅内响起了热烈的掌声。现在的价格是2000万英镑，而且还有两位买家在角逐。这两位神秘买家都是通过佳士得拍卖行雇员的电话进行报价的。最终，当竞拍价格达到2250万英镑时，其中的一位买家终于放弃了。《向日葵》以史无前例的2250万英镑的天价落槌成交，加上10%的佣金，总交易金额达到了2475万英镑。几天后，有消息透露，最终的神秘买家是日本的安田海上火灾保险公司。另一位竞拍者是澳大利亚的房地产大亨艾伦·邦德。

《向日葵》的成功交易对整个艺术品市场产生了巨大的影响。3个月之后，凡·高的另一件稍逊一筹的作品《顶奎特尔桥》也拍出了1260万英镑的高价，艾伦·邦德这次又差了一点儿。这时候，人们已经开始猜测哪一件艺术品将会创出新的拍卖纪录了。

当年夏天，这件可能创纪录的拍品终于出现了。佳士得拍卖行宣布将公开拍卖凡·高的《鸢尾花》。人们普遍认为这是一幅价值超过《向日葵》的作品。拍卖时间定在了1987年11月，如果一切顺利的话，这件艺术品将会改写此前拍卖交易的世界纪录。令人始料未及的是，随后突然爆发了“黑色星期一”大股灾。如果说那些专业的艺术品投资家们在股灾前似乎不太关心价格的话，那么在股灾之后，他们该深入地考虑这个问题了。难道艺术品市场也会和股市一样垮掉吗？或者，这个更小圈子的各个竞拍者仍然会不顾“黑色星期一”的冲击影响，继续高举手中的竞价号牌吗？

当佳士得拍卖行在星期三举行一场珠宝拍卖的时候，出乎大多数人的意料，拍卖结果仍然相当理想，这是市场发出的第一个信号。紧接着，一本《古登堡圣经》在星期五又成功拍出，成交价格达到了590万美元，创造了印刷版图书拍卖价格的最高纪录。在这样的市场走势下，对于将要在11月1日竞拍的凡·高画作《鸢尾花》来说，人们虽然有些担心，但还是抱持相当大的希望。毕竟，这件拍品将有可能改写原有的拍卖纪录。拍卖当天，《鸢尾花》被列在拍卖清单的前1/3顺序位置上，当天竟有超过2000人出席了这场拍卖活动。尽管每个参与者都希望这次拍卖能够创造历史，但当人们看到1500万美元的起拍价格时，还是不由自主地屏住了呼吸。

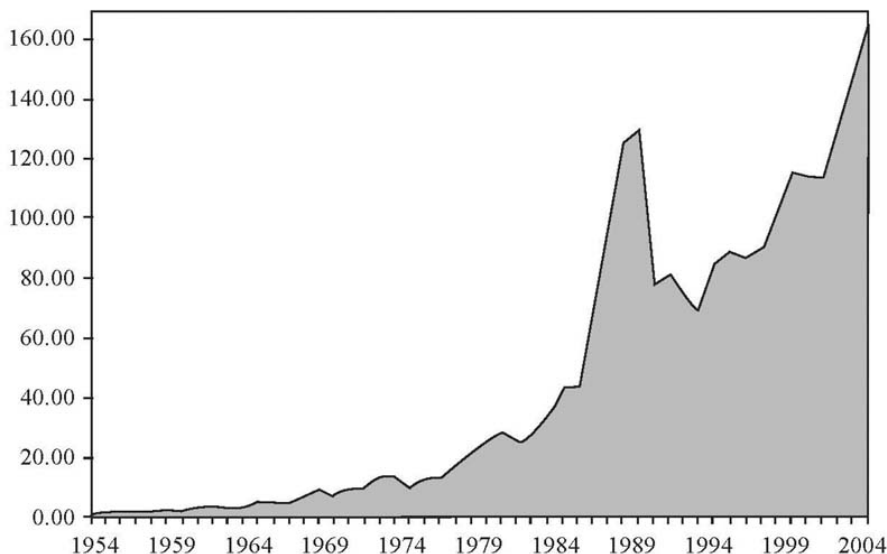


图24-1 梅摩艺术品指数。该指数由纽约大学教授梅建平和迈克尔·摩西创建。

从1500万美元起拍，这是在《向日葵》成功拍卖之前为一幅画作所支付价格的两倍，而且这次拍卖的竞价阶梯为每次100万美元。当时在拍卖大厅的人们还不知道此次竞拍的价格底限（设定的最低价）竟然高达3400万美元，远远高于之前画作拍卖的世界纪录。但是实际的竞拍价格很快就突破了这一水平，达到4000万美元后还在持续飙升。最终落槌的拍卖价格为4900万美元，加上交易佣金后总费用达5390万美元。拍卖大厅内再次响起了之前《向日葵》成交时那样热烈的掌声。事后证实，这次的买家是艾伦·邦德。

此后两年，艺术品投资市场的牛市行情依然不改。在苏富比拍卖行主办的一场拍卖会上，第16件拍品，威廉姆·德·库宁的作品《交换》估价为400万~600万美元，竞价阶梯达到了每次20万美元。当报价达到170万美元时，有一个竞拍者突然高声喊出：“600万美元！”

拍卖师不由得停顿了片刻，之后才缓过神来继续拍卖程序。到底是谁会把竞拍价格从170万美元直接拉高到600万美元呢？很显然，这是来自日本的龟山先生报出的价格。按照常理，下一个竞标的价格应该是620万美元，但是拍卖系统的秩序再次被打破，因为有人通过代理电话给出新的报价是：“700万美元。”

此后，拍卖竞价又按照每次20万美元的阶梯不断蹿升到了接近1580万美元。与龟山先生竞争的是来自瑞典的艾尔维尔德先生。下一个报价又一次打破了秩序：“1700万美元。”

然而，这是一个错误——龟山先生早就有些心不在焉了。拍卖师发现了这一错误，并将报价改回到1600万美元。但报价到1680万美元时又一次跳升：“1800万美元。”

显然龟山先生的思想又在开小差了，因此报价被修改为1700万美元。最终，瑞典人放弃了，龟山先生则以包括交易费用在内共2070万美元的价格将这幅画作收入了囊中。在1989年的11月和12月，这样的拍卖场景又多次重演，艺术品拍卖市场已经达到了近乎疯狂的程度。包括富士银行、三菱银行、第一劝业银行和太阳神户三井银行在内的众多日本银行频频出手为名画收藏提供融资——一般都在估值的50%以上。

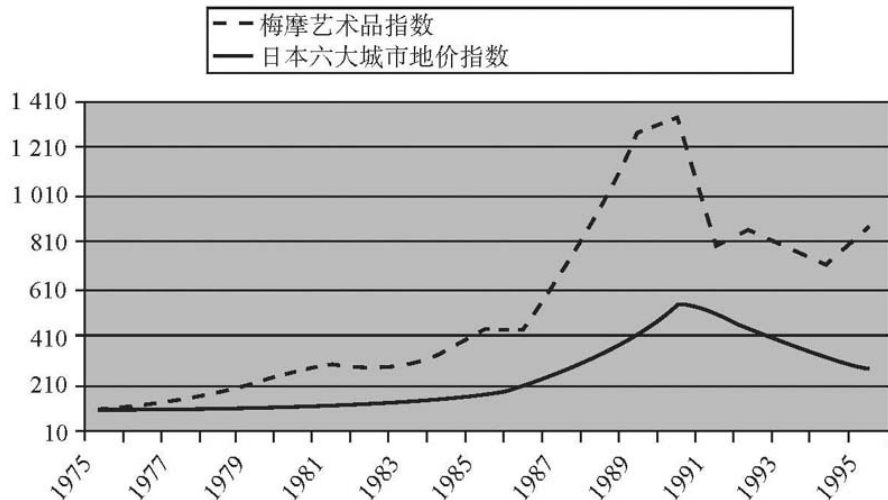


图24-2 梅摩艺术品指数与日本六大城市地价指数，1975~1996年。该图显示出，日本土地价格与全球艺术品价格之间存在着明显的相关性。

这两个月可能是艺术品投资历史上最为突出的时间段。共有超过300幅画作的拍卖价格超过了100万美元，有58幅名画的价格达到500万美元之上。根据艺术品价格统计，自1985年年初以来，艺术品指数已经上涨了大约580%。短短4年的时间竟然上涨了580%。这该是一个多么疯狂的市场啊，这又是一股多么狂热的潮流啊！

一件昂贵的肖像作品

毫不奇怪，佳士得美国拍卖公司的CEO克里斯托弗·伯奇先生完全有理由轻松惬意地度过1989年的圣诞假期。公司不仅业绩突出，而且即将要拍卖凡·高的另一幅名画，这将很有可能创造出近4年来世界第三高位的拍卖价格。这就是著名的《嘉舍医生的画像》。

佳士得拍卖行预计这幅名画的拍卖价格将达到4000万~5000万美元，而卖家私下确定的销售底价为3500万美元。全世界范围内大概有10~20位买家会对此件拍品感兴趣并有实力支付这样的高价：美国有5个人；伦敦有3个，但都不是英国人；3个人来自瑞士；1人来自德国；另外日本有5~10个人。澳大利亚的艾伦·邦德先生退出了收藏界。在他拍得《鸢尾花》之后，人们发现他的部分竞拍资金是苏富比拍卖行提供的。事实上，这对艺术品拍卖市场而言并不是一个好的信号，特别是，因为他后来无力筹措剩余的款项，所以这幅画不得不以一个“未透露的”价格转售给了一家博物馆。未透露价格说明其成交价格有可能比较

低。另一个负面的因素是日本股市在圣诞节后达到顶峰便急转直下。最终，很可惜，有多场欧洲的拍卖活动在1990年头几个月出现了流拍现象。当然，市场上也不全是坏消息。一家名叫Maruko的房地产公司从1990年1月开始对外销售名画的股份，这些名画的作者包括雷诺阿、巴勃罗·毕加索、莫迪里阿尼和马克·夏加尔等。当这些画作在几年之后被转售的时候，每一位股东都能获得一定比例的收益。

当时蓬勃兴起的收藏品市场不断扩大至全球范围。任何一个具有收藏价值的种类都被疯狂的收藏者紧盯不放。经典款式的轿车和跑车就是典型的例子。《跑车杂志》的创始人基思·马丁就亲身经历了这样狂热的市场氛围。1990年，基思·马丁在纽约购买了一辆法拉利戴通纳车（Daytona）。除了外观之外，那简直就不是一辆汽车。好多零件都已经坏掉了，汽化器也烧坏了。但这样的车竟然卖到了115000美元。

冲向顶峰

我们再回到《嘉舍医生的画像》的拍卖上来。拍卖时间安排在5月15日，这天下午6点30分，一些参与竞拍的人就陆陆续续来到了现场。拍卖开始的时候，竟然有1700位参与者到场。在拍卖《嘉舍医生的画像》之前，另外20件拍品的成交情况相当好。等到这第21件拍卖品最终登场时，所有的电视转播都已经启动，激动人心的时刻就要到了。

拍卖师开出的起拍价格是2000万美元的天价，而且每次竞拍报价递增100万美元。很快，报价一路拉升到了3500万美元，达到了卖方的底价。拍卖师往上推了推眼镜，心想这下保底没有问题了，况且，价格还在继续飙升。在叫到4000万美元的时候，现场出现了一次小小的停顿。很显然，有一位竞拍者已经退出了争夺。难道这个4000万美元就是最终的报价结果吗？

当然不会！突然之间，有一位坐在大厅后面的日本买家举起了手。之后，玛丽亚·瑞恩舍根报出了下一个价格，她是佳士得苏黎世公司的雇员，正在通过电话为客户报价。当竞拍价格达到5000万美元时，大厅内响起了热烈的掌声。但竞价并未停止，价格稳稳地突破了6000万美元，并沿着7100万美元、7200万美元、7300万美元一路攀升。而后又该轮到玛丽亚了，她在电话里与客户悄声地说了好长一段时间，之后再次举起了手。

“7400万美元！”

但是日本的小林先生并没有罢手，他又把价格抬高到了7500万美元。此刻，人们看到玛丽亚正在仔细倾听电话那端的意见，并没有再说什么。最终，玛丽亚抬起头并摇了摇头，显然电话那头的买家终于放弃了。这次小林先生以7500万美元的价格，再加上佣金，总计8250万美元买下了这幅《嘉舍医生的画像》。两天之后，他又花7100万美元的高价买走了雷诺阿的画作《煎饼磨坊的舞会》。

后来，人们了解到真正的买家是大昭和纸业制造公司主席齐藤良平先生，当时他的身价接近7.7亿美元。收到这幅名画后，他只是简单地看了一眼便放进了储藏室，于是这幅名画被放在用布料蒙着的画框里沉睡了多年。尽管如此，他此后至少把这幅名画拿出来看过一次：他还曾经把这幅画送到著名的吉兆餐厅，在那里专门招待一位来自苏富比拍卖行的访客。

崩盘

这宗交易也成为这个狂热市场达到顶点的标志。不久之后，收藏品市场的交易价格和交易量开始逐步萎缩，在随后的两年时间里，艺术品指数下降了50%左右，无论从哪个角度来看，其下滑的幅度都非常大。随着市场残局清理过程的完成，人们越来越清楚地体会到在此前的市场中日本买家所起的重要作用。日本的投资者不仅用高得离谱的价格买走了《向日葵》、《交换》和《嘉舍医生的画像》，而且日本Aska国际公司的老板森下恭通还花3.84亿美元买走了雷诺阿和莫奈这样的印象派和后印象派画家的很多作品，包括1989年秋天在纽约举行的一次拍卖会上动用大约1亿美元巨资买走了近100幅名画。此外，三越百货公司用3750万美元购买了毕加索的《杂技演员之家》，而立邦赛车场的主人则为毕加索的《瑟雅瑞的喜宴》花费了5200万美元。事实上，在市场开始大幅下滑之后，约有1万幅被日本投资者买走的名画作为抵押品被存放在银行的库房里。

不仅是艺术品市场出现了恶化的情况。艾伦·邦德的公司于1989年被接管之前亏损已经达到9.8亿美元。随后他本人也被指控犯有欺诈罪，并于1992年锒铛入狱。一年后，曾经购买名画《嘉舍医生的画像》和《煎饼磨坊的舞会》的齐藤良平也被指控犯有行贿罪，齐藤先生也破产了。

收藏品的界定

艺术品收藏市场在1987~1991年间从兴盛走向衰败的过程也表明：这个市场与股票市场和房地产市场一样，会表现出非理性的特点。但是，在我们分析原因之前，也许应该先对这个市场中的收藏品范围作一下界定，以及了解应该如何去跟踪观察这些收藏品的行情。

收藏品的界定

要明确地界定收藏品市场的范围并不是一件容易的事，不过，我们可以采取下面的方法来进行分类：

- 古老的艺术品（古董）
- 美洲印第安、非洲海洋、哥伦布以前的艺术品
- 亚洲及伊斯兰艺术品
- 书籍和手稿
- 文学集
- 美术品
- 家居及装饰艺术品
- 钟表和手表
- 汽车
- 邮票
- 钱币

本章所涉及的收藏品并不包括珠宝和贵金属，之后我们会对其进行专门的分析。

收藏品经常被笼统地称为“艺术品”，即使这个概念中包括了像具有收藏价值的汽车、武器这样或许不太具有艺术性的物品。然而，记录最完备的收藏品主要还是纯粹的艺术品，有不少个人和机构在专门作这方面的研究和跟踪。最负盛名的艺术品指数可能要算是梅摩艺术品指数、艺术品市场研究指数、Kusine公司指数和Gabrius指数。

与房地产市场和金融资产市场相比，收藏品市场的规模要小得多。

欧洲艺术品基金会在2002年提供的一项研究结果表明：2002年全球艺术品销售总额达到近260亿美元（采用欧元计价大约也是这个数额），其中美国的销售额大约占45%，英国大约占20%。再加上酒类、汽车等其他收藏品，全球收藏品的拍卖交易总额很可能达到300亿美元（不包括珠宝类）。现在我们可以简单地估算一下收藏品市场的大致规模。假设艺术品和其他高级收藏品平均每15年交易一次，这就意味着2002年收藏品市场的总价值大约为4500亿美元，我们不妨把它估算为“3000亿~6000亿美元”。这当然是相当庞大的规模，但当它与房地产、债券和股票市场相比时，还是显得小多了。收藏品市场的总价值占GDP的比例最低也在0.7%~2.5%，大约是全球可变价格资产总额的0.3%。

周期驱动因素

由此我们可以得出一个很明显的结论：经济会影响收藏品市场的发展，而收藏品市场则可能不会对经济产生什么影响。既然是这样，那么收藏品市场对经济周期是如何作出反应的呢？

首先，我们知道，正是那些非常富有的人在推动收藏品市场的发展。如果你有能力在拍卖会上竞拍到一件价值不菲的艺术品，那你就应该算是很富有的人了。凯捷咨询公司（Cap Gemini）和美林公司对这类人群作过一系列的年度研究分析，其2003年的研究分析结论是：全球个人金融资产超过100万美元的人数达到830万，并且这些人所控制的资产总额达到了31万亿美元。这一估算还不包括他们的房地产等其他非金融资产。他们被称为“高净值人士”（HNWI），并且被普遍认为是影响收藏品市场的重要驱动因素。

收藏品市场可以划分为不同的层次，我们随后会看到最高层次与其他层次的行为表现有些不同。那些能够驱动高端收藏品市场的人群在凯捷咨询公司和美林公司的研究报告中被称为“超级高净值人士”。他们平均拥有至少3000万美元的资产用于投资，这类人的数量在2004年大约为77500。那么，是什么原因驱动着这些超级富豪像1991年前的日本大亨一样去投资贵重的艺术品呢？其经济方面的动机可能有以下三点：

- 潜在的财务收益
- 安全的实物资产
- 分散化

收藏品投资上的其他明显动机是与情感红利和效用相关的：

- 感官愉悦/情感红利
- 社会声望

这些需求属于马斯洛需求层次金字塔的高端需求，也就是人们所有其他的需求都得到满足之后所要考虑的。人们首先需要购买的资产是一些基本用品：冰箱、收音机、MP3、电视机，随后会购买一些名牌服饰、汽车等。在一定意义上，这些基本用品也是一种资产，但具有高度的实用价值。典型的消费者会继而考虑养老计划，如果他们能够继续获得财富的话，他们还会攒钱购买自己的住房。其他的额外财富会转向更具投机性的投资，更好的住宿条件或者可能用于投资第二套住房。对绝大多数人来说，最高层级的资产是像游艇、私人飞机之类非常昂贵的用品，以及名画之类的贵重物品。我们可以想象，如果人们觉得以前的投资已经获得了很高的收益，他们就会放松警惕，在资产金字塔上更加快速地迈向更高层次（参见图24-3）。

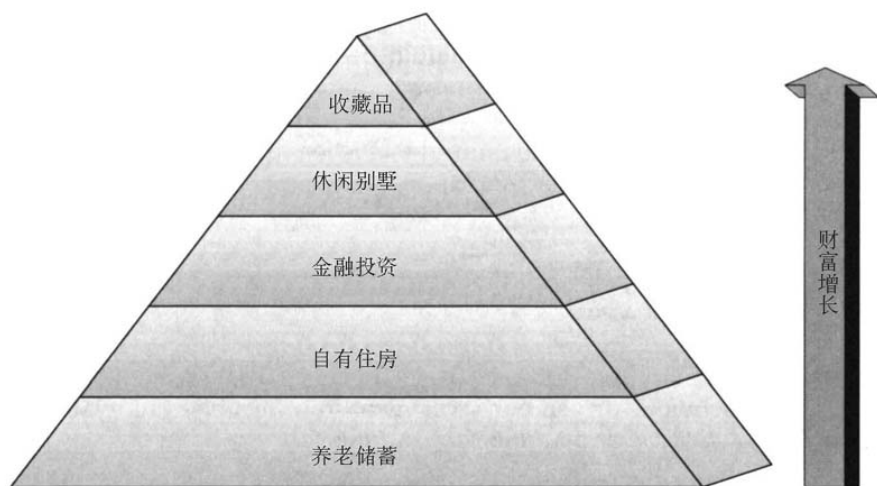


图24-3 购置资产的层次结构。由于人们前期的投资已经大幅增值，可以想象，他们会在资产投资的层次上更加快速地攀升。

资产类收藏品

收藏品如果能够长时间保存（尤其是在不考虑高昂的交易、保险和可能的储藏费用的情况下），就可以被看成是合理的资产，根据纽约大

学教授梅建平与迈克尔·摩西的研究成果，那些中、低价位的艺术品属于利润率最高的收藏品类别。并且，从投资组合的角度来看，收藏品与金融资产之间的统计相关性非常有限。菲门乌德艺术投资基金计算了艺术品指数与其他类别的资产在25年内的相关系数，结果参见表24-1。

表24-1 艺术品与其他类别资产之间的相关性（1978～2003）

资产类别	与艺术品 100 指数相关的系数（1978～2003）
标准普尔 500 指数（美国股票）	-0.029
美国 10 年期国债	-0.037
标准普尔黄金指数	0.035
英国金融时报 100 指数	0.055

艺术品资产也是有形资产，当投资者不相信其他类别的资产时，艺术品资产可能就会受到青睐。比如，1913～1920年间（第一次世界大战期间），美国和英国的股票市场都下挫6%，而梅摩艺术品指数则攀升125%。1937～1946年间（第二次世界大战期间），美国股票市场仅增长了7%，英国的股票市场没有增长，但是同期的艺术品市场的增长幅度达到了30%。1949～1954年间（朝鲜战争期间），美国股市上涨了67%，而同期的艺术品市场却上蹿了108%。越南战争期间的表现如何呢？在1966～1975年间，美国股票市场下挫了27%，但是同期的艺术品价格上涨幅度竟然超过了108%。当股票市场经历剧烈振荡的时候，艺术品市场仍然有良好的表现。例如，标准普尔500指数在1987年10月下降了31.54%，但同期的艺术品100指数还是上涨了2.86%。

收藏品和经济周期

那么收藏品市场是如何与经济周期发生关联的呢？奥利弗·香奈尔的一份题为《艺术品市场行为可预测吗？》的研究发现，英国、日本和美国的艺术品价格表现较之股票价格，往往滞后1～4个季度。他总结道：

一般而言，金融市场对经济冲击会迅速作出反应，金融市场所产生的收益会被投资到艺术品市场，因此，股票交易情况可以用作预测艺术品市场走势的一个领先指标。

这份研究报告在1995年出版，但是，它根本不能对2000～2002年

间股票市场出现的崩溃现象进行很好的解释。核心问题是，无论何时，只要富人变得更加富有，收藏品市场就会有很好的表现，而收藏品市场在2000~2002年间也的确表现不错。在此期间，根据《世界财富报告》，不仅房地产价格强劲上涨，而且高净值人士的金融资产也快速增长。当这些富人变得更加富有的时候，还会有一个数量不成比例的人群可以向需求金字塔的上方攀登。梅建平与迈克尔·摩西教授在2002年的一项研究《作为投资的艺术品与表现不佳的杰作》中，也反映了这一现象，该项研究表明当艺术品市场处于上涨阶段时，中低价位的艺术品增值最快，而在市场反转的时候，这些艺术品的价格跳水也是最快的。

20世纪80年代末，收藏品市场处于疯狂的状态，财富净值显然也在迅速增长，日本的情形尤为突出，因为其房地产的价值明显超过了世界其他地区的房地产价值。当人们在某一种资产（本例中是房地产）上积累了巨额财富之后，他们自然会充满信心地投资其他形式的资产。这或许是出于投资分散化的考虑，也可能只是他们认为自己有能力承担这样的投资。对此，我们的结论是：

- 收藏品市场蓬勃发展出现在全球高净值人士财富高速增长时.....

-倾向于在利率下降或者至少是经济合理增长的期间。

- 与其他资产市场类似，收藏品市场如果在一段时间内持续上涨的话，也会陷入投机狂热。

- 收藏品市场与房地产价格具有高度的相关性，这在一定程度上是因为房地产是决定高净值人士增加的主要因素。

- 收藏品与股票的相关性较低，并且其转折点有可能滞后于股票市场。

- 长期来看，收藏品投资的收益表现优于固定收益市场。

- 长期来看，收藏品投资的收益比不上股票市场。

- 中低价位的收藏品对经济周期更为敏感。

正如我们在本章所讨论的，收藏品市场虽然是一个较小的市场，但很有意思，因为它清楚地表明了纽科姆方程式的一些有趣性质：方程式右边的净资产价值增加，会给很多人造成财富增长的感觉，这导致了经济活动的增加以及更高的货币流通速度，并且造成收藏品市场的巨大泡

沫，就像1990年那样。就在10年之前，同样的故事再一次发生，但这一次人们狂热追逐的东西不再是名画或跑车，而是黄金和钻石。它们是两个令人沉迷的市场，要讲述这两个市场的故事，还是要从已经尘封了几千年的一个交易市场开始。这是下一章的内容。

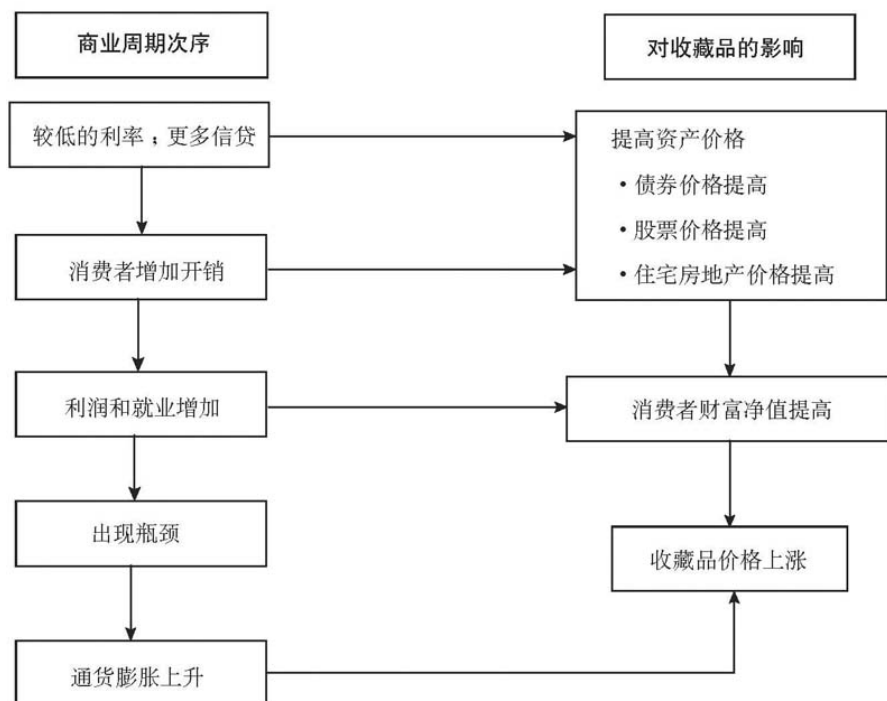


图24-4 经济周期中驱动收藏品市场的因素

[1] 中国电力财务公司胡志成博士对本章至附录部分的翻译提供了帮助，在此表示感谢。

——译者注

第25章 贵金属交易

想象一下这样的场景：大约公元前500年，我们在阿拉伯半岛的某个地方，坐在我们面前的两个人想要交易一袋金粉。这两个人首先需要就袋中所装的黄金数量达成一致，因此一个人先把金粉放在天平的左边，另一位则打开一个小口袋倒出一些从角豆树上摘下的小种子，放在天平的右边，直到天平两边达到平衡为止：此时黄金和种子的重量是相同的。接着他们数清楚种子的数量就可以确定有多少黄金。角豆树种子是一种非常好的计量单位，因为角豆树种子有着这样的特点：它们的重量几乎完全相同。

用角豆树种子衡重的方法由地中海东部地区的人们发明，但没过多久就传开了。希腊人也采用了这种方法，他们将用角豆树种子衡量的方法传播到其他地方，那些地方的人们不仅喜爱角豆树的豆粒和豆荚，还很喜爱角豆树均匀一致的小种子，希腊人把这些种子称为“keration”（克拉）。随着时间流逝，“keration”也就变成了“carat”（克拉），这个计量单位一直沿用到今天，用来描述极为珍贵的黄金和钻石。如果我们今天说一颗钻石重一克拉，也就表示它的重量和一颗角豆树种子是相同的，或者也可以精确地计量为0.2克。现在“克拉”这个单位仍然被用来描述钻石的重量，但在描述黄金时“克拉”则代表纯度。24克拉的黄金意味着其纯度接近100%，低一点儿的纯度比如22克拉、18克拉、14克拉或者9克拉，则表示黄金中混合了其他合金或者是银、铜、钯或铂的合成物。24克拉的黄金相当柔软并且非常容易分割。实际上，黄金的质地非常柔软，人们可以把它碾成只有书本一页纸厚度的1/1000那么薄。

发现黄金

大约6000年前，中欧与东欧地区的人们可能首次尝试使用黄金，当时主要用于制作一些简单的工具。当今所发现的最古老的黄金首饰是从大约5000年前吾珥城的苏美尔皇室古墓中出土的。而后便是埃及金字塔出土的精美物件，包括图坦卡门王的黄金面罩，这件面罩看上去依然像3500年前制作出来时那样美轮美奂。在大约3200年前的秘鲁查文文明中，人们也用黄金制作一些精美的工艺品，而且这些文物今天依然保存

完好。这也从一个方面说明了人们为什么会迷恋黄金这种贵金属：它不和空气、水或者大多数的溶剂发生反应，它似乎能够永存世间。

对于珠宝首饰行业而言，销售状况很不错。当今，珠宝首饰行业大约占每年黄金需求总量的80%，还有8%的黄金进入了零散的投资领域，余下12%的黄金则被用于电子行业以及其他工业领域。

黄金交易

几乎所有已经被开采的黄金依然保存完好，原因就在于黄金具有金属的持久性。当然，有一些黄金被用来镶嵌义齿，还有一些被用于玻璃镀膜与电子行业，另外也有一些沉在海底。但是，实际上其余的所有黄金都仍然存在，到目前为止，人们或许正坐在一个大约1.3亿~1.4亿千克的金堆上面（所谓的“地面存储量”），而且这个金堆每年还要增加260万千克。我们可以将其换算成人均数量，即目前世界上人均持有黄金的数量为20克。每年的黄金产量为人均0.4克，这与每年人均150千克的钢铁产量，或者是每年铝（4.3千克）或者铜（2.1千克）的人均产量相比起来，实在不算多，甚至可以说微不足道。

一个用黄金制作的高尔夫球的重量大约有1千克（这样的高尔夫球太重了，是不能打的），如此高的密度也就意味着世界上所有的黄金可以储存在一个18米长、18米宽、18米高的容器里。那么这样一个装满黄金的容器能值多少钱呢？罗斯柴尔德男爵曾经说过，他知道仅有两个人真正理解黄金的价值——一位是在法国巴黎银行地下金库工作的精明职员，另一位则是英格兰银行的一个部门主管——但遗憾的是，他们本人不同意这样的说法。价值一般是经过多方讨论得出来的结果，但至少黄金的价值是明确的。我们知道，黄金的市场价格在2005年一直在每盎司440美元左右徘徊，即每千克价值大约为14000美元。用14000美元/千克乘以1.3亿千克，也就是1.8万亿美元，即人均285美元。我们不妨取1.6万亿~2.0万亿美元来算，将这个数字范围和前面所描述的2004年其他资产的价值作比较：

全球房地产市场：90万亿~130万亿美元

全球债券市场：45万亿~55万亿美元

全球股票市场：35万亿~40万亿美元

全球收藏品市场：3000亿~6000亿美元

因此，1.6万亿~2.0万亿美元的黄金价值大约是股票价值的5%，但大约相当于收藏品价值的8倍。所有黄金公司的市值总共达到1000亿美元左右（白银公司大概只有20亿美元）。顺便问一下，谁拥有世界上的黄金呢？中央银行持有的黄金量大约为3万吨，也就是黄金总量的23%，这主要是由美国、德国、法国、意大利和瑞士的中央银行以及国际货币基金组织所拥有（各国拥有量多少的排序大概也是这样）。剩下的主要是个人所拥有的珠宝等，包括手镯、金表、金条和金币等。我们再猜一下这些黄金到底储藏在哪些地区——可能大约有80%的黄金留在美国、欧洲和日本？

确切地说，根本不是这样。印度是世界上购买黄金最多的国家，紧接着是美国和中国。穆斯林世界也购买了很多黄金，特别是阿拉伯国家，再加上土耳其和巴基斯坦。实际上，令人吃惊的是，中东加上新兴市场在全球黄金需求中大约占到了80%，其中，仅仅印度一个国家的黄金消费量就超过了美国、欧洲和日本的总和。

银和铂

银和铂具有珠宝业和工业的双重用途。有7%以上的白银用于制作收藏品（首饰、纯银制品、银餐具），余下的则被用于照相材料、电子产品、电池、催化剂以及其他许多用途。根据美国商品调查局（CRB）所编制的2005年商品年鉴，大概有50%的铂被用来制作首饰，20%用于自动催化剂，在余下的铂中还有一定数量用于工业用途。

2003年白银的年产量是18700吨，而铂的年产量仅有205吨，从世界范围来看，大约分别是每人3克和0.03克。20世纪80年代和90年代，白银的地面存储量逐年稳步下降，截至2004年年中，大家一致的估计是白银存储量大概减少了6亿盎司，大约相当于35亿~40亿美元。

金银作为货币

为什么中东和新兴国家成为黄金消费市场的主要力量？首先可能是因为这里的人们将首饰、金条和金币当成储存财富的安全替代物。过去人们大都是将其当成财富加以储存的。古代埃及就是这样，人们把金币称为“谢克尔”（shekel），它起源于公元前3000年的美索不达米亚，后来在中东地区成为标准的交易媒介。于是黄金可作为交易媒介的观念迅速传播开来，自此黄金也成为世界各地铸造货币的首选材料，这种状况

一直延续到后来——最早是中国人，然后是约翰·劳试图用纸币来替代黄金，我们记得当杰伊·古尔德和吉姆·菲斯克设法操纵黄金兑换美元的价格时，黄金依然扮演着货币锚的角色。大约从公元前500年开始，白银也逐渐被铸成硬币使用，最早是在土耳其，后来传到希腊、波斯、马其顿，最后传到了强大的罗马帝国。

如此看来，时至今日，白银，特别是黄金仍然被视为一种货币，这往往有着很好的理由。20世纪70年代，发达国家曾经历了一场严重的通货膨胀，那些倒霉的政治人物像奥尔良大公那样滥发纸币，许多新兴国家的民众都能够回忆起当时的景况多么糟糕——只要回想一下20世纪70年代的智利，1992~1994年发生金融危机的南美洲国家，1997年发生金融危机的东南亚，以及1998年发生货币危机的俄罗斯或者2002年发生货币危机的阿根廷。

黄金和白银或许是一种货币形式，但它们再也不会是唯一的形式。我们把全球GDP（41万亿美元）或者全球资产（170万亿~220万亿美元）与黄金的价值挂钩，可以看到，如果我们真的回到金本位制，那么可以肯定的是黄金价格将因此而上涨好几个数量级。这样做会把巨额的财富从没有金矿或黄金储备的国家转移到那些由于足够幸运而拥有大量金矿与黄金储备的国家，它还会吸引人们费尽心机寻找新的金矿（以及造成污染），而且还将造成中央银行失去处理经济周期与冲击的能力。多年以前，黄金是与纸币相互替换的实实在在的货币。尽管黄金如今依然是货币，但也只是补充意义上的货币。黄金还是一种很典型的资产，就这个问题还可以作更深入的讨论。不过，我们在此还是先来研究一下常常与黄金、白银并列的珠宝：钻石。

“希望之钻”

我们脚下的土层里充满了碳原子，有些是以天然气形式存在的，有些是以石油、炭或者石头的形式存在的。然而，有时这些东西埋在很深的地下，处于非常高的温度与巨大的压力之下，这使得碳原子处于一种全新而且极其紧密的排列状态，由此便产生了钻石。当温度达到1000~2000摄氏度、压力达到每平方米700000吨的时候，这种情形就会发生。

钻石被埋藏在地层深处长达几百万年之久，直到有一天在火山爆发时它们从火山口里突然喷发出来。火山喷发同时也毁掉了大多数的钻

石。其中有一些会深深地沉入岩浆中，在岩浆里销熔后再次化成了自由状态的碳原子。还有一些则慢慢地冷却变成了石墨，另外一些喷发出来的钻石在非常炙热的时候就与表面的氧气发生接触——蒸发成为植物呼吸所需要的二氧化碳。但是仍然会有一些钻石完好无损地保留下来：这些钻石到达岩浆的表面，但并没有暴露在空气中，之后快速冷却下来，而不是慢慢地冷却。这些完好的钻石混在火山灰与熔岩之中，就像丑小鸭一样，等着人们去发现它们。

据估计，人们第一次挑拣出钻石并将其用作珠宝是在大约5000年前，第一次真正开采钻石则是发生在2400年前的印度。然而，直到大约14世纪，欧洲还没有一个人听说过钻石，当时人们偶尔挑捡到钻石，不经切割就将它们当成八面体的水晶来用。这些石头看上去有点像乳白色的玻璃，不过仅此而已。到了17世纪，法国珠宝商人塔沃尼尔6次来到印度，并在那里看到了让他感到惊奇的东西——莫卧儿国王所收藏的一颗经过切割的钻石——所有的情况便都发生了变化。他回欧洲的时候，带走了44颗经过切割的大钻石和1122颗小一点的钻石。我们猜一猜，谁会是塔沃尼尔最大的买家呢？他就是著名的太阳王。没错，就是这位法国的太阳王买下了44颗大钻石中的14颗，还有一些小钻石。其中有一颗钻石非常特别，它有112个角豆树籽那么重，而且是按照所谓的印度风格进行切割的，相对于光度而言，它更强调尺寸。1668年，太阳王把它重新切割成为一颗重67克拉的更漂亮的钻石。后来这颗钻石又不止一次地被进行切割，结果成为了“希望之钻”，如今还镶嵌在英国女王的皇冠上，闪闪发光。

三颗重要的钻石

科-依-诺尔（Koh-i-noor，也称为“光之山”）是世界上最著名的钻石，它重达108.93克拉，在首次记载时重达1304克拉。世界上最大的钻石是库里南（Cullinan），1905年在南非被发现，发现时重达3106.75克拉，后来被切割成一颗重达530.2克拉的“非洲巨星”（Great star of Africa）、一颗重量为317.40克拉的“非洲之星”二号钻石以及104颗小钻石。

然而，宇宙中已知的最大钻石则是一颗已经燃烧殆尽的名为“BPM37093”星球的内核，按照钻石的计量单位来估计重量，达到100亿兆兆克拉，即1的后面跟有34个0。其宽度大约有2500英里或者4000公里。不过，我们不要奢望能够看到佳士得来拍卖它。它距

离我们有50光年，并且和太阳一样重。

现代钻石分销体系

今天大多数的钻石产于非洲、澳大利亚或者加拿大。钻石在被发现之后，就要送往分类与估价中心，并被分为许多种类——戴比尔斯采用16000种分类。在这个阶段，所有钻石看上去都像是平淡无奇的玻璃卵石，并且在100万颗钻石中，只有一颗钻石的重量会超过1克拉。即使所有用于工业的钻石都用来制作首饰，也只有1/20的钻石重量能够超过1克拉。

经过分拣后的钻石就可以进行第一次销售。世界上大概有一半的原石销售是通过戴比尔斯所控制的位于伦敦的CSO（中央统售组织）完成的，CSO将其出售给4个交易商，这4个交易商再把这些原石转卖给配售商。每隔5个星期，装有原石的箱子就会出现在事先受邀请的配售商面前。交易谈判遵循古老的规则：你可以带走它或者留下它。在现场议价，或者不买货的看货商将不会被邀请。配售商再将这些原石卖给一个大规模的交易网络。大概有80%的这类交易在安特卫普的4个钻石交易所中完成。

交易商可以对这些钻石进行切割，切割的工序大部分在印度（加工最便宜的大量原石），以及中国、以色列和比利时（加工中等大小的原石），或者是在纽约（主要加工那些特别的，也就是最好的原石）完成，再经过一些不同水平的交易商最终通向使用者。所有这些费用都将包含在钻石的价格之中。一颗钻石在一天之内可以多次易手，在到达消费者手里之前，可能已有过10位主人。拉帕波特服务系统一直跟踪这些中间交易市场的状况，这个系统会列出几乎全部卖家愿意出售的最高价格（实际成交价格往往会低于拉帕波特服务系统价格10%~40%）。

关于钻石的数字

市场营销有一个古老的经验法则：在大多数的生意中，20%的交易占据了80%的交易额。这个法则也同样适用于钻石生意，仅有大约20%的原石能够具有宝石品质就算很不错了。另外有45%可以称为“具有准宝石品质”，而且1970年之前这些准宝石是不会用来制作珠宝首饰的。然而，今天印度的抛光技术很有效，许多这样的原石也被有效地用来制作价格低一点的宝石。2004年，全球钻石珠宝市场在零售层面上达到约

700亿美元，另外这些钻石本身的价值大约为180亿美元。在世界上600亿美元的钻石珠宝销售额中，约有一半是在美国创造的——第50大街和第47大街的商家掌握着超过95%的钻石进口生意。

同样的这些原石在抛光之后、深加工之前的价值大约为160亿美元，而在抛光之前的价值大约是120亿美元。其在开采之前的价值则只是超过100亿美元。在许多用来制作珠宝的珍贵或者比较珍贵的原石当中，钻石是绝无仅有的。我们可以将钻石与有颜色的宝石，比如绿宝石、红宝石以及蓝宝石作个比较。根据美国矿业局2004年的估计，世界上全部有色宝石每年的零售市场规模大概仅为100亿~120亿美元，所以我们不去讨论它。

第二次世界大战之后，全球钻石的产量仅有1260万克拉，到20世纪60年代末上升到大约4000万克拉，到2004年，则超过了1.45亿克拉（或者说接近30吨）。假如其中只有20%具有宝石品质，45%具有准宝石品质，那么这就意味着大约有20吨是用来切割制作宝石的。在切割过程中，原石会损失50%的重量，这也意味着会有大概10吨的宝石进入市场。钻石也像黄金一样代表着“永恒”，但是要估算既有的全部具有宝石品质的钻石的价值非常困难（钻石实际上也会销蚀掉，但可能需要经历100万年之久。实际上只有黄金才是真正永恒的）。我们可以估计，从第二次世界大战结束一直到2004年，每年的钻石产量平均为4~5吨。那么流通中的具有宝石品质的钻石总共大概有200~250吨，价值大约为3500亿~4500亿美元。这些数据有很多的不确定性（比如切割质量会发生变化），把这些因素都包括进去，我们认为钻石总价值应该为3000亿~5000亿美元，而黄金市场价值为1.6万亿~2.0万亿美元。为了更生动地解释，我们设想一下如果把所有这些钻石都集合到一起，又会占据多大的空间呢？由于固态钻石每立方米的重量为3.5吨，那么在毫无缝隙堆放的情况下，就需要一个70~100立方米的容器，或者按照其自然形状来装载的话，则需要一个150~200立方米的容器。而后者实际上是一个长、宽、高分别为6米的容器。

谁会购买钻石呢？我们这里所看到的情况与黄金是很不一样的。大约有50%的钻石是在美国销售的，其次是在欧洲和日本（不过，中国与印度可能很快就会赶上来）。

哪些因素能够驱动黄金、白银和钻石的价格呢？在过去几十年里，戴比尔斯曾经企图控制钻石市场的定价，公司通过管理大量的缓冲库存和操控批发价格，非常成功地使这一市场保持着平稳的发展环境。但是，在1977~1982年间，情况发生了重要的变化，一些销售环节的力量变得非常强大，经销商们不再忍受戴比尔斯的定价指令。结果是安特卫普钻石价格指数在1977年突然冲破了戴比尔斯所设定的很窄的目标区间，在3年之内上升了至少400%。后期价格攀升得最快。在安特卫普，一颗没有瑕疵的钻石1979年的价格为两万美元，13个月之后，其价格就上涨到了最高点6万美元——仅仅一年多的时间就上涨了300%。随后价格下跌的速度也很快，到1982年1月，这样一颗无瑕疵的钻石价格又很快回到了两万美元。在这个事件之后，价格又出现了新的稳定，很显然，戴比尔斯似乎再次控制了局面。然而，这个卡特尔已经逐渐失去了市场份额，并且很可能未来的钻石价格会受到更多自然波动因素的影响。

1980年，钻石泡沫产生了。与此同时，纳尔逊·邦克·亨特想要垄断全球的白银市场，这种情况似乎早在1970年就已经初露端倪。纳尔逊·邦克·亨特是一位石油大亨的继承人，当时，有一位得克萨斯牧场的朋友登门拜访他，于是这个著名的故事就开始了。这位朋友名叫阿尔文·布罗德斯基，当他们在厨房里谈论时，他告诉亨特说，所有厨房里的东西到明年价格会更高。中央银行错误地相信存在着长期的菲利普斯曲线关系，但其实世界正处于严重通货膨胀的早期阶段。布罗德斯基建议说，既然货币每年都在贬值，人们应该考虑将货币兑换成白银。亨特每年来自利比亚的石油收入大约有3000万美元，他对布罗德斯基的这个想法很感兴趣。没过多久，便开始购买白银。

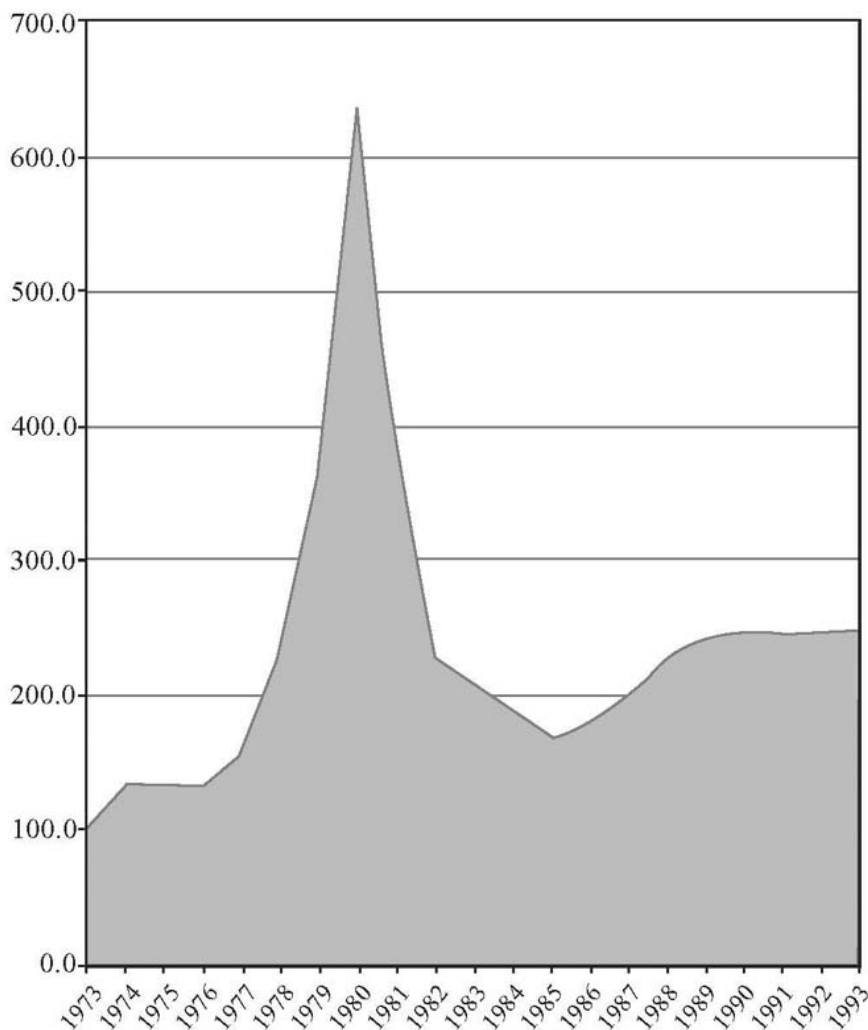


图25-1 1980年的钻石泡沫。数据来自安特卫普钻石价格指数。

白银的价格有几年相当稳定，但到最后，在20世纪70年代末，银价开始上涨。在正常情况下，如果你想作一笔不错的投资，那么你应该尽力隐藏自己的真实意图，以避免和其他人的竞争，但是亨特当时改变了态度。他不仅想要购买预期价格节节上涨的白银，而且好像还想组建一个国际购买财团来操纵白银价格的上涨。他在沙特阿拉伯找到了他的同盟。这样一个投资团队现在要买断数量巨大的白银期货，而且要在合约到期时进行实物交割。

亨特对美国当局并不抱持过多的信任，因此他决定把至少重约125吨的白银送到瑞士。他在农场里举行了一次牛仔射击比赛，获胜的牛仔

会得到任务，即押送这些白银飞往欧洲。一天晚上，亨特租借的3架波音707飞机满载着白银和牛仔，飞越大西洋后在苏黎世降落并卸货。而后他和合伙人继续购买白银，后来所交割的数量已达到他们储存在瑞士的白银数量。白银价格在一个劲儿地飞涨，但是这个国际财团最后受到了挤压，外汇管理当局不准设立新的多头仓位，而激进的中央银行则开始加息以打压通货膨胀。1980年，整个计划崩溃了，而亨特也在1988年被迫破产。

贵金属、钻石和经济周期

1980年的泡沫席卷了黄金、白银、铂和钻石市场（见图25-2）。不管是什么原因，在这4个市场中，泡沫都不像是由供给扰动这类特定的因素造成的——它是由一个更加普遍的自然因素，一种简单而又巨大的投机性需求造成的。我们来看看哪些因素能够周期性地驱动这些贵金属的需求。

因为黄金有一个流动性强的巨大市场，所以我们可以发现有关经济周期影响的很好的研究素材。我们不妨从欧文和兰达所作的研究开始，他们探讨了国库券（短期债券）、国债（长期债券）、股票、房地产和黄金之间的相互关系。表25-1是他们一些核心发现的概括。

表25-1中的数值为正则表示正相关。该项研究发现，黄金价格和债券、股票的价格变动方向是相反的，这在商品交易中很正常。然而，研究还发现黄金和房地产市场之间是正相关的，这是我们将要讨论的问题。另一项是戈顿和鲁文霍斯特所作的研究，题为《关于商品期货的现实和幻想》。在NBER官方对1959~2004年间经济周期阶段划分的基础上，他们检测了商品价格相对于美国的经济周期是如何波动的。当然，这里的商品价格是全球价格，而经济周期是美国经济自身的周期，因此可能存在这样的阶段，不同的经济体会朝不同的方向进行拉动。然而，它们表现出了相当的同步性，在这一阶段，美国经济体平均占世界经济总量的1/3左右。表25-2的数据表明了贵金属在这种背景下的市场表现。该表还显示出，黄金的市场走势和白银、铂的市场走势之间存在着明显的差异。白银和铂主要用于工业，而且地面以上存储量相对较小——这应该可以解释为什么在扩张后期其市场表现很好，而在衰退后期其表现则很差（特别是铂）的原因。另一方面，黄金价格几乎完全独立于供给流量和工业需求。黄金是一种资产，也是一种财富储藏，当利率较低的时候，黄金的表现更是如此。

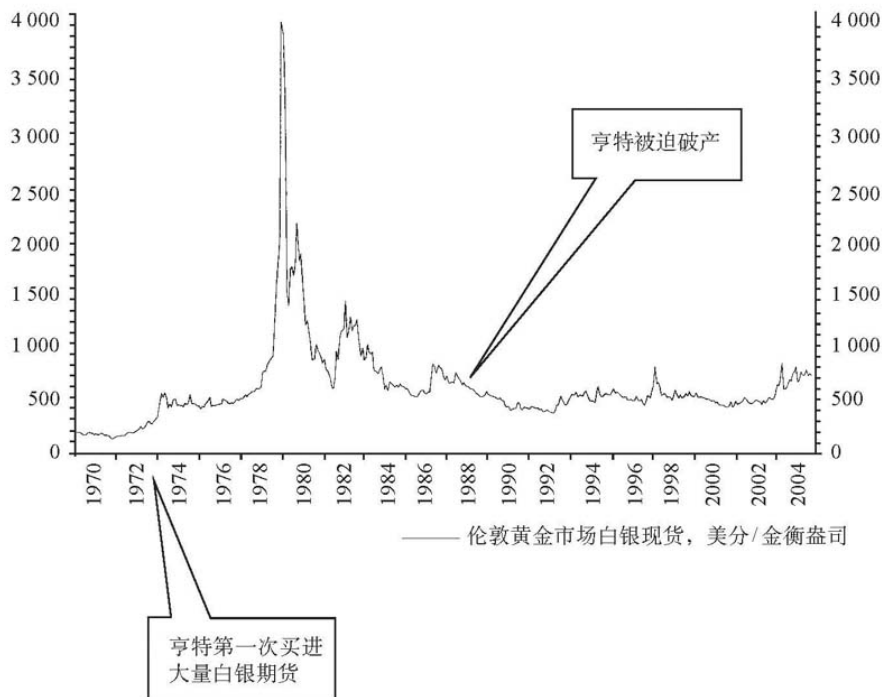


图25-2 白银泡沫与纳尔逊·邦克·亨特。许多人会把白银泡沫与亨特及其合伙人的冒进收购联系起来，但并非凑巧的是，黄金、铂与钻石的价格也有类似的泡沫。

	国库券	国债	股票	房地产
相关系数	-0.53	-0.23	-0.15	+0.41

表 25-2 经济周期中贵金属的表现

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
黄金	-1.2	4.1	-2.5	14
白银	-2.0	13.9	-1.1	-0.2
铂	5.0	16.3	-2.5	-20.2

图25-3 黄金、白银与白金价格的相关性。本图显示出1980年这三种贵金属的价格泡沫之间存在着协同性。

表25-1 黄金和其他资产之间的收益相关性

	国库券	国债	股票	房地产
相关系数	-0.53	-0.23	-0.15	+0.41

表25-2 经济周期中贵金属的表现

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
黄金	-1.2	4.1	-2.5	14
白银	-2.0	13.9	-1.1	-0.2
铂	5.0	16.3	-2.5	-20.2

周期长度

埃德加·彼得斯在他1994年的著作《分形市场分析，应用于投资与经济学的混沌理论》中，分析了从1968年1月到1992年12月这25年间的黄金价格，发现存在两个黄金周期，一个周期平均长达48周，另一个长达248周。后一个周期值得我们注意，因为248周也就是4.8年，这个时间长度接近于存货周期平均长度。哈米什·特威迪也作过类似的研究，在1994年发表的《对引起黄金价格变动的预测方法的调查》中，他研究了从1966年到1994年的黄金市场情况，发现黄金价格在此期间出现过6次牛市和5次熊市。他得出的结论是：

总之，在过去的15年里，黄金价格走势存在着80~100天以及240周的潜在周期或者更长时间的记忆/依赖性。

这里需要注意的是，240周是4.3年，这和平均存货周期更加接近。那么黄金价格的领先指标有哪些呢？特威迪检验了美国、日本和瑞士经济中的许多时间序列以及一些商品价格，发现对于过去28年里存在的最早的两个黄金周期来说，有许多很好的领先指标，但对于整个时期来说，仅有以下4个指标是有用的：

- 美国的招工广告（平均领先时间：14个月）
- 美国工业产出（11个月）
- 美国基准利率，反向指标（28个月）
- 美国贷款和投资（18个月）

另一种似乎更有前景的方法被黄金矿业服务公司运用，这个方法已经发展成为一个黄金预测模型，其使用的指标列在表25-3中。

表25-3 黄金价格的领先指标

全球	印度	日本	美国	欧盟
• GDP	• GDP	• GDP	• GDP	• 工业产出
• 工业化国家产出	• 消费支出		• 工业产出	

这种方法对于包括印度以及4个最大经济体在内的情况而言，是可行的。

那么所有这些指标会把我们领向何处呢？在下结论之前，我们应该考虑一下人们为什么会购买贵金属和钻石。我们已经了解到，所有地面以上黄金的价值大概是现有的具有宝石品质的钻石价值的5倍，几乎是白银价值的50倍。此外，由于黄金是能够明确界定的商品，因此能够以非常低廉的交易成本进行期货与期权的交易。全球黄金衍生市场的交易量超过实物交易量的50倍，这意味着黄金交易量可能是钻石交易量的好几百倍。

钻石是根本无法清晰界定的商品。我们已经知道戴比尔斯把钻石分成了16000个种类，这需要通过专家对每一块单个的原石进行仔细的辨识，来进行合理的归类。当原石被制作成珠宝首饰时，情况就会变得更加复杂，而大部分原石又都被制成了珠宝首饰。好的二手钻石珠宝主要是通过拍卖方式交易的，在拍卖中，落槌成交的价格不会比拉帕波特价格高出75%，拉帕波特价格是包括原石和加工成本的价格——许多拍卖价格实际上只会上升35%~50%。而后卖方与买方还要支付佣金，这就意味着，卖方最终仅能获得拉帕波特价格1/3的收益，而且相对于更高的场外价格而言，其所获收益的比例甚至更小。黄金是来自我们周期系统的原子，具有几个特征——很好界定、便于交易并且是重要的投资工具。钻石则是一种快乐的原子，可以很好地用来表达爱情、美貌或者财富。然而，钻石并不是投资的品种。

快乐原子

在讨论收藏品时，我们发现人们在财力承受的范围内购买能令其快乐的藏品，而财富增值则是驱使他们购买这些藏品的主要因素。与那些拍卖的藏品相比，钻石的市场更广，例如，戴比尔斯宣称2005年有80%的上海新娘接受了钻石婚戒（或者可以肯定地说，与这80%相比，购买拍卖藏品的人数要少得多）。由此可见，钻石拥有一个相当大的市场，但是这个市场到底有多大，则主要取决于财富的增长。对于贵金属和钻石而言，有4个潜在的驱动需求的因素：

- 利率下降
- 股票价格上涨
- 至少有适度的经济增长
- 房地产市场的增长

房地产市场似乎是能够创造基础广泛的财富增长的最佳因素，为此我们先看一下这些资产的上涨是如何造成1979~1980年的巨大钻石泡沫的。答案很简单：1975~1978年，包括英国和美国在内的许多国家实际的房地产价格出现了非常显著的上涨。看起来，这次房地产繁荣引起净财富的增长成为驱动钻石泡沫的关键因素，也是驱动黄金、白银和铂需求增加的一个原因。但是，黄金价格不能完全由财富效应来解释，因为人们购买黄金还有其他的原因：不信任货币。

人们常说黄金投资者的投资决策是采用排除法做出的，这可以解释为什么当债券和股票价格下降时贵金属价格会上升——反之亦然。投资者也考虑到黄金扮演的货币这样一种古老的角色。当人们认为短期利率相对于预期通货膨胀率太低的时候，黄金的价格就会上涨。这意味着，当短期利率相对于长期利率处于低位时，人们习惯于买黄金——长期利率是反映未来通货膨胀率的指标。换句话说，当所谓的“收益曲线”变得陡峭的时候，黄金价格就会走强。（收益曲线是拥有相同信用质量但具有不同到期日的债券的利率所连成的一条曲线。当短期利率比长期利率低很多时，曲线是陡峭的。当中央银行加息时，曲线就会变平缓，而在紧缩导致短期利率升得过高的情况下，曲线方向可能会发生反转。）所有这些结论表明，驱动贵金属和钻石未来价格的最重要的基础性周期因素很可能是：

- 经济增长（与高增长正相关）
- 房地产周期（与价格上升正相关）
- 实际的短期收益（与低收益正相关）
- 收益曲线（与陡峭的收益曲线正相关）

经济增长意味着合理的就业保障以及因此而拥有的信心。房地产周期是财富的主要长期驱动因素，因此对钻石的需求来说尤为重要。实际

的短期收益是黄金需求的主要驱动因素，因为大量的黄金是作为期货或者利率的替代品来交易的。当实际的短期收益很低时，持有黄金的机会损失会很小。最后，收益曲线将现时的利率和预期的未来通货膨胀率进行了比较，而陡峭的曲线则表明用黄金替代纸币是可行的选择。当经济步入周期的下降阶段时，收益曲线通常会变得陡峭。早期的周期下降阶段通常和通货膨胀率上升以及长期债券收益上升是一致的，而中央银行将会开始削减短期收益。这在一定程度上解释了当股票和债券价格下降时，黄金价格通常会上升的原因。我们把这些结论概括在表25-4中。

表25-4 需求引致的贵金属、钻石价格走势

	贵金属	钻石
经济增长	领先者，特别是经合组织成员国的经济增长	领先者，特别是印度、穆斯林地区和其他新兴市场的经济增长
房地产周期	领先者，特别是经合组织成员国的房地产周期	领先者，特别是印度、穆斯林地区和其他新兴市场的房地产周期
实际的短期收益	低收益情况下是上涨的	相关性很弱
收益曲线	上升的收益曲线是领先的，特别是在经合组织成员国	相关性很弱

在此需要补充说明的是，揭示有关黄金的问题并不需要用直接的数据。一个替代性的方法是考察金矿开采公司的股票价格情况。在低通货膨胀时期，这些公司的股票价格通常比黄金价格表现要好，而当结构性通货膨胀处于高位的时候，其表现就不如黄金了。

比较房地产、收藏品、贵金属和钻石的周期

·房地产周期最适合被描述成内在的、供给驱动型的“猪循环”，它能驱动整体经济。

·收藏品、贵金属和钻石的周期是需求驱动型的“真实周期”，主要反映了私人财富的变化。这些市场规模太小，不足以对经济周期产生有意义的影响。

·货币环境，特别是名义利率变化和实际利率的真实水平是直接驱动所有这些市场的因素。

·货币环境通过房地产价格以及由此而产生的财富效应，也成为间接驱动收藏品、贵金属和钻石周期的因素。

·这些市场中任何单个市场所发生的泡沫至少会相隔15年，因为

人们需要时间去忘记以前泡沫破裂的情形。因此，存在着一种“泡沫循环”的趋势，例如，跟随贵金属/钻石泡沫之后的是收藏品泡沫，而收藏品泡沫过后又是房地产或者贵金属/钻石泡沫。

第26章 商品期货投资

建立一个理想投资组合的艺术不仅在于寻求高水平的平均收益，还要追求稳定性。许多大投资者通过组合一些类别差异很大的资产，可以实现这一目标。我们这里不妨举个例子来说明。以下是著名的耶鲁基金在2004年6月的目标资产配置情况：

股票30.0%

债券7.5%

对冲基金25.0%

私募股权17.5%

实物资产20.0%

总计100.0%

这样的投资组合模型很有趣，因为股票与债券这两类传统的投资品种所占的比例仅仅为37.5%。而且这种投资组合使耶鲁基金能够历经各种困难，实现了卓越而稳定的投资回报。该基金能够取得如此骄人的业绩，某种程度上是因为对冲基金（说明了其风险暴露的大部分）往往能够经历经济危机而得以完好幸存，同时还因为其持有规模可观的实物资产。实物资产可以是房地产，或者农场与林场——在这个案例中主要是这些，当然它们还可以是商品期货。

诚然，琳琅满目的商品充斥着我们的生活。表26-1列出了一些例子，显示出全球每年所生产的人均商品数量。

表26-1 2004年全球人均商品的消耗量（单位：千克）

能源	纺织品、谷物、软性商品	工业品
原油：562	谷物和玉米：110	水泥：277
煤炭：13	大米：93	粗钢：150
	小麦：97	铝：4.3
	大豆：36	铜：2.1
	蔗糖：22	锌：1.5
	橙汁：7.8	铅：1.1
	棉花：3.3	镍：0.2
	咖啡：1.1	
	橄榄油：0.5	

资料来源：美国商品调查局，2005年。

这些数据说明人们日常消耗的大部分商品包括：我们所吃的食品、所使用的能源，还有我们在城市中随处可见的钢铁和水泥。然而，当我们谈论所交易的商品期货的美元价值时，情况就会有些不同了。首先，钢铁和水泥在期货市场中所占的比例非常小——它们主要是在金融市场之外交易。在期货市场交易的主要有以下这些商品：

- 能源（石油和天然气）
- 工业品（木材等）
- 纺织品（棉花、羊毛等）
- 家畜（牛、猪、猪肉等）
- 谷物（水稻、小麦、饲料、大米、大豆等）
- 软性商品（可可、咖啡、橙汁等）
- 工业用金属（铝、铜等）
- 贵金属（金、银、铂、钯）

跟踪商品市场

应用最广泛的商品指数主要有：路透-CRB，高盛商品指数，道琼斯-国际集团商品价格指数和罗杰斯国际商品指数。

现货溢价

在众多著名的早期商品投机者中，约翰·梅纳德·凯恩斯要算一位佼佼者。1923年，他在《曼彻斯特卫报》上发表了一篇题为《商品市场的某些方面》的文章。在该文中，他解释了自己涉猎商品市场的一些缘由。假设你在此时此地要购买一件价值100美元的商品。然而，你也可以从期货市场购买12个月后到期交割的同样一件商品。很显然，你会预期卖家为持有这件商品12个月而收取一些仓储/融资成本的费用——假设为5%。因此，你预期这件商品12个月的期货价格为105美元。这5%的额外费用可以被称作“期货溢价”。然而，远期价格比实际的现货价格低的情况会有很多，这就是所谓的“现货溢价”。

凯恩斯在文章中所讲述的就是有关现货溢价的系统性趋势问题。原因在于，商品市场的绝大多数卖家本身就是商品生产者，他们需要通过远期销售来对冲风险，这就意味着大多数的期货市场买家不得不成为投机者。由于投机者要为所承担的风险获取一个平均的风险溢价，所以就产生了现货溢价。在凯恩斯看来，这很正常，因而他将其称为“正常现货溢价”，这也说明了市场中优秀的投机者所要扮演的理想角色：像保险公司那样承担风险并为市场提供流动性的人。

来自耶鲁国际金融中心的戈顿和鲁文霍斯特在2004年作过的一项研究（《关于商品期货的现实和幻想》）表明，正常现货溢价是存在的，而且是商品期货市场产生投资回报的主要原因。实际上，商品期货组合很广泛，并且在到期日上不断延展，其收益不仅要优于债券，而且能与美国43年来的股票市场平均收益持平。这与连抵御通货膨胀能力都没有的现货相比要好得多。然而，关于现货溢价的问题，我们在这里需要说明三点内容。第一，它在能源期货方面很普遍。而工业用品的现货溢价往往是在市场的实际供给发生短缺时出现的，也就是说，有现货溢价的市场在预测期货价格下跌方面通常做得比较好。

第二，现货溢价可以随时转变成期货溢价。举例来说，德国金属公司1993年在该项会计账目上记录的损失是13.3亿美元。其美国子公司MGRM分别按5年期和10年期固定价格的远期合约出售了1.6亿桶原油。该公司希望通过购买短期期货合约来设法对冲风险，这样一来，因为要在每一份短期合约到期之前不断将其滚动到新的到期日，公司为此预先支付了现货溢价。不料，到1993年年底的时候，市场发生不利于其对冲头寸的变化，因为现货价格出现下跌，市场转变成了期货溢价。这迫使公司为其持有的期货合约支付了巨额的保证金，这也超出了其原来设想

的对冲额度。

第三个关于现货溢价的问题是，大约从1995年以来，商品市场上的对冲基金数量已经不断增加。这可能使正常现货溢价大为减少，因为这也是对冲基金所追逐的。

周期的时点

现货溢价是商品期货市场上做多的原因之一。另一个原因则是商品期货的价格高点与股票市场相比，会出现得稍迟一些，这就意味着持有包含股票和商品的投资组合会比单独投资两者中的任何一个都更加稳定。戈顿和鲁文霍斯特曾经调查过在股票市场受挫时商品期货市场的平均表现。首先，他们挑选了股票市场5%的表现最差的月份来作分析。在此期间，股票市场平均下挫了9.18%，而商品期货市场竟然在上升，平均升幅达到了1.43%，这说明商品期货市场的表现是相当好的。实际上，这时的收益比所有月份的商品期货市场的平均收益还要高出0.88%。然而，当两位经济学家把研究范围进一步缩小到股票市场表现最糟糕的1%的月份时，商品期货市场的表现则更好。在这些月份，股票市场平均损失达到了13.87%，但商品期货市场平均上升了2.32%。

这个研究结果使我们看到了商品期货市场的另一个特点。我们回想一下曼德勃罗在1960年如何发现哈佛大学的黑板上那条拖着两个肥尾的“钟形”曲线，并揭示出这条曲线所显示的棉花的月投资收益。戈顿和鲁文霍斯特对商品指数组合的肥尾也进行了分析，并将其与股票市场收益分布的曲线尾部作了比较。他们发现了一些有意思的情况。股票市场的肥尾避向左边，而商品期货市场的肥尾则避向右边。这就意味着股票价格在出现异常波动时往往是下跌的，而商品价格在出现异常时往往是上涨的。换言之，在发生意外时，这对于股票市场而言往往意味着损失，而对商品市场上做多的投资者来说则是好事。

因此，我们认为在投资组合中纳入商品期货有3个很好的理由：存在现货溢价，其与债券和股票市场的相关性低，偏向上涨的变动性。然而，商品在整个投资组合中的比例不能过高。目前商品在全球GDP中所占的比例大约为2.5%。尽管这个百分比在主要的资本投资高峰期会有所上升，但估计这个数字会基本保持稳定。一个很好的问题是在经济周期中，能否在时间上成功地确定商品的风险敞口。许多与非耐用消费品有关的商品，像谷物、家畜和纺织品，与经济周期的联系也并不紧密。那

些与经济周期密切相关的商品主要集中在大规模、周期性的领域：房屋建造、资本性支出和汽车等。我们先看看房屋建造，了解一下它是如何驱动一些商品的周期性需求的。

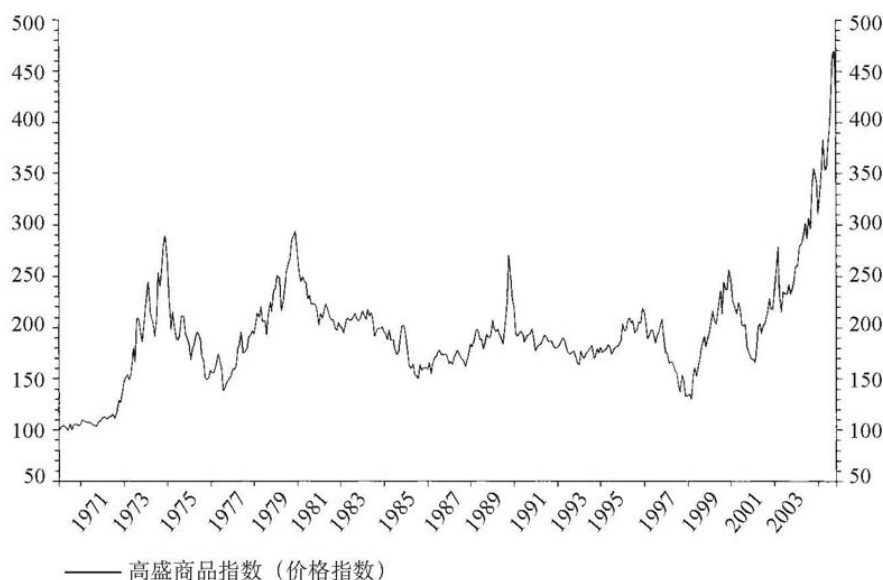


图26-1 1970~2004年的CRB指数

周期性需求的驱动因素

我们在前面的讲述中已经知道，正常的房屋建造市场占GDP的比例要高于10%。这个行业有一部分是公共部门的建造（比如机场、铁路、医院、学校、行政办公楼等），但大部分则是私人性质的。这也使房地产成为影响许多商品的周期性需求的重要因素。只要想一下建筑物的构成就可明白其中的道理：房地产业需要消耗木材、钢铁、水泥、锌、铜、铝等许多物料，而且都是数以吨计。按照正常的估计，全球建筑业每年要消耗大约25%的新伐木材，大约40%的石材、碎石与砂土。世界观察研究所称，房屋建造和日常运营消耗大约占全球能源消耗总量的40%，原材料消耗量的30%。我们此前已经看到房屋建造市场在较慢周期（平均长度为18年）内变化，而且振荡的幅度很大。因此我们有理由推测，在房地产市场的刺激下，相关商品也表现出类似的较慢周期。

接下来是企业在机器与设备方面的资本性支出，这些支出主要是由制造业、运输业、通信业、批发业、零售业、金融业、公用事业和保险业，以及房地产行业的企业所完成的。其中一些较大支出包括机械及机

械工具（主要是在制造业）、卡车、飞机、公司船队（主要是在运输业与金融/保险行业）和信息技术（主要是在通信、制造、金融和保险业）上的投资。在一个国家中，这类支出通常会有30%花在信息技术方面，还有20%用于运输设备方面。资本性支出尽管变化很大，但平均占现代经济总量的10%左右。

第三个驱动商品需求的重要因素便是存货。这部分波动很大，而且在许多国家的存货中汽车所占的比例略少于总量的1/3。

那么到底哪些商品受到房屋建造、机器与设备方面的资本性支出以及存货的影响较大呢？主要有3类商品：工业用金属、木材和能源。我们先来看看工业用金属，这类商品中有两种与房屋建造的关系特别密切：

·铜主要应用在电子设备方面，如电线（50%）、普通和工业工程设备（20%），还有建筑装潢材料，如屋顶材料、照明装置、管道设备与管道（15%），以及传导设备，如暖气片和冷热交换装置（11%）。尽管这些数字还不能说明铜材消耗的全貌，但上面所提到的大部分电子设备也是整个建造业的一部分——它们并不仅仅局限于所谓“建筑”的范围。由此可见，全部消耗的铜几乎有一半与房屋建造有关。还有许多用于汽车上的电子设备。美国制造的汽车平均每辆所消耗的铜超过了50磅（23千克），其中有80%用在了车载电子设备上。美国的单户住宅平均需要消耗的铜达到了439磅（200千克）。2002年全球的粗铜产量是136亿吨，相当于人均仅拥有2.1千克。大约有40%的铜是循环利用的。

·锌：大约57%用于建筑业，23%用于运输业，10%用于机器与设备方面，还有10%用于消费品。2003年全球人均锌产量是1.5千克，全球有近1/3的锌是循环利用的。

美国单户家庭住宅平均消耗铜材的统计数据

平均到每个单户家庭住宅，我们发现：

195磅/88千克铜用于建筑电线

151磅/68千克铜用于管道、填充物和阀门

24磅/11千克铜用于管道黄铜制品

47磅/21千克铜用于嵌入性设备

12磅/5千克铜用于建筑用具

10磅/4.5千克铜用于其他导线和管道

数据来源：Copper.org

接下来是镍，它主要与资本性支出有关：

·镍：大约有92%的镍用于像不锈钢这样的合金材料。这些合金材料又用在厨房用具、电线、化学工业管道等方面。因此，镍主要与资本性支出和房屋建造关系密切。2002年全球人均镍产量仅有0.2千克，有40%~50%的镍是循环利用的。

最后要介绍的两种金属主要与汽车和其他运输设备有关：

·铝：大约41%用于运输业（汽车、飞机、卡车等），其在汽车和卡车上的应用主要是制造节能型发动机。因为铝的重量较轻，所以能够有效降低交通运输中的燃料消耗和排放量。另有18%的铝用于建筑业，16%用于包装（主要是易拉罐），9%用于电子设备，还有9%用于机器与设备。由此可见，铝主要与汽车的周期（因而与短期的存货周期）相关，同时也和更长期的建造业以及资本投资有关。2003年全球人均铝产量为4.3千克，有超过25%的铝是循环利用的。

·铅：大约有76%的铅用于铅酸电池（尤其是车用蓄电池），因而与存货周期以及私人汽车消费量有关。全球人均铅产量为1.1千克。由于铅有毒性，因此绝大多数都是循环利用的。

我们在前面提到过戈顿和鲁文霍斯特的《关于商品期货的现实和幻想》，这项研究总结了在美国1959~2004年的经济周期中，以上所提到的各种商品（以及其他商品）的波动情况。表26-2显示出这些商品的平均价格信息。

表26-2 工业用金属期货的周期表现

金属	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
铜	2.3%	18.8%	11.3%	-21.6%
锌	3.3%	11.9%	-8.6%	-1.7%
镍	3.4%	14.1%	6.9%	-11.2%
铝	-0.6%	4.6%	5.6%	-3.8%
铅	2.6%	11.6%	-16%	-9.7%

我们把这些商品的情况与这项研究中的公司债券与股票的表现作一个比较（参见表26-3），差异是显而易见的。公司债券即使是在衰退后期也出现暴涨，并且持续到经济复苏时期，因为通货膨胀已逐步消退，流动性出现扩张，更好的前景也被贴现。一方面基于相同的原因，另一方面是由于未来收益的贴现率（也就是债券收益率）正在下降，所以股票的走势也紧随着公司债券。但在衰退早期，这两者都是下跌的。商品则呈现出另一番情形。在扩张后期，当建筑业达到顶峰的时候，铜和锌的市场表现出众。铜的良好走势甚至延续到了衰退早期，因为大多数的建设项目仍在继续，直到竣工为止，即使经济已经在走下坡路。但在进入衰退后期时，由于前期规划的建设项目都已经陆续完工了，所以金属市场会遇到挫折。

由于资本性支出项目也需要经过一段时间才能完成，因此镍的市场表现与铜和锌的情况差不多。最后，铝和铅的市场表现更加平稳，因为它们与波动较小的汽车市场相关。汽车产量受到消费的驱动，而且汽车产量的削减也很快。铅的价格在衰退早期出现快速下跌的情况突出地反映了这一点。看来，把股票与铜搭配构成投资组合是可行的，但是不能把铅与股票纳入组合。

表26-3 股票和债券期货的周期表现

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
公司债券	11.5%	3.6%	-2.9%	25.7%
标准普尔指数总收益	18.1%	10.4%	-15.5%	17.3%

工业用金属的领先指标

在20世纪90年代，杰弗里·穆尔设计出针对主要金属的一系列领先指标，同时还推出了针对铜和废钢（废钢的期货交易规模不大）的特定领先指标。穆尔的这些指标提供了这些工业用金属的“产业活动”预警信

号，包括其产量、价格、应用方面的信息。表26-4列出了这些指标，并介绍了整体经济环境的影响、创造金属需求的行业发展和供应方所显露出来的线索之间的区别。

表26-4 杰弗里·穆尔的金属期货领先指标

指标类别		全部工业用金属的领先指标	钢铁的领先指标	铜的领先指标
整体经济情况	货币刺激	美国M2 增长	美国M2 增长	收益曲线
	制造业的普遍健康度	采购经理人指数 (PMI)	采购经理人指数 (PMI)	
	增长与盈利的一般领先指标	价格与单位劳动成本的比率		
特定行业需求	住宅房地产市场	新屋开工量	新屋开工量	新屋开工量
	完成品发货		家具发货	
			美国轿车与轻型货车的零售额	
金属行业状况	与股票价格直接相关	加权标准普尔指数，机器、建造、农场与工业	加权标准普尔指数，钢铁公司	加权标准普尔指数，建筑产品公司
	特定的新的金属订单	新订单，主要金属产品	新订单，钢铁厂	新订单，非铁金属产品
	金属业的瓶颈	平均每周劳动小时，主要金属	平均每周劳动小时，钢铁厂	平均每周加班小时，铜热轧、挤压与合金
	金属价格	JOC-ECRI 金属价格指数增长率	废钢价格的增长率	LME主要铜的现货价格

这里需要注意的一个有趣的信息是，各组中的这些指标都关注新屋开工量，并将其视为领先指标，这就说明了房地产周期的重要性。研究机构“美国地质调查”发布这些指标的月度数据。

木材、能源和经济周期

关于工业用金属方面，暂且到此，接下来看看木材的情况。大家知道，在房地产建造中需要使用大量的木材，那么木材在整个周期中会有怎样的表现呢？其实，木材大致与铜的情况相类似，但下跌的时点稍早一些，这可能是因为许多木材也被用来制作家具，而家具行业在周期中会更早出现逆转。

最后一类与房地产、资本性支出和汽车行业关系较为密切的商品就是能源。表26-6列出了能源走势的统计数据。

我们从表中的数据可以看出，石油在衰退早期表现不错，这可能有两方面的原因：第一，很大一部分石油被用于房屋建造方面，而天然气的情况则不是这样；第二，有些时候油价出现冒尖的情况实际上已经触发了经济的衰退。油价上涨所造成的最大影响要延迟12个月才会表现出来。该表中的信息说明能源价格走势与铜十分相似，即在扩张后期和衰退早期表现很好，而在其他阶段则会受到压制。

表26-5 木材期货的周期表现

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
木材	0.0%	15.5%	-7.0%	-23.6%

表 26-6 能源期货的周期表现

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
原油期货	4.4%	12.1%	26.3%	-21.3%
天然气期货	5.2%	10.3%	-15.3%	-21.5%

表26-6 能源期货的周期表现

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
原油期货	4.4%	12.1%	26.3%	-21.3%
天然气期货	5.2%	10.3%	-15.3%	-21.5%

商品与商品生产企业

我们似乎可以凭着直觉设想，直接投资于一定范围的商品生产企业，会比投资于相应的商品期货获得更高的收益。商品生产企业是盈利的，而商品本身并不能产生直接的收益。戈顿和鲁文霍斯特对这个问题作过调查研究，但他们所得出的结论是，在以往的41年里，投资商品期货比投资一系列商品的生产企业所获得的利润要高得多。

供给方

不妨问这样一个问题，为什么在经济周期中商品不能更加有效地定价呢？答案具有两面性：一方面，如我们所知，商品需求具有周期性的特点；另一方面，供给缺乏弹性，并存在大量的固定成本。在正常情况下，从金属矿藏或者能源的发现到开始开采，会有很长的时滞——一般是7~15年。例如，从北海发现石油资源到所采石油进入市场就耗时11年之久。金属矿藏的开发也是如此。即使要增加木材的产量，也需要经

历一段时间——树木不会一夜之间长成。但是，一旦基础设施准备就绪，商品生产商就会倾向于不间断地生产，即使商品价格下跌也不愿意停下来。然而，在衰退期间，最终产品的生产商可能卖不出其产品，但是生产商总是会去开拓新的市场，而不是一定要卖出好价钱。这种历尽艰辛的供给滞后本身就足以造成猪循环现象。

第27章 债券、股票与基金

人们对股票、债券和基金的价格行为的关注度是如此之高，使得很少有其他经济问题能够与之媲美。这些金融资产价格甚至一度成为早期经济学家研究的焦点，我们回想一下劳·坎蒂隆、桑顿和李嘉图这些曾经在市场上活跃的人物，他们都取得了成功——李嘉图和坎蒂隆甚至可以挑战沃伦·巴菲特“最成功金融投资者”的头衔。凯恩斯和费雪尽管经历了市场的跌宕起伏，但也都成了家喻户晓的专家。还有巴布森，他在《货币累积的商业晴雨表》中对市场次序问题的阐述非常精辟，值得我们回顾一番：

- 1.提高货币利率
- 2.债券价格下跌
- 3.股票价格下跌
- 4.商品价格下跌
- 5.房地产价格下跌
- 6.货币利率较低
- 7.债券价格上涨
- 8.股票价格上涨
- 9.商品价格上涨
- 10.房地产价格上涨

这段文字由罗杰·沃德·巴布森在1910年所写，令人印象非常深刻，巴布森实际上已经抓住了问题的本质。但是，相对于这些次序而言，还有更多的东西有待发掘，而无论是巴布森，抑或是最早的经济学家，他们的认知都没有我们今天这样丰富。因此，我们不妨更加仔细地研究一下。

不同市场间的摩擦

卡尔·冯·克劳塞维茨在他的名著《战争论》中用“摩擦”这个术语来描述在战场上执行指挥计划的复杂情况。

其实经济中也存在着这样的摩擦，只不过在程度上有所不同。市场体系的一端是金融市场，其中的交易商与经纪商几乎没有摩擦。如果你拥有必要的交易路径，你就可以在不到1分钟的时间内迅速完成1亿美元的交易。但其他的市场中存在着很多的摩擦。当一个零售商订购商品时，商品常常需要几天甚至几周的时间才能送达。卖出这些商品所花费的时间可能更长。购买房产往往需要花费几个月的时间，而要在比较糟糕的市场上出售房产，那可能要苦等好多个年头了。不同市场所存在的摩擦程度不同，这也影响着该市场与经济周期之间的关联程度。因为金融市场几乎不存在摩擦，所以它可以预报经济情况。另一方面，资本货物市场的变化往往是滞后于总产出的。

债券

首先从债券开始。债券有短期债券（3个月至3年）和长期债券（3~30年）之分。债券还分投资级债券和垃圾债券，其中投资级债券收益比较低，但发行方一般是更加稳固的机构。黄金本身虽然不会产生收益，但它和债券类似，也是一种跨越国界的货币供给。

在经济周期的早期，为什么债券收益会下跌（债券价格上升）呢？究其原因，主要有以下两个方面：第一，在经济放缓后，仍然存在着大量过剩的产能，因而价格竞争非常惨烈，这就意味着几乎没有通货膨胀现象；第二，中央银行降低了利率，向市场释放出大量的货币。在经济周期的早期到中期，当企业利润在增加、经济处于稳定状态时，人们认为垃圾债券是相对安全的，由此造成了垃圾债券的市场表现要优于投资级债券。最后，在经济周期的后期，由于人们对通货膨胀和货币紧缩的预期，债券收益会上升。

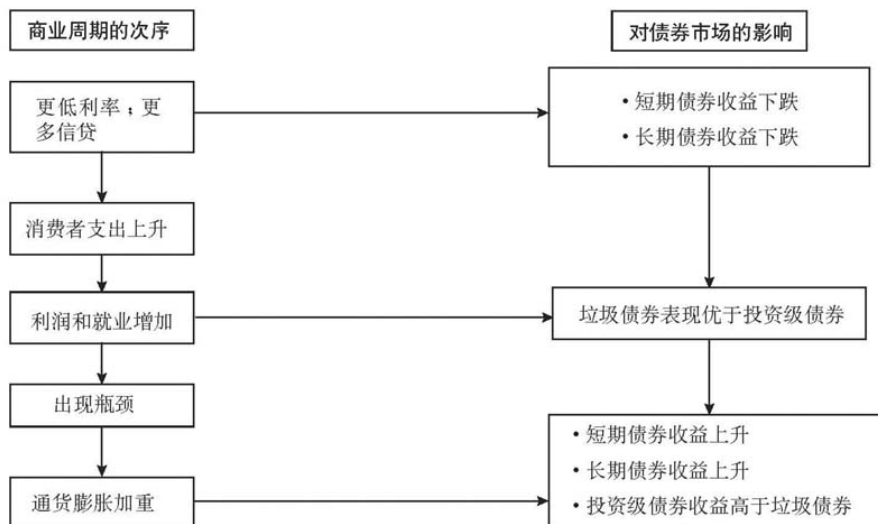


图27-1 债券市场在经济周期中的表现

股票

我们接下来看看股票的情况，正如巴布森所观察到的那样，股票的涨跌往往要比债券滞后一些。在中央银行收紧利率的周期中，当可能只会再有一次加息时，股票市场往往开始形成一波快速上涨的行情。这个时点通常要等到某个地方快要发生金融事件的阶段——金融事件使中央银行相信紧缩政策已经足够了（或者是太过了）。平均而言，在经济达到顶峰之前大约9个月的时候，股票市场就已经达到了顶峰，而后通常是要么进入箱体震荡，要么开始下跌。高盛集团对美国经济1847～1982年间的周期性熊市情况作过分析，发现熊市平均持续23个月，并且造成股票价格平均下跌30%。股票市场的高峰阶段通常会延续几个月时间，并与以下特点有关：

- 在达到市场高点之前，大成交量呈现加速上涨走势。

- 价格通过形成一个更低的高点或低点，打破先前达到高点与低点的模式。

- 存在一次或若干次逆趋势的冲击变动。

- 由于中小盘股的表现要逊色于大盘股，市场成长广度还不够。

- 以上这些情况会在几个月内经常发生，而且会导致市场能量的损失。如果不是这样的话，那么随后的熊市行情可能会比较短暂。

当处于低谷的时候，股票的表现会有些不同，在此情况下，股票市场反转上升的时间平均要比经济低谷大约早5个月。由此可见，无论是高峰还是低谷，股票市场都是整体经济的领先指标。但是，在高峰阶段的领先时间要长一些，这可能要归因于资本性支出与房屋建造活动的动能——这类经济活动不能非常快速地结束。在更低拐点的价格模式也会有所不同，因为常常会出现比较突然的U形反转，人们也很难确定这种反转的时间。

然而，全部情形中当然会包括在这些不同类别的资产范围内出现交替的现象，我们可以对以下主要类别的资产加以区分：

·金融类。包括银行、消费金融、投资银行与经纪、资产管理、保险与投资以及房地产，而房地产投资信托基金（REITs）也在其中。金融板块对经济复苏的信号反应非常早，因为人们能够以低利率借贷并投资于具有更高收益率的债券（这就是我们所说的“陡峭的收益曲线”）。早期的经济复苏信号也可以从借贷活动开始增加和不良贷款达到顶峰看出来。

·可选消费类。包括汽车及其零部件、耐用消费品和服装、酒店、餐馆与休闲，以及媒体和零售。这类板块会紧随着金融板块而变化，因为消费者在周期中是最早进行支出的群体，他们非常乐于接受很低的借贷/抵押成本。在这里，以更低的利率抵押再融资可能是一个很重要的影响因素。此外，在经济下滑后，消费者被压抑的储蓄与消费欲望此时可以得到释放与宣泄。最后，在这个阶段，许多耐用消费品的价格似乎变得便宜了。

·信息技术类。包括软件、硬件、IT服务和电信。该板块在周期中启动得相当早，并由消费类电子产品所主导，因为商业领域的电子产品更新换代较快，即使还不需要增加产能也会如此。

·工业类。包括资本货物、贸易服务、供给与运输。面对消费者日益增长的需求，信息技术与工业会对加速增长的消费需求率先作出回应，先是降低库存，但随后会扩大生产恢复库存，从而导致内部的乘数效应。此外，随着产能达到极限和订单积压的增加，工业企业的定价能力也会上升。

·资源类。包括化工、建筑材料、容器、金属及采矿、纸张与木材产品等。由于工业企业需要增加产能，这个过程需要投入大量的基础性资源，所以资源类会在较迟阶段表现突出。

·**稳定的消费类**。包括食品、药品、饮料、烟草，再加上家居用品与个人用品。这个板块会在周期的后期开始有相对好的表现，它几乎不存在周期性，因为它是需求相当稳定的唯一领域。因此，这个领域具有相当强的防御性，而且其中最稳定的是那些固定成本有限而且通常是服务型的部分。

·**公用事业类**。包括燃气、电力和自来水。公用事业类的产出具有相当稳定的需求（像稳定的消费类一样）。然而，公用事业板块具有高额的融资成本，从中央银行停止加息时开始，这类股票会将这些成本的降低贴现，这就意味着其股票会有较好的表现，一直到周期结束。

所有股票都有一个共同的特点，即对未来事件加以贴现（见图 27-2）。

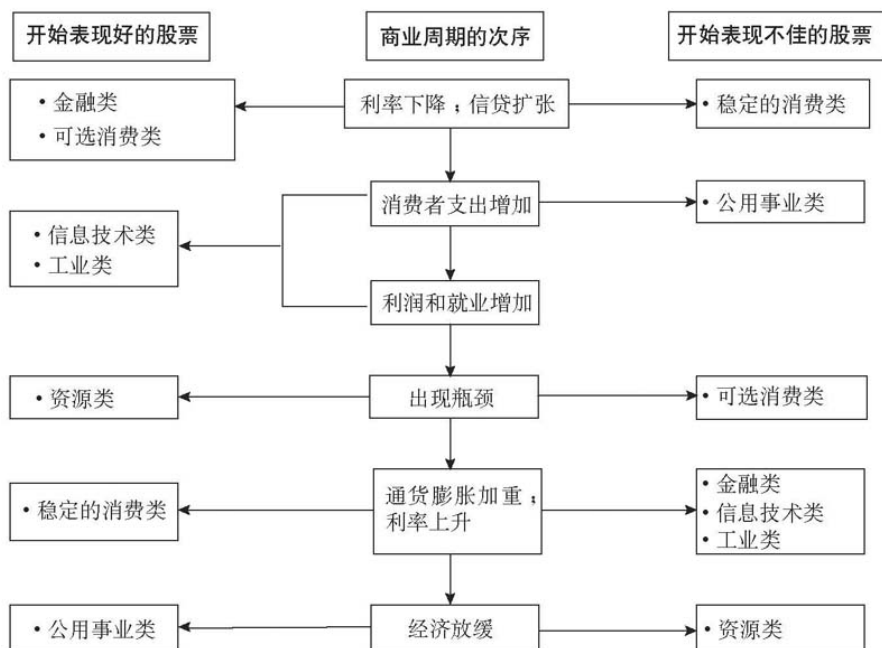


图27-2 股票市场在经济周期中的表现

规模与变动性

股票另一个需要关注的方面是公司的规模。它们通常可以被分成“小盘股”（3亿~20亿美元市值）、“中盘股”（20亿~100亿美元市值）和“大盘股”。中小盘股在经济复苏和扩张阶段的表现最为抢眼，因为它

们比较符合新入市投资者的胃口。大盘股在经济下滑时会有相对出众的表现，因为经济下滑把许多更小的市场参与者排挤出局，并迫使市场合并。

关于股票的最后一个问题是，那些固定成本很高的企业，或者生产的资本货物规模较小、与商业性房地产有关联的企业，或者提供资本性支出的企业，其股票变动性特别强。

对冲基金与私募股权

最后要考虑的金融市场是所谓的“另类投资”，它常常被细分成表27-1所列的各种类别。

表27-1 对冲基金和私募股权基金类型概览

对冲基金	私募股权
• 事件主导型基金。其投资策略与市场总体方向无关，事件可以包括兼并、收购、破产或者证券发行等。 • 危机证券基金。它们买入陷于困境公司的股票或债券，通常会积极参与重组，也可能实施债转股。 • 风险套利基金。其主要策略在于发掘源于要约收购的定价折扣。 • 全球新兴市场基金。专门投资于新兴市场。在这类市场上做空很难，这意味着其风险敞口主要在于多头。 • 全球国际基金。关注全世界的经济变化，并挑选有利的市场进行股票投资。与宏观基金相比，该类基金较少使用衍生品。 • 全球主流市场基金。主要在国际主流市场寻找投资机会，有可能专注于成长型、小盘股或者价值投资等方面。 • 全球宏观基金。大范围使用反映全球基金变化的衍生工具。 • 市场中性基金。通过多、空头寸操作来达到接近市场中性的平均头寸。它们可能专门投资于单纯套利、分散多/空风险敞口或抵押担保证券。 • 行业基金。专门投资于特定的行业。 • 卖空型基金。卖空估值过高的股票。 • 基金的基金。投资于多种对冲基金。它们有些采用分散化方法，其他的则有针对性。	• 风险投资基金。投资于新成立的公司，时间上指从初次融资到可以退出之前的最后一次融资。这些新公司多数表现平平或者不佳，但其中成功的企业能够带来非常丰厚的回报。 • 收购型基金。购买企业的全部股份或有控股比例股份的股份。被收购企业可能是私人性质或者上市公司。基金在寻求退出之前通常对企业进行合理化改造、分拆或者兼并处理。收购动机可能是企业管理不善，具有未开发的潜力或者总体价值被低估等。 • 夹层基金。通常是向企业提供贷款，这类企业因规模太小而不能发行债券，或者因风险太大而无法获得必要的银行融资。夹层贷款的提供者通常会有准权益要求，即得到购买企业股份的机会。这意味着它们能够获得当前收入，并且可能获得上涨收益。

对冲基金的这种细分，来源于《管理会计报告》，这种细分结构已经作为若干研究的基础被加以利用，而这些研究所关注的是不同环境下对冲基金的业绩问题。

另类投资与经济周期

2001年，富兰克林·爱德华兹和穆斯塔法·卡拉扬发表了一篇研究对冲基金在牛市与熊市中如何表现的文章，他们研究的结论是，在熊市中真正对投资者有保护作用的对冲基金只有3类：宏观基金、市场中性基金和事件主导型基金。我们凭直觉能够理解宏观基金在熊市中会有较好的表现，因为基金经理对经济周期与市场总体环境开始变坏的早期信号会保持密切的关注。市场中性基金在熊市中的避险作用似乎也是合乎逻辑的，因为这类基金善于发现许多公司中所存在的脆弱性问题，并据此在市场上做空。至于事件主导型基金，很显然，熊市为其提供了大量的投资机会，但是事件主导型基金的业绩明显依赖于基金在市场下挫过程中是持有现金比例很高的组合，还是持有大量让人苦恼的资产组合。

最近的一项研究很有意思，这是2003年由卡波西、科黑和胡布纳所完成的，他们分析了1994~2002年间2894只对冲基金在2000年春开始的大衰退期间的市场表现，基金的平均收益数据参见表27-2。

基金最佳业绩数据在表中是用粗体字标出来的。大致可以看出，所有基金在牛市中的平均业绩要远高于熊市中的业绩，但绝大多数的对冲基金在牛市与熊市两个阶段中都是赚钱的，这就是对冲基金整体的特点。

另一项有意思的研究是伊萨瑞亚·辛拉帕普瑞查2003年完成的硕士论文，作者发现，股票型对冲基金和市场中性基金在牛市阶段表现特别好，而在市场处于熊市阶段时，市场中性基金与套利导向型基金的表现也不错。当然，在牛市中做空者会遭受打击，并且当市场下行时会受到束缚。

表27-2 对冲基金在经济周期中的表现

对冲基金种类	月平均收益	
	牛市	熊市
事件主导型基金；危机证券基金	1.23	0.25
事件主导型基金；风险套利基金	1.27	0.37
全球主流市场基金	1.96	-0.21
全球国际基金	1.30	-0.08
全球新兴市场基金	1.57	0.27
全球宏观基金	1.10	0.19
市场中性基金	1.18	0.71
多头杠杆基金	1.83	-1.17
行业基金	2.56	0.38
卖空型基金	0.39	1.99

从以上各项研究中我们得到的总体印象，一定要结合研究的时间段内市场实际发生的情况来理解。比如说，新兴市场对冲基金在2000年后取得了辉煌的市场业绩，关于这一点，我们很容易用特定的市场因素来解释。非常清楚的是，以下类型的对冲基金在股票牛市行情中可能有上佳的市场业绩，我们将其按照市场业绩排序：

- 特定行业基金（捕捉给定牛市中的某个关键题材）
- 多头对冲基金
- 股票型对冲基金（全球、新兴市场、国际、主流市场）
- 事件主导型基金
- 市场中性基金

至于在股票熊市行情中，市场表现最佳的有：

- 空头卖方（毋庸置疑！）
- 市场中性基金
- 事件主导型基金
- 宏观基金

相对于对冲基金而言，对私募股权基金的研究难度更大。一个原因

在于我们所知的这类基金较少，另一个原因在于这类投资往往是按季度，而不是按月披露其资产净值（NAV）信息，况且所披露的数据主观成分较大，因为其所投资的都是非上市企业。然而，从各种研究结果来看，比较清楚的是，在经济状况非常疲软的时期，敢于进行这类投资的实在太少，但是如果在此期间已经抓住了投资机会，那么私募股权投资公司就会有最佳的业绩表现。有以下4个理由可以解释这种情况：

- 质量好的交易缺乏竞争者。
- 投资者有更多的时间来作尽职调查。
- 缺乏即刻退出的机会，这迫使投资者对投资选择更加挑剔。
- 投资进入点的估值更低。

然而，这类基金在选择最佳的市场时机方面可能稍有不同。收购型基金往往在市场危机阶段表现活跃，因为此时投资的价值更有吸引力，而且它们可能从沮丧的卖家手里全部接盘。夹层基金具有固定收益、准权益和违约风险上平衡的风险敞口，因而其市场表现与经济周期之间的关系不大。最后，风险投资基金一般希望其他投资者能够跟随它们投资，但后续投资的估值水平会更高。这就意味着其最佳的进入点可能是在经济复苏开始之时。

基金投资的退出是另一个需要关注的问题。所有这3种类型的基金都能在经济繁荣期间寻找到以高价退出的渠道。表27-3总结了这类基金的相对表现。

需要注意的是，投资者在现有的私募股权基金中是不能随意进入和退出的。大多数这类基金都会要求其投资者的同意，而一个在牛市开始出现时想要进入现有的私募股权基金的人，如果能够找到其他人想要退出，并且如果基金同意改变股份的所有权，那么他才能够进入该基金，除此之外别无他法。

表27-3 私募股权基金在经济周期中的表现

	最佳进入点	最佳退出点
风险投资基金	早期复苏阶段	繁荣阶段
收购型基金	衰退阶段	繁荣阶段
夹层基金	中性阶段	繁荣阶段

油价上涨对不同商业领域的影响

剧烈动荡的石油价格会对一些企业的收益产生负面影响，当然也会对另一些企业具有积极作用。表27-4分别列出了明显受到高油价正面与负面影响的企业类型。

表27-4 油价飙升过程中的赢家与输家

正面影响	负面影响
• 原油生产商 • 油品服务和设备业 • 煤炭开采 • 天然气供应商 • 铁路行业 • 太阳能供应商 • 核能供应商 • 生物能源供应商 • 水电供应商 • 节能行业 • 公共运输业	• 航空业 • 电解铝行业 • 游乐场 • 船舶制造商 • 汽车租赁商 • 汽车制造商 • 水泥生产商 • 陶瓷制造商 • 快餐运营商 • 玻璃制造商 • 房屋建筑商 • 旅馆业 • 土地开发商 • 石油化工厂 • 飞机制造商 • 轮胎制造商 • 卡车制造商 • 收费公路

金融流动性与牛市

在出现牛市之前常常会有金融流动性大幅提高的情况。以下是一些早期信号：

- 定期储蓄存款较多或持续增加。
- 经纪人现金账户余额较高或持续增加。
- 经纪人证券贷款额较高或持续增加。
- 基金账户中的现金/资产比率较高或持续增加。
- 债务/贷款比率较高或上升。
- 净银行自由准备金较高。

·货币流通速度下降。

有趣的是，金融牛市并不会吸收流动性，更准确地讲，金融牛市会创造出流动性。无论何时，有人买进了一项金融资产，那就是其他人卖出的，并且随着资产价格的上涨，人们会感觉到财富增长了，这将驱动货币流通速度加快。

第28章 世界最大的市场：外汇交易

尽管债券和股票的市场规模巨大，然而与货币市场比起来，则算是小巫见大巫了。正常情况下，在10~15秒内完成的外汇交易额就可能超过1亿美元。人们对这个市场已经作过大量的研究，大多数的研究表明，到2005年，全球每日交易额就已经达到2万亿美元，按年计算则大约是770万亿美元。这个数额确实太庞大了，但是世界上大多数人终其一生恐怕都不会参与外汇交易，哪怕是1美元的交易。如果用65亿世界人口来除这个2万亿美元，那么每人每天的外汇交易额刚刚超过300美元。按年来计算，人均交易额刚刚超过11万美元。将其与6300美元的全球人均GDP相比，我们可以得出这样一个结论：外汇交易额几乎是GDP的20倍。

外汇交易的形式有许多种。最普通的就是互换，这种方式是把任意两种数额庞大的货币进行交易，互换期限可以是一天，也可以是指定将来任何一天为到期日——至少可以在几年之后。其他的外汇交易形式可以是期货和期权。交易可以以预期汇率变化为基础，这也是常说的现汇交易（尽管这个术语也有盘中交易的意思）。交易也可以是卖出低利率的货币，并买入高利率的货币，从而赚取两种货币之间的利差，这种外汇交易形式被称为利差交易。还有很多关于汇率波动预期变化的外汇交易方式，即使你不知道汇率变化的方向也可以进行交易，这种被称为波动性交易。

学术界为了解释货币价格的变化，已经作了大量的研究，许多人绞尽脑汁，最后可能只会发现这个价格体系中的某些蛛丝马迹。原因在于，两种货币价格的相对变化所反映的变量涉及的范围非常广泛，诸如以下方面：

- 生产率
- 政府支出
- 经常账户余额
- 利率
- 购买力平价

- 经济增长率
- 直接投资
- 投资组合流动
- 心理因素
- 风险对冲活动
- 进口价格
- 出口价格
- 中央银行干预

其中一些变量对统计分析人员来说似乎非常混乱。比如，中央银行在采取干预措施时常常尽可能不被市场预测到。这里还涉及相当程度的心理因素，而对这部分难以进行量化的学术研究。然而，我们可以清楚识别的外汇交易行为有两个方面，并且它们与经济周期有着密切的联系：

·中央银行会在经济扩张后期提高利率，这往往会促进本币针对其他货币升值。这就是通货膨胀与利率的联系。

·一些生产大量商品的国家，其货币往往会随着全球商品周期而波动——有些则与经济周期有着直接联系。

以上是核心内容。我们首先分析通货膨胀/利率的联系。

通货膨胀/利率联系

外汇市场中的互换协议中包括即期价格和远期价格。即期价格是此时此地两种货币价格之间的关系。然而，远期汇率则受两种货币之间的利差影响，而且这种汇率与即期汇率之间几乎总是存在着差异。我们不妨来看一下，假设你卖出一种低利率的货币，买进另一种高利率的货币。例如，你抛售1000万美元（USD）而买进巴西雷亚尔（BRL），在交易单上可能会出现“-10USD/BRL”。远期价格将会像商品交易者所说的“期货溢价”一样，因为它比即期价格要高。然而，外汇互换中的远期汇率结构并不是真正的期货溢价或者现货溢价，因为不存在纳入远期价格之中的特别风险估价和期货价格评估。它实际上非常机械，远期价

格调整只是单纯地准确反映两种货币之间的利差——不涉及任何其他因素。

我们还是用交易者为例进行说明。他已经卖出美元远期，并且所得到的远期价格比即期价格要高。如果利差很大，则这个远期价格可能相当高。这就意味着，如果货币价格在他的互换协议到期之前没有变动的话，他就肯定能够赚钱。如果巴西雷亚尔升值，他就会发大财。如果下跌了，他仍然有可能赚钱，只要下跌幅度不超过他在货币利差上所挣的就可以了。这些胜算非常诱人，受其驱使的交易者会相当迫切地买进那些利率奇高的货币。

实际上，这正是中央银行最希望看到的。虽然长期利率由市场确定，但短期利率则由中央银行所控制。如果中央银行提高短期利率，那么其原因就在于它正关注通货膨胀。现在，如果投机者进入市场并买进该国货币，那么这种货币往往会升值，从而造成进口价格下跌并抑制出口。这两种效应都有助于中央银行实现其政策目标，即消除通货膨胀。

那么外汇市场对货币政策变化的反应会有多强烈呢？在2005年，澳大利亚储备银行的乔纳森·卡恩斯和菲尔·曼纳斯发表了关于这个问题的一项研究成果（《货币政策对汇率的影响：采用盘中数据的研究》）。这份研究报告所采用数据的时间跨度为1993～2004年，范围包括澳大利亚、加拿大、新西兰和英国，结论如下：

结果显示，针对未能预见的政策利率提高100个基点，汇率平均上升大约1.5%。个别国家的估计范围是1.0%～1.8%。而对于25个基点的意外加息，汇率则平均上升0.35%（个别国家估计为0.25%～0.5%）。

许多其他研究已证实了利率与外汇价格之间的这种普遍关系。外汇市场把未来的许多利率变化加以贴现。但是，当市场感觉发生意外时，就会即刻作出反应：一种货币的利率意外上调，其在外汇市场的报价就会随之上涨，反之亦然。结果是，在本国的经济周期中，本币成了落伍者：它往往在周期的后期升值，而且常常落后于已经达到顶峰的经济活动一段时间。因此，汇率变动与经济周期之间有着密切的联系。

货币和经济周期之间第二个非常强的联系是与商品生产经济有关的。3种主要的“商品货币”是澳大利亚元（AUD）、新元（NZD）和加元（CAD）。表28-1所列的是1972～2001年间，澳大利亚、新西兰和加拿大最重要的非能源产品中某些类别的平均百分值。

这些数字表明，新西兰主要生产农业产品，而澳大利亚和加拿大相当占优势的是工业商品，我们知道这与经济周期是相关的。另一个领域是能源产品，澳大利亚和（尤其是）加拿大两国都大量生产能源产品，但新西兰绝对不是。对于这些国家，从商品来看，我们已经有了感觉，因此可以总结这项研究的结论：

出口商品的全球价格，以真实美元计价，对新西兰和澳大利亚的实际汇率确实存在着强大而稳定的影响。而对加拿大来讲，这种关系的强度要稍逊一筹……

有两种相关的评论。第一种观点认为澳大利亚和新西兰之间有着紧密的货币联系，并且有可能后者的货币受到前者的牵引。第二种观点认为，这项研究是在2002年完成的，随着2002年以后商品价格大幅提高，加元汇率出现了大幅上涨（澳大利亚元和新元汇率也上涨了）。包括这些年份情况的研究会显示出，对于加元而言，相关性更强。

表28-1 澳大利亚、新西兰和加拿大非能源产品的价格指数构成，以美元计价的全球市场价格为基础，1972～2001年。这些数字表明澳大利亚主要生产软性商品和金属，新西兰的食品占优势，加拿大则主要生产木材产品。

表27-4 油价飙升过程中的赢家与输家

		澳大利亚	新西兰	加拿大
软性商品	棉花	3.4		
	稻谷	0.8		
	蔗糖	5.9		
	小麦	13.5		8.9
	羊毛	18.3		
	牛肉	9.2	9.4	9.8
	日用品		21.5	
	羔羊		12.5	
工业商品	铝	9.1	8.3	4.8
	铜	3.2		4.7
	铅	1.3		
	锌	1.8		4.4
	铁矿石	10.9		
	镍	2.6		3.9
	木材、原木、锯木、纸浆、新闻纸		11.2	47.5

资料来源：陈和罗格夫，2002年。

在这里我们还应该提及另两项研究。2002年，国际货币基金组织的卡欣、塞斯佩德斯和萨赫发表了一份工作报告，他们对出口大量商品的58个国家的货币和商品价格之间的关联进行了调查研究。他们对这种关联的定义采取了相当严格的标准，但还是发现其中有22个国家的货币与商品价格之间存在着很强的统计上的相关性。事实上，其相关性是如此之强，以至于这些货币的变化有80%以上是商品价格的波动有关的。这22种货币就包括了澳大利亚元，但其余都是一些小国家的货币，投机者很少会炒作这类小国的货币。而加拿大与新西兰的货币则都不在其中。然而，这项研究也是在2002年之后商品价格大幅上升与商品生产国的货币大幅升值以前完成的。



图28-1 1984~2005年澳大利亚元汇率指数与CRB指数之间的相关性。这张图清楚地表明了澳大利亚元价格与该商品价格指数之间的相关性。

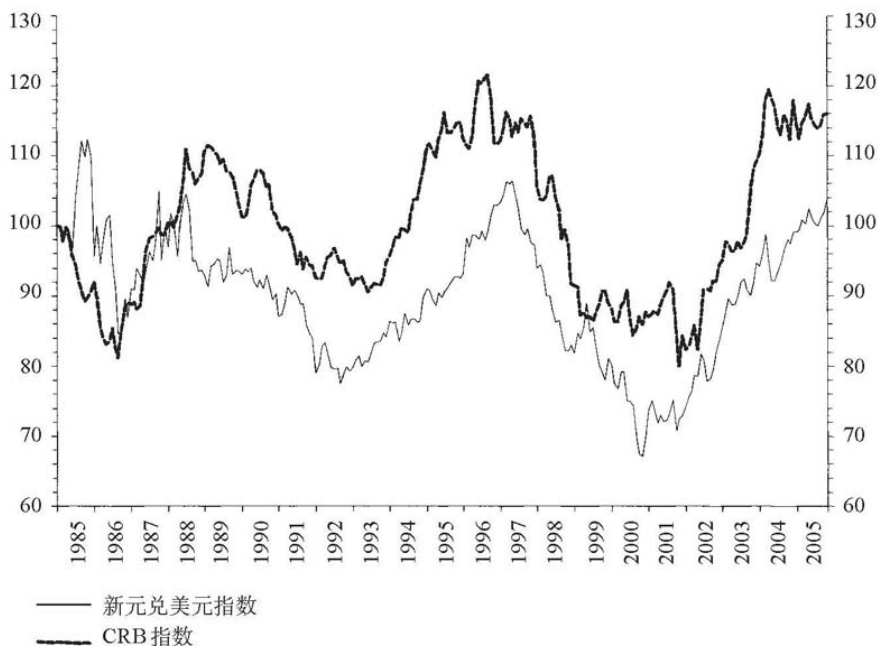


图28-2 1985~2005年新元汇率指数和CRB指数之间的相关性。其相关性似乎比图28-1中的澳大利亚元更加明显。

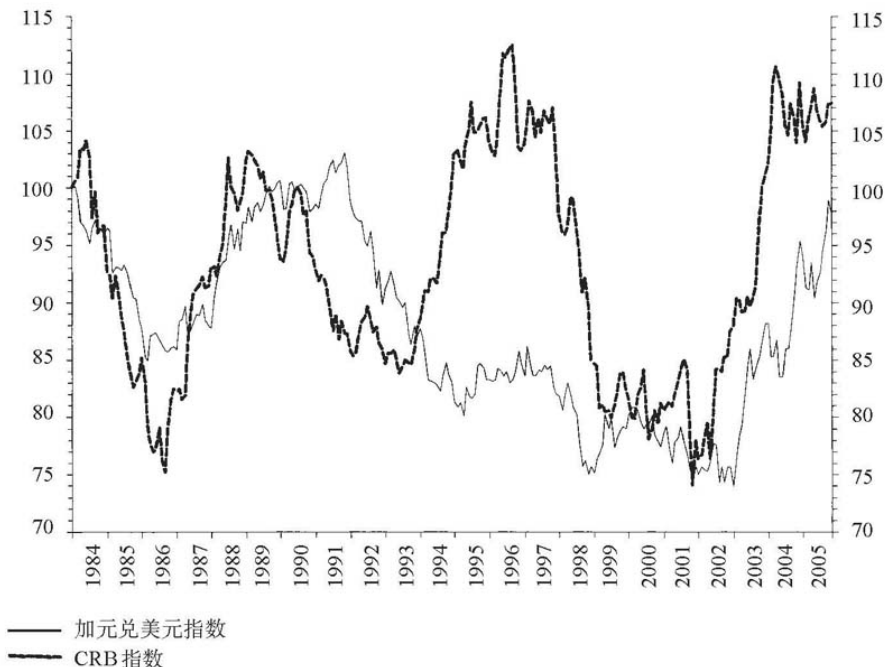


图28-3 1984~2005年加元汇率指数与CRB指数之间的相关性。在1995~1997年间相关性较弱，但其他时间相关性都非常强。

我们再看一下加拿大皇家银行（RBC）资本市场作的一项研究，该项研究涉及的时间段为2002年至2004年11月，这对以上研究的时间缺口或许能够稍有弥补。这项研究的结论是：新元与ANZ（澳新银行）商品指数之间有着很强的相关性——该指数特别关注农产品，且不包括能源构成，而澳大利亚和加拿大的货币主要与贱金属有关联。当然，从经济周期的视角来看，这很有意思。表28-2列出了这两年中一些具体的相关系数，其中正相关系数超过0.7的用粗体字标出。

从表中的数据来看，新元和聚焦于农业的ANZ商品指数之间存在高度相关性。此外，所有货币与铜、镍和CRB贱金属指数有着非常高的相关性，这也使它们与资本性支出和房地产周期牢固地联系在一起。这些货币与铝的相关性要稍弱一点儿，这可能是因为有相当数量的铝是用于易拉罐和其他的消费品包装方面，而这部分特别缺乏周期性。

表28-2 商品货币的表现与商品以及商品指数之间的相关性

	澳大利亚元 (AUD/USD)	新元 (NZD/USD)	加元 (CAD/USD)
ANZ 商品指数	0.52	0.82	0.64
CRB 贱金属指数	0.83	0.83	0.81
铜	0.77	0.76	0.73
铝	0.67	0.71	0.64
镍	0.90	0.89	0.88

外汇交易

当然，还有许多外汇交易策略，但是有两种交易策略与更长的经济周期运动有着非常密切的关联。一种策略是，由于资本性支出与房地产因素会驱动经济周期进入扩张的后期，因此外汇交易应把焦点转向商品货币。另一种交易策略是处理好外汇交易、债券和股票。这种策略常常可以采取以下交替措施：

- 扩张早期：买进债券和股票，对冲（卖出）货币。

- 扩张后期：卖出债券，保留股票，然后将股票也卖出。封闭货币对冲并在中央银行开始提高利率时买进货币。

- 下降早期：不介入债券和股票交易（或者进行卖空交易）。只要中央银行还在提高利率，就保持货币多头，或者直到你认为利率仅会再提高一次为止。

- 下降后期：做空货币，买进债券，并且随后也买进股票。

当然，这听起来很简单，或许诚如沃伦·巴菲特曾经说过的那样：“投资很简单，但是不容易。”

第29章 经济周期和市场循环

现在我们已经讨论过各种主要资产及其在经济周期中的表现，还有经济周期本身的发展过程。我们已经看到存在存货周期、资本性支出周期和房地产周期，并且认为这是3种最重要的周期现象。至此，我们应该把这些现象综合起来考虑。然而，这是一个很复杂的问题，因此我们采取以下的办法来处理：先讨论粗略简化的经济周期理论和金融市场，而后再描述一个全部根据其历史平均水平动态呈现的完美情景。当然，实际情况并非如此，因此我们的目标是给出一个参照模型，而不是预测。

周期的七个驱动因素

我们最开始的简化模型特别粗略。我们把所有的经济周期模型简单地捆绑到一起，这些有意义的模型有七组，对此我们将给出自己的命名。第一组是触发战略性变化的中央银行行为：

·货币加速器。当实际利率低于自然利率（魏克塞尔）或货币供给增长超过趋势水平时，就会发生货币扩张。这导致了乐观主义、经济活跃、资产升值，因此在稍后的阶段还会导致货币流通速度的加快（坎蒂隆、桑顿、弗里德曼等）。

我们现在称其为“加速器”，是因为它含有自我膨胀的种子，而货币供给的扩张所导致的事件提高了货币流通速度，而且使人们感觉更加富有。接下来仍被我们称为“加速器”的四组是一些主要的非货币现象，这些现象能够在经济周期运动中驱动经济向前发展：

·存货加速器。低存货量会诱使公司增加订购量。这将造成总体水平增长更多，也就意味着更大的销售量，从而导致存货的进一步减少（梅茨勒、基钦等）。

·资本性支出加速器。在扩张成熟期出现瓶颈将迫使公司扩建产能（阿夫塔里昂、克拉克、朱格拉等）。这将创造更多的增长，而更多的增长又意味着企业甚至不得不建设更大的产能。

·抵押加速器。资产价格上涨造成资产抵押价值的增长（冯·米塞斯、冯·哈耶克、熊彼特、明斯基、金德尔伯格等）。这会造成更多的借贷，从而刺激商业活动，对资产价格是有利的（伯南克等）。当房地产市场发生这种情况时，其影响是最大的（霍伊特、伯恩斯等），不过其对股票市场也有显著的影响。

·情绪加速器。资产价格的上涨在一定阶段会俘获那些不成熟的投资者的想象力，从而导致大量投资和泡沫（特沃斯基、卡尼曼、席勒、斯特曼等）。

我们所说的第六组现象是由经济自身内在的驱动最终到达拐点的趋势：

·耗竭现象。经济繁荣造成了劳动力、实物资源和信贷出现瓶颈，这最终导致私人花费不可能进一步增长，新的商业机遇也变得无利可图（霍特里、巴拉诺夫斯基、卡塞尔、霍布森、卡钦斯、福斯特、庇古、凯恩斯等）。

以上所提到的六组现象同样可以起到相反的作用。然而，我们还需要再加上最后一组现象，这仅在严重衰退/萧条的情况下才会发生，而且情况更糟糕：

·信用崩溃。信用显著收缩可能导致债务紧缩或流动性陷阱（费雪、明斯基、金德尔伯格、凯恩斯等）。

以上是粗略简化的模型，由七组经济现象驱动——虽不完整，但也并非全部毫无用处。

周期长度

接下来我们假设经济周期行为总是像平均状态那样：

- 每一次和每一个存货周期持续4.5年；
- 每一次资本性支出周期持续9年；
- 每一次完整的房地产周期会持续18年；
- 这些周期同步时表现出一个整齐的模式，即每个房地产周期中

包含4个存货周期和2个资本性支出周期；

·因此当可能的时候，周期的高峰与谷底会出现重合。

这也很粗糙，但完全不荒唐。因为随着时间的流逝，在不同的经济体中，这些周期的平均长度实际上已经相当稳固，并且确实存在着调整高峰与低谷的内在趋势（熊彼特、福里斯特、摩斯基尔德等）。

这些是关于经济的简单假设。我们还需要对人们怎样投资和为什么投资的问题作出一些简单的描述，因为这将导致我们得出一个关于几乎所有投资问题的重要结论。

人们为什么投资

让我们先来考虑投资的动机，就从那些主要出于商业目的而购买的资产开始，如表29-1所示。正如我们从表中所看到的，这些动机融合了当前收益、商业短缺和现货溢价因素。

在我们的调查中，其余的资产，诸如住宅房地产、收藏品、贵金属和钻石，主要不是出于商业目的而购买，购买这些东西是为了个人的乐趣。这类投资的动机似乎主要是财力可承受程度。当人们觉得自己有购买能力时，就会购买这些物品。

表29-1 在不同资产类别/投资工具上进行投资的商业动机

投资种类	购买动机	主要投资标准
债券	净收入	收益率与预期通货膨胀率的比率
货币存款/远期	净收入	收益率与预期通货膨胀率的比率，预期相对增长率，支付平衡
股票	净收入	远期收益率与债券收益率的比率
对冲基金	净收入	预期收益率与股票收益率和/或与通货膨胀率的比率
私募股权	净收入	预期收益率与股票收益率和/或与通货膨胀率的比率
商业性房地产	净收入，实用性	最高利率与债券收益率的比率
工业用金属	实用性，稀有性	估计未来的稀缺性和通胀率，加上现货溢价，并且将其与债券和股票的收益率相比
贵金属期货	安全性，对冲未预料通货膨胀	现货溢价和利率与预期通胀率的比率

利率的作用

如果购买一些资产是为了赚钱，而购买另一些资产是为了个人乐趣，那么所有这些资产在定价方面是否存在共同点呢？有一点是共同的：在所有类型的资产定价中，利率起着独特的作用。利率下降和较低的实际利率对各种类型的资产定价具有很强的正面影响。货币利率和债券收益率会驱动住宅房地产市场繁荣发展，因为低利率使人们具有支付能力，而这又导致了个人财富的增值，个人财富的增值又会驱动珠宝和收藏品价格上涨。此外，债券能够驱动股票市场，因为利率是未来收益的贴现因素。债券还驱动各种经济活动，从而影响着社会的方方面面。图29-1对以上情况都有说明。

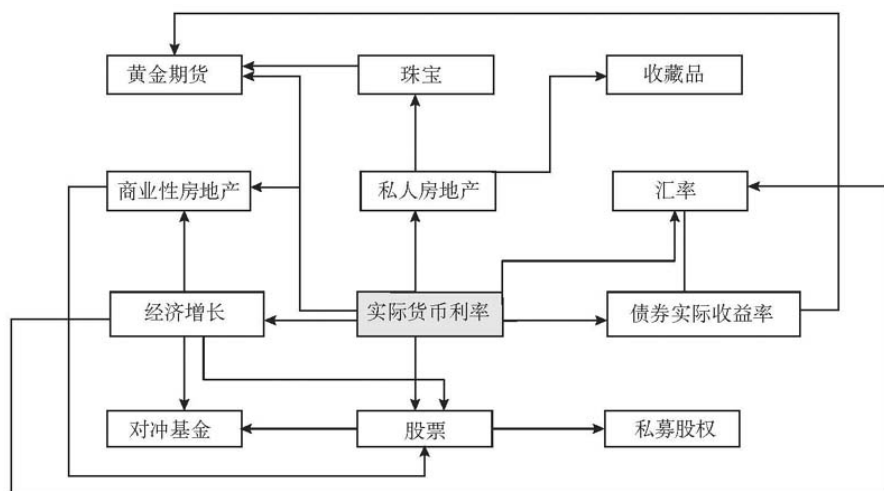


图29-1 货币利率在资产估值中的作用

泡沫循环原理

所有类型的资产还存在一个更为普遍的共同点。我们已经看到经济周期不时创造出传导资产泡沫的货币环境。然而，人们会想起过去的泡沫崩溃，这也意味着对上次发生泡沫的任何资产，人们在下次的投资中都不太可能再次选择，以免重蹈覆辙。这就导致了一个系统性的泡沫循环。举例来说，1980年，贵金属/钻石出现了泡沫，而后在1990年出现了收藏品泡沫（日本），到2000年则是股票市场出现泡沫。

各类资产在不同经济增长/通货膨胀水平下的表现

2005年，巴克莱银行发布了一项研究，内容是有关不同类型资

产从第二次世界大战到2004年间在英国市场上的表现，该项研究把这60年划分为表29-2中所示的4种情况，而后对不同类型资产在每一种情况下的市场表现进行测度（其中对房地产和商品的测度时间是从1970年到2004年）。研究结果如下，在每种情况下表现最好的资产以粗体字着重标明。

正如人们所预期的，这一研究表明实物资产（艺术品、房地产和商品）的市场表现主要取决于经济增长，而股票市场表现的好坏则强烈依赖于是否存在通货膨胀。

表29-2 英国不同类型资产的表现（截至2004年）

	高通货膨胀	低通货膨胀
高增长	股票：4.4% 债券：-0.2% 现金：-0.4% 艺术品：9.2% 房地产：8.1% 商品：6.1%	股票：13.4% 债券：0.1% 现金：2.0% 艺术品：7.5% 房地产：11.0% 商品：15.1%
低增长	股票：4.1% 债券：-0.8% 现金：0.7% 艺术品：0.3% 房地产：-4.2% 商品：2.8%	股票：11.1% 债券：0.0% 现金：2.2% 艺术品：0.9% 房地产：4.7% 商品：3.2%

资料来源：巴克莱银行，2004年。

情况就是这样。我们在这里采用超级简化的模型，就像我们在前面提到的经济蒸汽机一样：一台按照几条简单规则运行的机器轰隆作响地运转着，把不同的资产推高又拉下，就这样永不停息。现在，我们设想一下，在锅炉中装满煤炭，发动机器并把它设置在起始点，此时活塞上下运动的最低点和经济萧条时期的底部相一致。换句话说，在存货周期、资本性支出周期和房地产周期同时处于低谷时，我们这台经济机器也会调适到对应位置与之相称。于是，这台机器启动了。

新的拂晓

在经济扩张刚刚开始之时，实际上已经出现了早期的警示信号。还

记得第20章中所提到的4个“长期领先指标”吗？它们是债券价格、实际货币供给、新屋开工量以及价格与单位劳动成本的比率，大约在GDP开始上升之前的8个月，这些领先指标就开始出现了上涨。其他的领先指标也已经出现上涨，但其中有一些只是领先经济活动几个月而已。

我们现在仍然处在非常早期的经济扩张阶段，人们对就业的忧虑已经有一段时间了，因此他们已经开始控制消费。失业人数较多，但绝大多数的人仍然在工作，并且他们的积蓄实际上有所增加。因此会有大量现金闲置，贷款也变得更加便宜，于是有些人又开始增加花费。房地产销售量正快速增长，而房地产的价格也很快开始逐步上涨。

股票市场也正在上涨，而且比房地产价格上涨的速度要快得多。在经济开始下滑的时候股票市场曾经遭受挫折，但是现在对于那些精明的投资者来说，许多股票的价格已经完全低于其价值，因而是迎来拂晓的时刻。一些上市公司的经营还处在亏损状态，一部分原因是这些企业正考虑冲销巨额费用，但是你能计算出当其收入增加（收益正常化）时，它们将会如何处理财务账目，结果将会证明公司的股价应该比现在高得多。因此，精明的投资者会买入股票，并且特别会追捧那些可选消费类、金融与IT（信息技术）行业的公司。现在我们的货币加速器显然正受到很大的推动，因为货币流通速度在加快。

同时，房地产价格还在继续上涨，那些拥有住房的人又以更低的利率进行抵押再融资，与此同时金融投资组合的账面利润也在增长。消费者的信心增加，更多的人一头扎进商场购物和购买汽车。铝和铅的价格上涨了，因为这两种金属被广泛用于制造汽车。对于许多对冲基金经理来说，这也是一个投资的黄金时机，因为他们看到处处都是有价值的投资建议，并且交易具有很强的动量。

表29-3 典型存货周期（基钦周期）的经济特征

长度和振幅：

- 平均长度是 4.5 年，并且有相当强的规律性；
- 下降阶段平均为 6~9 个月；
- 波动幅度有限。许多这样的下降并不会演变成经济衰退，只有“增长周期”处于低迷。

主要驱动因素：

- 存货，大约平均占年度 GDP 的 6%；
- 存货中一个不成比例的部分是耐用品，它比服务业和稳定的消费类波动幅度更大。汽车与汽车零部件的存货起了非常重要的作用。

关键理论概念：

- 存货周期；
- 啤酒游戏现象；
- 猪循环/蛛网/船舶建造周期。

破坏效应：

- 非常有限。

积极效应：

- 消除通货膨胀问题。

关键指标：

- 总体指标：综合的领先指标，短期与长期利率，收益曲线；
- 具体指标：存货。

最初的难题

需求浪潮的冲击使一些企业获得了意外惊喜，因为存货量在减少。这些企业的反应是加大订购量并恢复正常的存货水平，这样的行动还会刺激更多的增长：于是我们的存货加速器就有了用武之地。企业的产能仍然有相当大的提升空间，用现有的劳动力仍然能够满足新的需求。这使企业在不增加过多成本的情况下增加了大量的收入，因而其利润也出现大幅上涨。此外，那些熬过经济衰退的企业最终感觉到自身具有一定的定价能力，因此价格上涨的一波浪潮会给经济造成打击。中央银行非常慎重地关注这种情势的变化，然而，央行因此还是决定停止踩油门。而后央行开始踩刹车，即提高利率，一段时间过后，我们的货币加速器就开始发挥反向的作用。

一些投资者也在关注着形势的变化。债券达到高峰然后开始缓慢下挫，这与企业达到令人满意的存货水平几乎同时发生，并且存货的下降造成的涟漪在经济中扩散开来，经过一段时间后经济也出现放缓：我们的存货加速器也已经在发挥反向的作用。

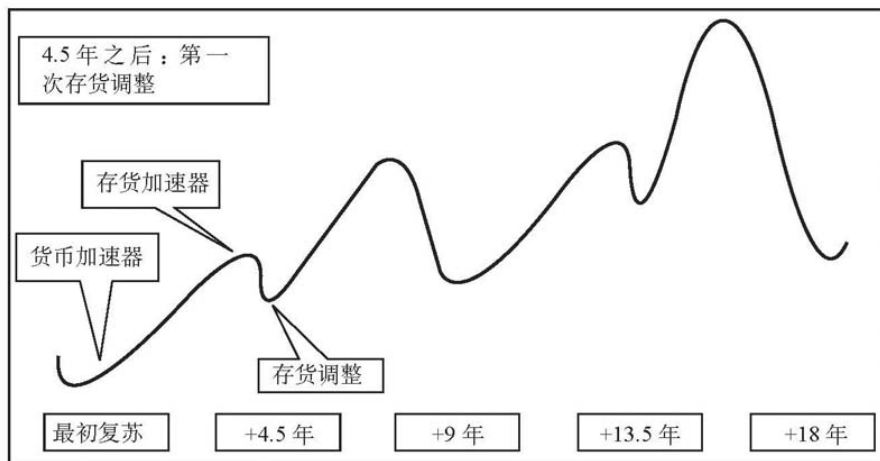


图29-2 多周期参照模型中最早的存货周期

现在，自从扩张开始，已经过去了4.5年的时间。对冲基金正在奋力搏杀，因为市场正在以一种复杂的大幅波动的方式进行调整，并且拒绝陷入明显的熊市。

新的复苏

所有这些有一种非常正面的效应：大约在几个月之内，通货膨胀就可以重新得到控制。中央银行观察到核心CPI（消费物价指数）正在回落到目标水平以下，并且随着PMI（采购经理人指数）回落到50这个中性水平以下，中央银行就会认为这样的控制力度已经完全足够了，只要继续保持就可以。6个月之后，中央银行开始放松政策。债券又出现上涨，之后股票紧跟着上涨，而在股票市场创出新高之前，我们甚至还没有看到有关新的经济复苏的证据。由于人们看到抵押贷款利率新的下降有利可图，于是房地产价格也再次上涨。这样，我们第一个存货周期就完全结束了。

资本性投资周期

存货周期的实际影响是足够大的，但与资本性投资周期的影响相比，它还算不上什么。纯粹的存货周期对于黄金、钻石、私募股权和收藏品的影响微乎其微，这也是表29-4中不包括存货周期的原因。然而，我们这台经济蒸汽机仍然在运行着，而当第一个存货周期已经完成的时候，有一个关键性的指标已经出现了缓慢但颇为显著的变化：产能利用率已经逐渐提高了。

表29-4 存货周期中典型的资产价格行为

	扩张早期	扩张后期	下降早期	下降后期
债券收益	下跌（债券价格上升）。垃圾债券表现更好	达到谷底而后缓慢上升	上升。投资级债券表现更好	缓慢下跌
货币	稳定或缓慢下跌	开始缓慢上升	缓慢上升	下跌
全部股票	快速上涨，但滞后于债券	平稳上升，而后达到顶峰，缓慢下跌	短暂下跌，而后由于通货膨胀下降和长期领先指标上升而再次上涨	上涨
行业股票	表现更好：金融，消费类，IT，小盘股	表现更好：工业	表现更好：稳定的消费类，公用事业，大盘股	表现更好：金融，消费类，IT，小盘股
	表现更差：稳定的消费类，公用事业，大盘股	表现更差：金融	表现更差：可选消费类，IT，小盘股	表现更差：稳定的消费类，公用事业与工业
全部对冲基金	表现非常好	表现较好	表现相对差	表现缓慢
表现最佳的对冲基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金	空头卖方，市场中性基金，事件主导型基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金
全部房地产	上升	上升	停滞	上升
表现更好的房地产	公寓，单个家庭住房	零售业房地产，提供全套服务的酒店，住宅用地，停车场，市区中心办公楼，商业用地	市郊办公楼，研发用房，工业仓库	第二层次的地地区商场，工厂直销
全部商品	停滞	缓慢上升	上升	下降
表现更好的商品	铅	铜，锌，镍，铝，铅	铜	

这一点很重要。尽管产能利用率在存货周期的短暂下降过程中停顿下来，但是企业通过运用现有的产能加上提高员工的工作效率，或者增加雇员，就可以满足市场需求。在经历4.5年前结束的严重衰退之后，企业已经动用所赚收益中相当大的部分来改善资产负债表。银行已经核销了坏账，并且企业用现金偿还贷款的水平超出了银行的安全要求。事实上，其安全度可能如此之高，以至于股东们开始质询企业为什么不作更多的未来投资。越来越多的企业正好都在作出决定：开始更多投资于研发和新的产能。这一波资本性投资浪潮触发了资本性支出加速器，因为企业之间相互出售产能。

在商业性房地产行业，资本性支出的增加尤其受到欢迎，至此，商

业性房地产行业还是保持着缓慢的步伐。租金收入正在得到改善，最好的办公楼（市区中心）的空置率从中等程度下降到几乎为零。一些新租户对吸引力稍逊一筹的郊区办公楼也感到满意。此时工业房地产也正在上涨，因为许多企业正在建设新的产能。

此时产能的建设已经取代消费者支出，成为推动整体经济增长的力量，并且那些提供最新技术的公司股票正在显著上涨。然后股票加速上涨，更多的人便决定购买，而后是人们情绪高涨，接下来可能是狂热：情绪加速器的魔力已经发挥作用。至此，财富快速增长，而且人们用资产抵押来获取贷款：抵押加速器也在发挥作用。货币加速器也是这样，因为货币流通速度加快了，而且商业又以创新的信用形式来满足激增的贷款需求。

对绝大多数公司而言，市场占有率都是关键的优势，因此便出现了收购与兼并的浪潮。与此同时，金属和矿业生产商发现很难跟上市场需求增长的步伐，于是就采取提高产品价格的做法，另外它们也在准备扩建新的产能。然而，在大部分新扩建的产能正式投入运营之前，还要等上几年的时间。在此阶段，铜、铝和铅的市场表现很好，锌和镍可能表现得更好；毕竟这些原材料在工程应用、电线、化工管道等方面会有大量的消耗。对冲基金经理相当成功，因为他们能够发现飙升的收入与企业、交易趋势等。私募股权基金的发展也是这样，这些基金在市场表现最佳的时候，如果不是价格过高，就可以退出以前所作的大量投资。黄金、钻石和收藏品的市场会怎么样呢？这些市场的表现毋庸置疑，的确非常好。

至此，经济在总体上的表现非常好，而且存货加速器也成为政党选举的武器。但是问题逐渐浮现出来：所有的成本似乎都在逐渐上升。例如，当租赁协议即将到期而面临重新谈判的时候，商业性房地产的租金变得更加高昂了。企业也首次面临为许多种类的熟练员工增加工资的重大压力，因为企业相互之间会提供更高的收入来挖走这些人。需求高涨，但是市场供应紧张，因此公司增长前景看好，而供给开始落后：耗竭现象正在出现。就在这个时点，中央银行开始担心并进而提高利率，债券出现下挫。然而工业用金属市场的上涨还会持续较长的一段时间。

一些企业经理现在也开始担心，因为他们不能看清在这个成本水平上，进一步的经济扩张能在多大程度上增加公司的收入。经济学家也告诉他们，长期领先指标往往在经济活动达到高峰之前大约14个月会出现

逆转。而现在这些领先指标已经出现了逆转，因此他们停止了投资。这是9年里导致第一次严重衰退的转折点，也是资本性支出的崩溃与严重的存货调整混合在一起的时点。房地产市场也受到了损害，但还不是如此严重，因为当需求趋于平稳状态时，不会存在任何过量建造的问题。房地产市场的供应是合理的。

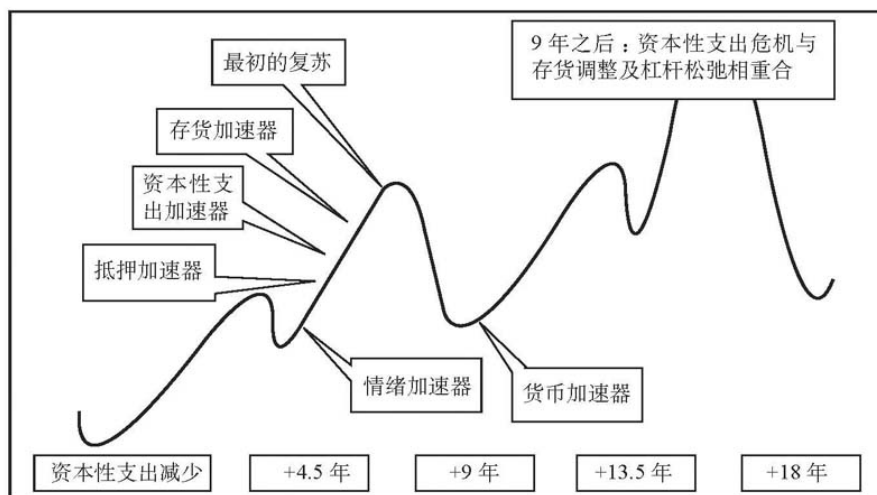


图29-3 多周期参照模型中最早的资本性支出周期
表29-5 典型资本性支出周期（朱格拉周期）的经济特征

长度和振幅：

- 平均长度为9年，频率受到具体创新、贸易自由化等因素的影响而有些变化；
- 典型的衰落阶段会持续大约2~2.5年；
- 振幅可能很大。

主要驱动因素：

- 资本性支出在发达经济体中平均约占GDP的10%，在快速增长的新兴市场中所占比例会更高，这与经济发展和技术创新的特定阶段有关。

关键理论概念：

总体概念

- 资本性支出周期
- 资本投资加速器
- 乘数
- 猪循环/蛛网/船舶建造周期

扩张阶段

- 自然利率与实际利率
- 资产膨胀
- 情绪加速器
- 抵押加速器
- 耗竭现象

衰落阶段

- 货币加速器（反向）
- 情绪加速器（反向）
- 抵押加速器（反向）
- 信用崩溃

破坏效应：

- 可能很显著，因为投资下降可能导致猛烈的债务紧缩、过度的现金偏好和流动性陷阱。

积极效应：

- 消除通货膨胀；
- 控制过高的雇员报酬压力；
- 导致必要的合并和资产负债表调整过程。

关键指标：

- 总体指标：综合的领先指标，短期和长期利率，收益曲线；
- 具体指标：产能利用率，上市公司股票的追踪收益和预期收益。

我们的存货、资本性支出、抵押和情绪这些加速器现在都在起反向的作用。股票市场急剧下挫，与最近的资本性支出浪潮相关的一些特定行业更是如此。工业商品则紧随其后。许多对冲基金经理错过了牛市最后的晚餐，因为他们知道市场动量缺乏价值支撑，他们也可能在把握市场转折的时点上失败了。然而，一旦熊市方向得以确定，他们就会挺立潮头，又开始赚钱。那些在此前的牛市中没有退出的私募股权基金现在则要面临一段困难的时期。有一些私募股权基金被迫卖空，但这并不典型，有一些则走向了破产。

经济现在正面临落入流动性陷阱的风险，中央银行必须对此加以密切关注。然而，由于大多数资产的下跌都涉及股票，而大部分的股票又是用现金购买的，因而债务紧缩的问题并不是难以克服的，中央银行的任务还不算太艰巨。

趋向房地产繁荣

在接下来的4.5年中，经济又会像我们故事中的第一个4.5年那样演进，开始从危机中恢复过来，而企业在刚刚经历一场冲击之后，在新的资本性支出方面仍然会犹豫和退缩。大约18个月之后，经济开始复苏，这个时间点也是上一次严重危机的谷底之后大约9年。消费者受到了较为严重的伤害，提供资本设备的行业也彻底遭受了打击，实际上，许多企业已经破产。然而，房地产市场可能受到了刺激，但还没有地动山摇。而且随着经济的恢复增长，很显然，具有缓慢周期的房地产市场的巨大车轮转得更快，即使它们还未接近最高的运转速度。至此，我们所设想的经济机器运转的时间已经有13.5年，而我们也正在为最疯狂的景象作好准备。

表29-6 资本性支出周期中典型的资产价格行为

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
债券收益	下降（债券价格上升），垃圾债券表现更好	达到谷底后上升	上升，投资级债券表现更好	下降
货币	稳定或缓慢下降	开始缓慢上升，商品货币表现更好	高峰	下跌或危机，商品货币表现更差
全部股票	迅速上涨，但滞后于债券	迅速上涨并可能达到摇摇欲坠的顶点，而后反转并快速下跌	大幅下跌，而后经济发生逆转	上涨

	扩张早期	扩张后期	衰退早期	衰退后期
行业股票	表现更好：金融，可选消费类，IT，小盘股 表现更差：稳定的消费类和公用事业，大盘股	表现更好：工业，IT，小盘股 表现更差：金融	表现更好：稳定的消费类，公用事业 表现更差：可选消费类，IT，小盘股	表现更好：金融，消费类，IT，小盘股 表现更差：稳定的消费类，公用事业与工业
全部对冲基金	表现良好	表现引人注目	表现相对较差	表现良好
表现最佳的对冲基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金	空头卖方，市场中性基金，事件主导型基金，宏观基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金
私募股权	表现良好，特别是收购型与风险投资基金	表现良好，特别是收购型与风险投资基金	可能大量退出	许多基金损失很大，尤其是风险投资基金
全部房地产	上涨	上涨	停滞或缓慢下跌	上涨
表现更好的房地产	公寓/单个家庭住房	零售业房地产，提供全套服务的酒店，住宅用地，市区中心办公楼，商业用地	市郊办公楼，研发用房，工业仓库	第二层次的地地区商场，工厂直销
全部商品	停滞	缓慢上涨	上涨	下跌
表现更好的商品	铅	铜，锌，镍，铝，铅	铜	
黄金、钻石收藏品	上涨	迅速上涨，可能出现泡沫	达到高峰，而后下降	下跌，而后趋于平衡

房地产周期的发作

最疯狂的景象来自房地产周期。直到最近，还没有发生房地产供应面的任何严重不足，但是现在这种情况出现了。毕竟，经济在过去多年里已经大幅扩张，当许多投资者追逐其他资本性支出项目时，他们只是没有对房地产给予足够的重视而已。

现在，房地产供应紧张的局面意味着租金与销售价格正在相当稳定地上涨，而且与利率相比，资本化率与投资收益率看起来更加诱人。老练的房地产开发商已经嗅到发财的味道，于是储备中的建设项目上马，更多的开发项目会很快进入计划进程。开发商们发展出一些新的概念，获得融资并开始建造。新的土地被分成一片一片，而后再被分成一小块

一小块，交易非常活跃。由于消费者加入这个热闹的“派对”并抢购别墅，新屋开工的情况出现了一派狂热的景象。一些人买房子的目的是获取以更高价格出售而带来的收益，另外一些人是因为担心如果他们再等下去，就买不起了。房地产的繁荣导致经济出现了总体增长，而且此时几个加速器在同时起作用：货币、存货、资本性支出和房屋加速器全部在发挥着各自的魔力。此外，房屋建造与资本性支出的步伐一致导致贱金属需求的快速上涨，矿业主们无法应付。他们加大投资来扩建产能，这又使疯狂得以持续。那些情绪高涨的投机者胃口大开，好像毫无顾忌地大肆吞下了股票、房地产和收藏品。艺术品市场也痛快地狂热了一阵子。

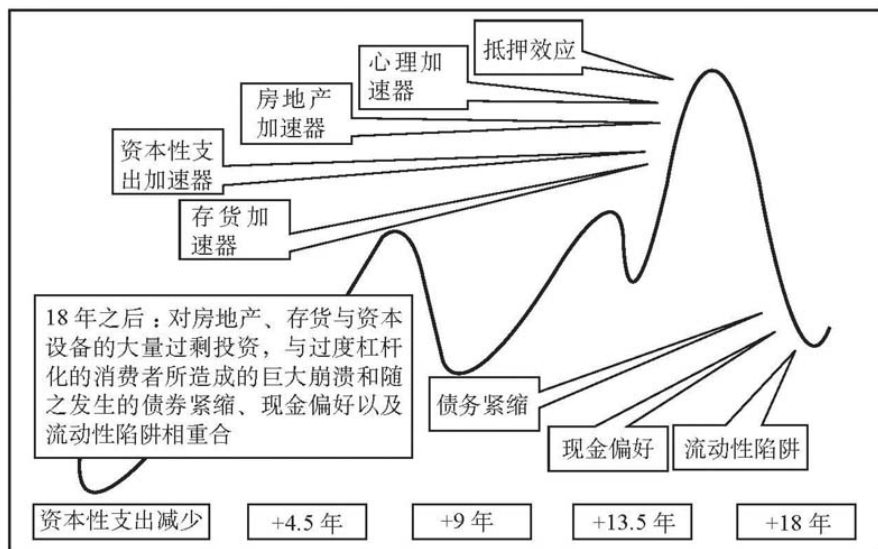


图29-4 多周期参照模型中的房地产周期

表29-7 典型房地产周期（库兹涅茨周期）的经济特征

长度和振幅：

- 平均长度是 18 年，频率有点变化且受利率结构化趋势的影响（它再次依赖于贸易自由化与中央银行政策等）；
- 典型的衰退期会持续 3~3.5 年；
- 振幅可能非常大。

主要驱动因素：

- 房地产建造活动（约占全球 GDP 的 8%，波动性很大）以及房地产价格（一般约占全球 GDP 的 250%）的财富效应。发达国家房地产建造占 GDP 的比例要高于新兴市场国家。

关键理论概念：

总体概念	扩张阶段	衰落阶段
• 房地产周期	• 自然利率与实际利率	• 货币加速器（反向）
• 乘数		
• 猪循环/蛛网/船舶建造周期	• 资产膨胀	• 情绪加速器（反向）
	• 情绪加速器	• 抵押加速器（反向）
	• 抵押加速器	• 信用崩溃
	• 耗竭现象	

破坏效应：

- 房地产价格崩溃之后几乎总是出现严重的长期衰退，这也导致金融部门出现问题。

积极效应：

- 消除通货膨胀；
- 增加储蓄率；
- 使得房地产需求跟上供给。

关键指标：

- 总体指标：综合的领先指标，短期和长期利率，收益曲线；
- 具体指标：购房能力，房价与员工收入之比，房价与 GDP 之比，商业性房地产资本化率与债券收益率之比，租金成本与抵押利率之比。

表29-8 房地产周期中典型的资产价格行为

	扩张早期	扩张后期	下降早期	下降后期
债券收益	下跌（债券价格上升），垃圾债券表现好	达到谷底后上升	迅速上升，投资级债券表现更好	长久停在低水平
货币	稳定或缓慢下跌	开始缓慢上升，商品货币表现更好	下降	下跌或危机，商品货币表现更差
全部股票	迅速上涨	稳定上涨，而后达到高点并缓慢下降	迅速下降或崩溃	上涨

（续）

	扩张早期	扩张后期	下降早期	下降后期
行业股票	表现更好：金融，消费类，IT，小盘股，REITs 表现更差：稳定的消费类和公用事业，大盘股	表现更好：工业，REITs，可选消费类 表现更差：金融	表现更好：稳定的消费类和公用事业 表现更差：可选消费类，IT，小盘股，REITs	表现更好：金融，消费类，IT，小盘股 表现更差：稳定的消费类，公用事业，工业，REITs
全部对冲基金	表现良好	表现良好	表现相对差	表现良好
表现更好的对冲基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金和市场中性基金	空头卖方，市场中性基金，事件主导型基金，宏观基金	特定行业基金，多头对冲基金，股票型基金，事件主导型基金与市场中性基金
全部房地产	上升	上升，但扩张后期交易量下降	崩溃	稳定在最小交易量
表现更好的房地产	公寓，单个家庭住房	零售业房地产，提供全套服务的酒店，住宅用地，停车场，市区中心办公楼，商业用地	市郊办公楼，研发用房，工业仓库	第二层次的地地区商场，工厂直销
全部商品	停滞	快速增长	增长	崩溃
表现更好的商品	铅	铜，锌，镍，铝，铅	铜	
黄金、钻石和收藏品	上涨	快速上升，可能造成泡沫	达到顶峰后回落	下跌，而后趋于平衡

最后的衰退

直到其后大约15~16年的时候，疯狂最终失去动力并造成了大危机的出现。房地产建设现在严重过剩，产能也超过了需求，消费者支出也超出了限度，通货膨胀正愈演愈烈，中央银行为此正在提高利率来控制这种局面。一切都陷入了停顿，而后便是崩溃，由此导致了债务紧缩、银行危机，经济也陷入了瘫痪，而中央银行几年来复苏经济的努力都是徒劳——此时便该出现信用崩溃了。这是一次大萧条，是上次之后又一个18年的终点。至此，我们所假设的经济机器在时间上已经完成了整个循环。

我们经历了4个存货周期、2个资本性支出周期和1个房地产周期。我们并不知道自己在周期中会处于什么样的位置，我们现在或者可能很富有，“巍然屹立”，或者可能非常贫穷。但是，无论处于何种境地，我们都会更加明智。

图 1：股票-GNP 滞后时间

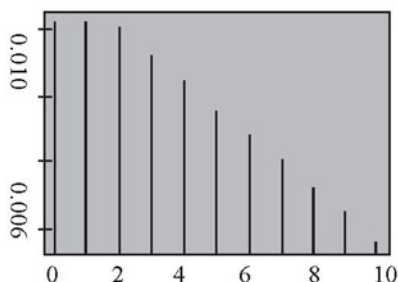


图 2：短期债券-长期债券滞后时间

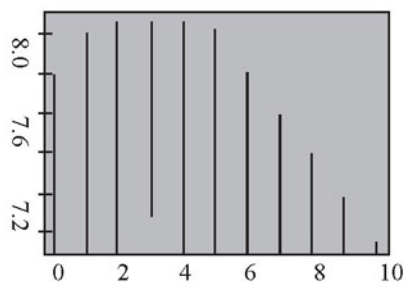


图 3：商品-GNP 滞后时间

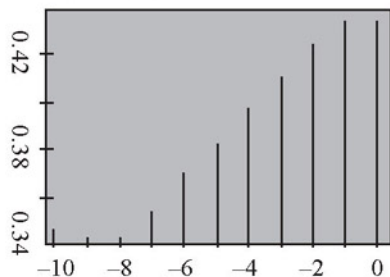


图 4：商品-短期债券滞后时间

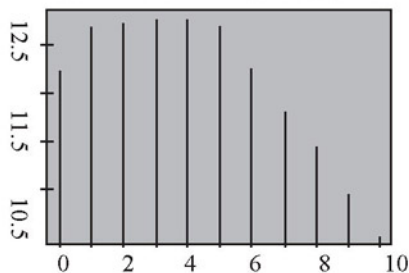


图 5：商品-长期债券滞后时间

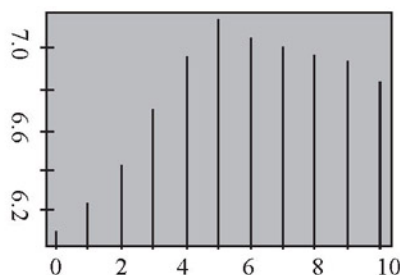


图29-5 围绕经济周期的金融次序。这些图表说明了1900~1983年以来美国短期债券、长期债券、股票市场、GNP（国民生产总值）和商品价格变动之间的交叉协方差分析。图中所采用的是季度统计数据，每个图表示了两个时间序列之间的协方差。如果协方差在一个或多个季度后达到峰值，分析就检测到滞后性。第一幅图说明，平均而言，GNP与股票市场同时或者延后一个月出现反转：它们存在很好的相关性，但滞后时间短。第二幅图说明，从短期债券到长期债券的滞后时间很显然为4个季度。第三幅图说明，从GNP到商品价格的滞后时间为一个季度。第四幅图说明，从商品到短期债券的滞后时间为2~4个季度。最后一幅图说明，从商品价格到长期债券的滞后时间为5个季度。总的来看，这些图说明了传统的短期债券——长期债券——股票市场——GNP——商品周期的序列。

跋

心跳之声

一大早，我在门外待了大约10秒钟的时间，就感到非常寒冷。现在，我回到屋子里，舒服地坐在炉边，一边享用着早餐，一边阅读报纸。

放下报纸，我望了望窗外，满眼尽是晶莹剔透的冰晶。突然，我看到一大一小两只胖胖的“熊”从花园走过来。大的是黑熊，小的是白熊。无论何时向前走出几步，那只小白熊都会停下来，好像在雪地中找什么东西，大黑熊也会转过身子耐心等待。最后，两只熊跑到了窗前，正好在阳台下。大黑熊打开了门，寒风立刻吹进屋子里。她正是我的妻子伊塞亚，此时穿着长长的黑色外套。小索菲一起进来，立刻跑到我的椅子边，我帮她脱下白色的外套和小靴子。她的下巴冻得红红的，眼睛一眨一眨。

“你看起来很是自得其乐，”伊塞亚说道，“……你的早餐已经吃了4个小时了，知道吗？”

当然。我早餐能吃一整天。

“让我猜猜，”她说道，“你读有关经济周期的报纸或书籍了？”

“都读过了。”

“那你发现了什么没有——我是说关于经济周期的问题？”

“无法根治，但很有趣。人们可以修正经济的波动，但不可能完全避免。如果你想要完全避免，事情就会变得更加糟糕。”

她倒了一杯咖啡，看了看正在地板上玩苹果的索菲，我则看着窗外。湖面上小小的涟漪慢慢向着湖岸散开。或许这个星期湖面就会开始结冰？此时，伊塞亚也正望着窗外，她像在思考什么。而后她从口袋中抽出一张皱巴巴的纸条，这张纸条是我写的。

“我一直在找它……”我问道，“你在哪里找到它的？”

“在花园的亭子下，”她回答道，“现在我明白你为什么不愿意再写下去了。”

她朗声念道：

周期并不像扁桃体那样，是可以单独摘除的东西，而是像心跳一样，是有机体的核心。

——约瑟夫·熊彼特，1939年

附录1 经济周期理论重要事件一览

1705年，约翰·劳出版《论货币与贸易：兼向国家供应货币的建议》，呼吁建立土地银行。

1716年，劳氏公司设立。

1734年，坎蒂隆去世并留下《商业性质概论》手稿。手稿中有对货币流通速度效应的分析。

1759年，亚当·斯密出版《道德情操论》。

1764年，亚当·斯密乘船来到法国，遇见了魁奈。

1773年，亚当·斯密出版《国富论》，在书中提出“看不见的手”的概念。

1788年，让·巴蒂斯特·萨伊读到《国富论》一书。

1797年，英国下议院邀请亨利·桑顿就恐慌原因作证。

1799年，大卫·李嘉图读到《国富论》一书。

1802年，亨利·桑顿出版《大不列颠的票据信用》，该书详细地阐述了货币政策是如何发挥作用的。他提出通过积极的货币政策来稳定经济。

1803年，让·巴蒂斯特·萨伊出版《政治经济学概论》，该书提出萨伊定律，即供给能够自行创造需求。

1808年，詹姆斯·穆勒会见了大卫·李嘉图，并开始劝说他撰写有关经济方面的文章。

1809年，大卫·李嘉图发表《金银的高价格，银行票据贬值的证据》。

1816年，大卫·李嘉图发表《有关经济与稳定通货的建议》。他建议

使用可以转换成黄金的纸币稳定经济。

1819年，詹姆斯·穆勒之子约翰·斯图尔特·穆勒在13岁时出版《政治经济学要义》。

1822年，查尔斯·巴贝奇发表《机器在数学表计算中的应用》。

1826年，约翰·斯图尔特·穆勒在《纸币与商业困境》中引入了竞争性投资这一概念。

1848年，约翰·斯图尔特·穆勒出版《政治经济学原理》，该书把货币流通速度与经济波动联系起来，并谈到了投机问题，还特别强调了信心的重要性。卡尔·马克思完成《资本论》初稿，论述了经济周期问题。

1862年，克莱门特·朱格拉出版《论德、英、美三国经济危机及其发展周期》，首次清楚地论述了经济周期的原因源自于内在的不稳定现象。

1867年，卡尔·马克思的《资本论》第一卷出版。

1871年，威廉·斯坦利·杰文斯出版《政治经济学理论》，第一次正式阐述“理性人”的概念。

1873年，沃尔特·巴奇霍特（《经济学》杂志的主编）出版《朗伯德街：关于货币市场的描述》，论述了银行业的作用及其对经济的主要影响。

1875~1882年，威廉·斯坦利·杰文斯撰写一系列论述经济周期的文章，试图把造成经济周期的原因解释为太阳黑子，或者是对太阳黑子的预期。

1885年，西蒙·纽科姆在他的《政治经济学原理》中介绍了后来被称为“货币数量论”的理论。

1889年，里昂·瓦尔拉斯出版《纯粹经济学要义》，尝试用数学语言来描述经济。约翰·阿特金森·霍布森出版《产业生理学》，介绍了经济周期的消费不足理论。

1890年，马歇尔出版《经济学原理》，论述了经济中的正反馈过

程。

1894年，米哈伊尔·塔干-巴拉诺夫斯基出版《英国的产业危机》，介绍一个关于经济周期的过渡投资/耗竭模型。

1896年，欧文·费雪在他的《增值与利息》中对自然利率和实际利率作了区分。

1902年，阿瑟·斯皮索夫介绍了关于经济周期的过度产出/技术的理论。

1907年，克努特·魏克塞尔出版《利率对价格的影响》，介绍实际利率和自然利率的概念。

1910年，罗杰·沃德·巴布森出版《货币累积的商业晴雨表》，论述货币利率、股票、债券、商品价格以及房产如何与经济周期发生联系。尼古拉·康德拉季耶夫在德国《社会经济学文献》发文描述了长周期问题。

1911年，欧文·费雪出版《货币的购买力》，主要讨论货币供给的膨胀与波动的不稳定效应。约瑟夫·熊彼特在《经济发展理论》中以技术创新蜂聚理论来解释经济周期现象，并介绍了“创造性毁灭”的概念。

1913年，拉尔夫·乔治·霍特里出版《商业的盛衰》，关注货币的不稳定性问题以及对经济周期现象的解释。韦斯利·米切尔出版《经济周期》。

1915年，丹尼斯·罗伯逊出版《工业波动研究》，重点强调了资本性投资的波动是经济周期的关键推动力。

1920年，欧文·费雪出版《稳定美元》，首次建议要稳定通货膨胀与货币供给。韦斯利·米切尔发起创立了国民经济研究局（NBER）。

1923年，约瑟夫·基钦发表《经济因素中的周期与倾向》，描述了短期经济周期现象。卡钦斯和福斯特出版《货币》一书，讨论消费不足理论。

1925年，卡钦斯和福斯特出版《利润》一书。

1926年，欧文·费雪发表《失业率同价格变化之间的统计关系》，阐述了所谓的“菲利普斯曲线”。

1927年，庇古出版《工业波动》。卡钦斯与福斯特出版《没有买家的生意》。米切尔出版《经济周期：问题与解决办法》。

1929年，巴布森预言了股票市场的崩溃，费雪则不同意这个观点。

1930年，拉格纳·弗里希与约瑟夫·熊彼特、欧文·费雪以及其他共同发起设立了“计量经济学会”。库兹涅茨出版《生产和价格的长期运动》，论述了一个中等长度的周期。

1931年，R·F·卡恩在《国内投资与失业之关系》中介绍了乘数的概念。

1933年，冯·哈耶克出版《货币理论与经济周期》，他提出货币系统自身是不稳定的，而且货币自身的膨胀能够持续几年而不会导致价格水平膨胀。霍默·霍伊特在《百年来芝加哥地区的土地价值》中第一次提到了房地产周期理论。《计量经济学》发刊。拉格纳·弗里希发表了《动态经济学的传播与推动问题》，说明随机冲击如何造成经济的周期性波动。约瑟夫·熊彼特开始撰写有关经济周期的著作。罗伯特·B·布赖斯到美国访学，并就约翰·梅纳德·凯恩斯的新观点发表演讲。

1936年，约翰·梅纳德·凯恩斯出版《就业、利息和货币通论》，建议国家应该运用财政政策来稳定经济。该书还阐述“消费倾向”、“储蓄倾向”、“流动性陷阱”和“乘数”等概念。简·丁伯根设计了一个含有24个方程式的美国经济模型。

1937年，冯·哈伯勒出版《繁荣与萧条》。该书对全部已有的经济周期理论进行了审视。

1938年，约翰·恩纳森发表《再投资周期》，介绍了挪威造船行业投资中的一些“回声”问题。伊齐基尔发表了《蛛网定理》。

1939年，简·丁伯根发表了两篇文章，在这两篇文章中，他检验了冯·哈伯勒书中的理论。得出的一个结论是，总利润波动最能解释投资波动。保罗·萨缪尔森发表一篇检验加速数与乘数混合效应的文章。他发现存在复杂的模式，其中可能存在若干完全不同的效应，这取决于参数

值。约瑟夫·熊彼特出版《经济周期》，认为存在三种主要的波动形式：基钦周期、朱格拉周期和康德拉季耶夫周期。萧条则可能是它们同时处于下滑阶段的结果。

1941年，劳埃德·梅茨勒发表《存货周期的性质与稳定性》，解释了存货波动如何造成短期的经济周期。

1943年，庇古出版《古典的静态》，认为衰退的紧缩提高了流通中现金的购买力，这是一个负向反馈环，这种现象后来被称为“庇古效应”。

1946年，世界上第一台计算机ENIAC正式公开面世。杰伊·福里斯特的“旋风”项目获得批准。

1948年，米尔顿·弗里德曼加入NBER。

1951年，H·E·赫斯特发表《水库的长期库容量》，介绍了赫斯特指数。

1953年，冯·米塞斯出版《货币与信用理论》。

1954年，肯尼斯·阿罗和杰拉德·德布鲁发表《竞争经济下存在的均衡》，用数学模型说明经济是内在稳定的。

1956年，杰伊·福里斯特进入斯隆商学院，后来他在此提出系统动力学的概念。

1957年，明斯基出版《中央银行与货币市场的变化》，这是明斯基研究该问题系列的第一篇，他认为资本市场的的不稳定性是商业波动的关键所在。

1958年，菲利普斯再次发现菲利普斯曲线，并发表《英国1861～1957年失业与货币工资变化率之间的关系》。

1961年，洛伦茨在一个模仿气象的系统中发现蝴蝶效应。穆思出版《理性预期与价格变动理论》，它成为早期理性预期假说的先驱。

1963年，米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨出版《美国货币史》。他们发现，在短期内，货币增长反映在经济活动方面，而在长期内，则反

映在通货膨胀方面。

1967年，汉密尔顿·博尔顿出版《货币与投资收益》，描述了金融流动性效应。

1969年，拉格纳·弗里希和简·丁伯根因为“设计并应用动态模型来分析经济过程”而获得了诺贝尔奖。

1970年，保罗·萨缪尔森因为“提出静态与动态经济理论以及对提高经济科学的经济分析水平作出积极贡献”而获得诺贝尔奖。

1971年，西蒙·库兹涅茨获得诺贝尔奖，因为他“对经济增长作出实证解释，从而开拓了对经济与社会结构以及发展过程更新和深入的研究”。罗伯特·梅在模拟鱼群的数量时，发现费根鲍姆叶栅。

1974年，冯·哈耶克和冈纳·缪达尔因为“在货币理论与经济波动理论的开拓性研究，以及对经济、社会和制度现象的互相依赖关系的深刻分析”而获得诺贝尔奖。

1975年，詹姆斯·约克和李天岩发表了《周期3意味着混沌》，引入了确定性混乱这一概念。

1976年，杰伊·福里斯特出版《商业结构、经济周期与国家政治》。米尔顿·弗里德曼因为在“消费领域分析、货币历史与理论以及对稳定性政策的复杂性方面所取得的成就”而获得诺贝尔奖。

1980年，劳伦斯·R·克莱因由于“建立了计量模型并用于分析经济波动与经济政策”而获得诺贝尔奖。

1981年，卢卡斯和萨金特出版《理性预期与经济实践》，把理性预期假说应用到计量经济模型。

1982年，芬恩·基德兰德和爱德华·普雷斯科特发表《置备资本的时间和总量波动》，介绍“真实经济周期”的现代定义。

1986年，莫斯基尔德和阿瑞斯尔因为对系统动力学的研究而获得杰伊·福里斯特奖。

1989年，斯特曼出版《试验经济系统中的确定性混沌》。

1990年，斯特曼、莫斯科尔德及其合作者对麻省理工学院系统动力学的国家模型进行研究，发现其中存在着超混沌。

1991年，埃德加·彼得斯发表《资本市场的混沌与秩序》，说明在许多市场中存在着肥尾现象（正反馈指标）。

1995年，小罗伯特·E·卢卡斯因为“提出并应用了理性预期假说”而获得诺贝尔奖。

附录2 历史上大规模金融危机一览表

年份	国家和地区	投机性事件	高峰期	危机严重期
1557 年	法国、奥地利、 西班牙 (哈布斯堡帝国)	债券	1557 年	
1636 年	荷兰	郁金香	1636 夏	1636 年 11 月
1720 年	法国	密西西比公司、兴业银行、皇家银行	1719 年 12 月	1720 年 5 月
1720 年	英国	南海公司	1720 年 7 月	1720 年 9 月
1763 年	荷兰	商品, 通过发行通融票据融资	1763 年 1 月	1763 年 9 月
1773 年	英国	房地产、运河、公路	1772 年 6 月	1773 年 1 月
1773 年	荷兰	东印度公司	1772 年 6 月	1773 年 1 月
1793 年	英国	运河	1792 年 11 月	1793 年 2 月
1797 年	英国	证券、运河	1796 年	1797 年 2~6 月
1799 年	德国	商品, 通过发行通融票据融资	1799 年 8~11 月	1799 年
1811 年	英国	出口项目	1809 年	1811 年 1 月
1815 年	英国	出口、商品	1815 年	1816 年
1819 年	美国	一般生产企业	1818 年 8 月	1819 年 6 月
1825 年	英国	拉美债券、采矿、羊毛	1825 年年初	1825 年 12 月
1836 年	英国	羊毛、铁路	1836 年 4 月	1836 年 12 月
1837 年	美国	羊毛、土地	1836 年 11 月	1837 年 9 月
1837 年	法国	羊毛、建筑地点	1836 年 11 月	1837 年 6 月
1847 年	英国	铁路、小麦	1847 年 1 月	1847 年 10 月
1848 年	欧洲大陆	铁路、小麦、房地产	1848 年 4 月	1848 年 3 月

(续)

年份	国家和地区	投机性事件	高峰期	危机严重期
1857 年	美国	铁路、土地	1856 年年底	1857 年 8 月
1857 年	英国	铁路、小麦	1856 年年底	1857 年 10 月
1857 年	欧洲大陆	铁路、重工业	1857 年 3 月	1857 年 10 月
1864 年	法国	羊毛、航运、新公司	1863 年	1864 年 1 月
1866 年	英国、意大利	羊毛、航运、新公司	1865 年 7 月	1866 年 5 月
1873 年	德国、奥地利	建筑地点、铁路、股票、商品	1872 年秋	1873 年 5 月
1873 年	美国	铁路	1873 年 3 月	1873 年 9 月
1882 年	法国	银行股票	1881 年 12 月	1882 年 1 月
1890 年	英国	阿根廷股票	1890 年 8 月	1890 年 11 月
1893 年	美国	白银和黄金	1892 年 12 月	1893 年 5 月
1895 年	英国、欧洲大陆	南非和罗得西亚金矿股票	1895 年夏	1895 年年底
1907 年	美国	咖啡、联合太平洋公司	1907 年年初	1907 年 10 月
1921 年	美国	股票、造船、商品、存货	1920 年夏	1921 年春
1929 年	美国	股票	1929 年 9 月	1929 年 10 月
1931 年	奥地利、德国、 英国、日本	各种投资	1929 年	1931 年 5~12 月
1974 年	全球	股票、办公楼、油轮、飞机	1969 年	1974~1975 年
1980 年	全球	黄金、白银、铂、钻石	1980 年 1~2 月	1980 年 3~4 月
1985 年	全球	美元	1985 年 2~3 月	1985 年 2~3 月
1987 年	全球	股票	1987 年 8 月	1987 年 10 月
1990 年	日本	股票、房地产	1989 年 12 月	1990 年 2 月
1990 年	全球	艺术品与收藏品	1990 年 3 月	1991 年
1997 年	亚太地区	房地产，普遍过度投资	1996 年 6 月	1997 年 10 月
1997 年	俄罗斯	普遍过度投资、资本充足率低的银行	1996 年	1997 年 8 月
1999 年	巴西	政府支出	1998 年	1999 年 1 月
2000 年	全球	互联网与科技股票	2000 年 3 月	2001 年
2001 年	阿根廷	政府支出	2000 年 8 月	2001 年 3 月至 2002 年 6 月

图书在版编目 (CIP) 数据

逃不开的经济周期：历史，理论与投资现实/ (挪威) 特维德著，董裕平译. ——北京：中信出版社，2012.11

书名原文：Business Cycles: History, Theory and Investment Reality

ISBN 978-7-5086-3521-7

I. 逃... II. ①特... ②董... III. 经济周期论 IV. F037.1

中国版本图书馆CIP数据核字 (2012) 第212249号

Business Cycles: History, Theory and Investment Reality by Lars Tvede

Copyright ·2006 by John Wiley & Sons. Ltd.

Simplified Chinese translation copyright ·2012 by China CITIC Press

Authorised translation from the English language edition by John Wiley & Sons, Ltd.

All Rights Reserved.

逃不开的经济周期：历史，理论与投资现实

著者：[挪威] 拉斯·特维德

译者：董裕平

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029) (CITIC Publishing Group)

字数：356千字

版次：2012年11月第2版

京权图字：01-2008-1119

书号：ISBN 978-7-5086-3521-7 / F·2718

定价：69.00元

版权所有 侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

投资



最重要



的事

The
Most
Important
Thing
Illuminated

Uncommon Sense for
the Thoughtful Investor

顶尖价值
投资者的忠告

Howard Marks
[美] 霍华德·马克斯 著
李莉 石维志 译

——
这是一本难得一见的好书。

—— 沃伦·巴菲特

中信出版集团

目录

推荐序1

推荐序2

中文版序言

序言

01 学习第二层次思维

02 理解市场有效性及局限性

03 准确估计价值

04 价格与价值的关系

05 理解风险

06 识别风险

07 控制风险

08 关注周期

09 钟摆意识

10 抵御消极影响

11 逆向投资

12 寻找便宜货

13 耐心等待机会

14 认识预测的局限性

15 正确认识自身

16 重视运气

17 多元化投资

18 避免错误

19 增值的意义

20 合理预期

21 最重要的事

献给我一生挚爱的

南希

简、贾斯廷、罗茜、山姆

安德鲁、雷切尔

推荐序1

一本巴菲特读了两遍的投资书

第一，很少推荐书籍的巴菲特为什么如此推荐霍华德·马克斯的书？

巴菲特很少推荐投资书籍，2011年他却大力推荐霍华德·马克斯的书《投资最重要的事》，而且他说自己读了两遍这本书。

霍华德·马克斯的投资业绩接近于巴菲特，他的投资理念和巴菲特非常相似，且他对巴菲特的投资理念非常推崇：“我认为巴菲特是一个伟大的投资者。”

他们两个人还有一点相似之处，全球投资者非常期待巴菲特每年写给股东的信，而专业投资者同样非常期待霍华德·马克斯写的投资备忘录。

你肯定想不到，巴菲特也非常重视阅读霍华德·马克斯写的投资备忘录：“当我看到邮件里有霍华德·马克斯写的投资备忘录，我做的第一件事就是马上打开邮件阅读其内容。现在，我读他的书又重读了这些备忘录。”

霍华德·马克斯的《投资最重要的事》，收录了他自己过去20年写的投资备忘录的精华集锦。

巴菲特的投资水平极高，且他推荐的投资书籍极少，那么他怎么会如此推荐霍华德·马克斯的这本书呢？

一是英雄所见略同。两个人都是价值投资的拥趸，都非常信奉格雷厄姆提出的价值投资的基本原则。霍华德·马克斯几乎在书的每一章都引用了巴菲特的话，可见他和巴菲特的投资思想是多么相同。

二是英雄各有所长。巴菲特擅长把非常复杂的投资哲理用非常通俗易懂的话说出来；霍华德·马克斯则擅长结合自己的投资经验把价值投资基本原则的实践应用方法解释得非常务实，并结合最新的经济情况和市场情况提出自己的独到见解。

巴菲特最初主要投资股票，后来更多地收购和经营企业，而霍华德·马克斯只投资证券，而且主要进行股票投资。所以说从这一点来看，霍华德·马克斯的这本书相当于专门解读自己的股票投资想法、操作方法和心法，他和巴菲特的基本投资原则完全相同，但他比巴菲特更加专注于股票投资，他的投资备忘录更加详细，更加具有可操作性，所以这本书对于以股票为主的投资者更有实践上的借鉴意义。

第二，霍华德·马克斯这本书的核心是超越市场的价值投资的“降龙十八掌”。

霍华德·马克斯这本书的中心思想非常明确：如何取得超越市场平均水平的投资业绩？

这个投资目标看似简单，但是要实现它却相当不简单。他一开始就引用格雷厄姆的话：“投资艺术有一个特点不为大众所知。门外汉只需些许努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是如果人们想在这个容易获取的标准上更进一步，就需要更多的实践和智慧。”

如何才能战胜市场？

格雷厄姆给出的答案非常精辟：“人们要想在证券市场上取得投资成功，第一要正确思考，第二要独立思考。”

巴菲特强调投资成功必须将用脑和用心结合：“人们要想在一生中获得投资成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或机密信息，而是需要一个稳妥的思考框架作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种思考框架造成侵蚀。格雷厄姆的书能够准确和清晰地为你提供这种思考框架，但对情绪的约束是你自己必须做到的。”

霍华德·马克斯说得更加直白：“记住，你的投资目标不是达到平均水平，你想实现的目标是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。正因其他投资者非常聪明、消息灵通，并且高度智能化，所以你必须让自己具备一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人做得更加正确……其中包含的含义是，你的思维方式必须与众不同。”

霍华德·马克斯把超越市场平均水平所必需的与众不同的思维称为“第二层次思维”。为什么说是第二层次？因为它代表高人一等，胜人

一筹。投资是一门科学，更是一门艺术，而投资艺术和其他艺术一样，要想卓越出众，既要多用脑，又要多用心：一是如何用脑进行与众不同的第二层次的思考和决策，想问题比一般人更深入；二是如何用心坚持与众不同的第二层次的思考和行动，行动上比一般人做事更高明。

这本书的核心可被归纳为一句话：逆向思考并逆向投资。

而这正是巴菲特一生一再重复的最基本的投资原则：在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

巴菲特在致股东的信中谈得最多的是与众不同的正确投资思维应该是什么，而霍华德·马克斯在投资备忘录中谈得更多的是根据他个人多年的实际投资经验，如何才能做到与众不同地正确思考并行动，因为他深切体会到，在投资上与众不同而且是与绝大多数人都不同，会让投资人的短期业绩压力变大，心理压力变大，这比在生活中做到与众不同更加困难。

霍华德·马克斯从他自己逆向思考并逆向投资的40多年的投资经验中，总结提炼出18件投资最重要的事，也是他认为的18种最重要的卓越投资技术，而这些正是巴菲特和霍华德·马克斯这些价值投资大师取得长期战胜市场的优秀业绩的关键，所以我称之为价值投资者的“降龙十八掌”秘籍。

我简要概括如下：1.最重要的不是盲目相信股市总是有效或者总是无效，而是清醒地认识股市相当高效而且相当难以被击败，只有真正的高手才能长期战胜市场。2.最重要的投资决策不是以价格为本，而是以价值为本。3.最重要的不是买好的，而是买得好。4.最重要的不是波动性风险，而是永久损失的可能性风险。5.最重要的巨大风险不发生于人恐惧时，而发生于人人都觉得风险很小时。6.最重要的不是追求高风险高收益，而是追求低风险高收益。7.最重要的不是趋势，而是周期。8.最重要的不是市场心理钟摆的中点，而是中点的反转。9.最重要的不是顺势而为，而是逆势而为。10.最重要的不是想到逆向投资，而是做到逆向投资。11.最重要的不是价格也不是价值，而是性价比，即安全边际。12.最重要的不是主动寻找机会，而是耐心等待机会上门。13.最重要的不是预测未来，而是认识到未来无法预测，但可以先做好准备。14.最重要的不是关注未来，而是关注现在。15.最重要的是认识到短期业绩靠运气，而长期业绩靠技术。16.最重要的不是进攻，而是防守。17.最重要的不是追求伟大成功，而是避免重大错误。18.最重要的不是在牛市时跑赢市场，而是在熊市时跑赢市场。

第三，巴菲特建议的最佳投资学习方式是模仿大师。

那么，我们如何才能学会巴菲特和霍华德·马克斯两位投资大师长期战胜市场的“降龙十八掌”？

巴菲特建议投资初学者最好的投资学习方法是模仿大师：“我一直认为，对于刚开始起步的投资人来说，应该寻找已经被证明长期成功有效的投资方法，然后依葫芦画瓢照着做就行了。令人吃惊的是，这样做的人实在太少了。”

巴菲特自己就是从模仿大师开始的：“50年前，我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的10年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票，但是我的投资业绩却非常一般。从1951年起，我的投资业绩开始明显上升，但这并非由于我改变饮食习惯或者开始运动，我唯一添加的新的营养成分是格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己在过去10年里自以为是的天真思考的结果。”

连巴菲特都非常重视霍华德·马克斯写的投资心得，我们为什么不重视？

既然霍华德·马克斯已经把超越市场的价值投资的“降龙十八掌”写得如此浅显易懂又如此切实易行，那么我们为什么不像郭靖那样用心模仿和练习？

学习价值投资的艺术，和学习打网球的艺术一样，和学习弹钢琴、绘画等艺术也一样，大师讲的道理相当简单，大师的基本动作也非常简单，但是要做好、做得非常熟练则相当不简单，需要长期的坚持练习和实践。所以即使是巴菲特这样伟大的投资大师，虽已80多岁了，但还在持续不断地阅读很多好的投资书，最近他读过而且推荐大家读的就是霍华德·马克斯的这本书。

巴菲特说他实际上已经读了两遍这本书了。我一听，赶紧在两个月内读了三遍这本书。现在让我们一起再读一遍吧！

刘建位

汇添富基金公司首席投资理财经

中央电视台《学习巴菲特》节目主讲人

推荐序2

20多年来，霍华德·马克斯一直在用“来自董事长的备忘录”来指导投资者。在写作《投资最重要的事》一书时，马克斯从备忘录中汲取精华，将他最重要的投资经验结集成书。毋庸置疑，他是一位杰出的投资家；同时，他又是一位伟大的导师、一位有着深邃思想的作家，《投资最重要的事》就是他对所有投资者最慷慨的馈赠。

透过《投资最重要的事》，读者不仅能够从马克斯来之不易的投资智慧中受益，还能学习4位久经沙场的投资大师——克里斯托弗·戴维斯、乔尔·格林布拉特、塞思·卡拉曼以及哥伦比亚大学商学院副教授保罗·约翰逊的精彩洞见。这个强大的组合中的每一位评论者都为马克斯的著作贡献了独到的视角，他们都展现出各自不同的投资风格。戴维斯似乎有着与生俱来的卓越投资能力，他的成功得益于奉行价值投资及进行严格的行业筛选。投资类畅销书《股市稳赚》（*The Little Book That Beats The Market*）一书的作者格林布拉特以其对非理性投资行为的敏锐洞察而大获成功，近期他的关注焦点已经逐渐从企业拆分扩展到整体市场的异常现象上了。卡拉曼则在保持近30年的惊人业绩纪录的同时，一直在进行积极的风险规避——如果读者知道他是多么执着于“下跌防护”的话，就会更加了解取得这样的业绩是多么不可思议。最后，拥有近30年经验的投资专家、当过20年客座教授的约翰逊将会为读者揭示他是如何将市场智慧融入他的证券分析和价值投资的课程中的。

4位大师从自身的投资理念出发，对马克斯的投资哲学产生共鸣、做出完善并偶尔发表不同的意见，他们的批注在深度与广度上扩充了马克斯的观点。甚至马克斯本人也在书中不时进行穿插点评，以揭示贯穿全书的深层主题，并阐明其投资建议的重点所在。此外，与第一版相比，全新升级版增加了一章来阐述“合理预期”的重要性。全新升级版《投资最重要的事》乃当今5位杰出的投资思想家的集大成之作。

最重要的是，无论全新升级版还是旧版的《投资最重要的事》，都为发展价值投资法则做出了不可估量的贡献。价值投资始于哥伦比亚大学，以1936年本杰明·格雷厄姆和戴维·多德合著的《证券分析》的问世

为开端。2001年，赫尔布伦投资中心在哥伦比亚大学商学院成立，从此以后便成了价值投资的学术阵地。

令人欣慰的是，赫尔布伦投资中心在本书的诞生过程中扮演了重要角色。《投资最重要的事》最初构思于哥伦比亚大学学生投资管理协会主办的赫尔布伦投资中心年度投资会议上。得知马克斯将出席会议，哥伦比亚大学商学院出版社创始人迈尔斯·汤普森建议他以自己的备忘录和投资理念为素材写一本书。马克斯对于能在价值投资的诞生地将自己的投资智慧结集出版一事很感兴趣，同时他知道自己理念会得到赫尔布伦投资中心同人的支持。一年后，在赫尔布伦投资中心年度投资会议举办期间，《投资最重要的事》正式出版，而全新升级版《投资最重要的事》则于2012年举行管理协会会议期间面世。

全新升级版《投资最重要的事》秉承了价值投资领域的优良传统：无私地分享投资理念、见解和智慧。赫尔布伦投资中心很欣慰能够与这本划时代的伟大著作携手共同见证它的贡献。

布鲁斯·格林沃尔德
赫尔布伦投资中心主任

中文版序言

与许多其他领域一样，中国投资领域的专业技术水平正在不断地提高。我愿意相信，我的《投资最重要的事》——至今在中国的销量已达15万册——为这一过程贡献了微薄的力量。2005年之前，我还从未到过中国。仅仅10年后，我已经无数次访问中国，并与成百上千位愿意采纳我的投资方法的投资者交流畅谈。

很高兴看到《投资最重要的事》全新升级版在中国出版。全新升级版增加了以下内容：

我个人的进一步评论，特别是针对几个贯穿全书的重要主题。

- 4位投资界领军人物对初版内容的点评，分别是

- 克里斯托弗·戴维斯——戴维斯投资顾问公司的投资组合经理，股票投资领域的资深人士。

- 乔尔·格林布拉特——哥谭资本公司创始人及业绩卓著的执行合伙人、作家，他著有三本畅销书，其中包括《股市稳赚》。

- 保罗·约翰逊——久经考验的专业投资者，哥伦比亚大学商学院副教授。

- 塞思·卡拉曼——盛名卓著的价值投资者，著有《安全边际》（*Margin of Safety*）一书。

- 哥伦比亚商学院金融资产管理中心赫尔布伦讲座教授、赫尔布伦投资中心主任布鲁斯·格林沃尔德撰写的新前言。

- 新增了一章，将“合理预期”纳入成功投资需要知道的最重要的事当中。

希望本书以及本书所依托的理念能继续在中国得到广泛的支持，引发有意义的讨论，并帮助我的中国朋友们取得更大的成功。

霍华德·马克斯
2015年7月

序言

在过去20年中，我一直在为我的客户不定期撰写备忘录——起初我服务于西部信托公司，后来则服务于1995年我共同参与创立的橡树资本管理公司。我通过备忘录来阐述我的投资理念，讲解金融运作方式，并提出我对近期事件的见解。这些备忘录构成了本书的核心，在后文中，你会发现许多摘自备忘录的段落，因为我相信，其中的经验教训像切合当年实际一样适用于现在。在摘录时我做了一些小的改动，主要是为了使主旨更加清晰。

保罗·约翰逊：在遇见《投资最重要的事》之前，我在哥伦比亚大学商学院教书时从没有用过教材。自2011年秋季开始，我选用这本书作为我的价值投资和证券分析课的第一本教材。马克斯的讨论对于我的讲座内容是很好的补充。

“最重要的事”究竟是什么呢？2003年7月，我以此为标题写了一篇备忘录，将我认为投资成功必不可少的要素罗列了出来。备忘录是这样开篇的：“每当我与客户及潜在客户会面时，我不断地听到自己说，‘最重要的是X。’10分钟之后，变成了‘最重要的是Y’，之后是Z，以此类推。”最后，备忘录通篇总共讨论了18件“最重要的事”。

在写完原始备忘录之后，我对我认为“最重要”的事做了一些调整，但是基本观念没变：它们都是最重要的。成功的投资得益于同时对各个方面保持密切关注。省略在任何一个方面都有可能导致的不尽如人意的结果。这就是我围绕“最重要的事”这一思想构思本书的原因——每一件事都是构成我所期待的坚固墙体的砖块，缺一不可。

保罗·约翰逊：这一注解贯穿《投资最重要的事》全书的主题，对理解马克斯的投资观点至关重要。我认为，需要向商学院学生解释的最具挑战性的投资理念是，投资需要同时平衡许多基本问题。《投资最重要的事》非常明确地指出了这一点。

我并不打算写一本投资指南。相反，这本书是对我的投资理念的陈

述。我视其为信条，它在我的投资生涯中扮演着类似宗教信仰的角色。我信奉这些事情，它们是指引我保持正确轨道的路标。我所提供的信息，是我认为最为恒久的信息。我相信，它们对现在、对未来，都具有重要意义。

霍华德·马克斯：本书主要讲的是我所谓的“投资与人相关的一面”，它不需要太多的金融分析或投资理论——更多的是关于如何思考、处理干扰投资思维的心理影响，同时介绍了许多投资者在思考过程中所犯的错误。当我说“如何思考”时，并不表示我的方法就是唯一的方法，它只是一个示例。要想取得成功，你必须要有严谨的思考过程，但并不一定要采用我的。

这不是一本入门指导书。书里没有保证投资成功的秘诀，没有手把手的指导，没有包含数学常数和固定比值的定价公式——事实上，数字极少。书中只提供了一种思维方式，它可能有助于你做出良好的决策，可能更为重要的是，它能帮你避开常犯的错误。

简化投资行为不是我的目标。事实上，我最想表达的是投资有多么复杂。试图简化投资的人带给受众的是极大的损害。我会照常对待收益、风险和过程。无论任何时候，我对特定资产类别和策略的讨论只是为了阐明我的观点。

再谈一谈本书的结构。如上所述，成功的投资得益于同时对各个方面保持密切关注。但凡有可能，我会立即同时讨论所有方面。然而遗憾的是，语言的局限性迫使我每次只能谈一个话题。因此我先以讨论市场环境这一投资发生的场所为开端，继而讨论投资者自身这一影响投资成功与否的因素，以及为了提高成功机会投资者应做的事情。在最后几章里，我尝试将各种想法归纳到一起。不过，因为我的理念是“有机统一的”，所以有些想法会在不止一章里被反复提及，请读者容忍我的重复。

我希望读者认为这本书的内容是新颖、发人深省甚至是带有争议性的。如果有人告诉我，“我很喜欢你的书，它证实了我读过的一切”，那么我会觉得自己写书很失败。我的初衷是分享那些你未曾想到过的关于投资的想法和思维方式——简单的几个字“我从未这样想过”，将令我无比欣慰。

读者会发现，我花费在讨论风险以及如何限制风险上的时间，比花费在讨论如何实现投资回报上的时间还要长。在我看来，风险是投资最

有趣、最有挑战性的一个重要方面。

保罗·约翰逊：在我读过的投资书籍中，《投资最重要的事》是第一本综合讨论投资过程中的风险及其重要性的书。事实上，本书最突出的方面及其对投资智慧最大的贡献，就是它对风险进行了广泛讨论。

当潜在客户想了解橡树资本管理公司成功的原因时，他们的首要问题通常都是大同小异：“你们成功的关键因素是什么？”我的答案很简单：历经40余年发展与磨砺所形成的有效的投资理念，以及掌握着高超的技术、有着共同文化和价值观的个人对该理念的贯彻执行。

投资理念来自何处？我可以肯定的一件事是，在迈入投资生涯的门槛时，没有谁的投资理念是完全成形的。投资理念由各种来源的各种想法长期积累总结而来。不在生活中积累经验教训，就不能形成有效的理念。幸运的是，我的一生中既拥有丰富的经验，也得到过巨大的教训。

我在两所杰出的商学院的求学时光是非常有效并具有挑战性的：在沃顿商学院攻读大学本科时，我接受了理论研究之前的具体而定性的教育；在芝加哥大学商学院，我接受了理论性的量化教育。重要的并不是具体的学习内容或学习过程，而是面对两种主要的投资思想流派，我必须思索如何将其融会贯通成为我自己的方法。

重要的是，理念源自持之以恒的警醒。你必须要知道世界上正在发生什么，也必须要知道这些事件将导致什么结果。只有这样，你才能在类似的情况再次出现时吸取教训。大多数投资者做不到这一点——它比一切都重要——因此，他们注定将屡次遭受经济繁荣与萧条周期之害。

塞思·卡拉曼：保持警醒同样增加了为从未发生过的事情做准备的概率。沃伦·巴菲特在物色接班人的时候强调了这一点的重要性。保持警醒有助于识别并有可能及时避免不断增加的风险。马克斯在第5章中明确地说明了这一点。

我喜欢说：“在你得不到你想要的东西时，你得到的是经验。”

乔尔·格林布拉特：这是我最喜欢的“马克斯学说”之一。我常

常会想起这句话！

好光景只会带来坏经验：投资很容易，你已经了解投资的秘密，你不必担心风险。最有价值的经验是在困难时期学到的。从这个意义上讲，我“有幸”经历过一些重大事件：阿拉伯石油禁运、滞胀、20世纪70年代漂亮50股票的崩盘以及“证券之死”；1987年的黑色星期一，道琼斯工业指数在一天之内暴跌22.6%；1994年的利率高涨，导致利率敏感型债务证券跳水；新兴市场危机，1998年的俄罗斯债务违约和美国长期资本管理公司的彻底垮台；2000—2001年科技股泡沫的破裂；2001—2002年的会计丑闻；以及2007—2008年席卷世界的金融危机。

塞思·卡拉曼：对这一事实的描述可能是本书中最为触目惊心的。在这个时期，投资者像被催眠一般期待着两位数的年收益率而完全忽略了风险。17年已经足够长久——几乎是一个人的职业生涯的一半——然而，仅凭这么长时间的职业生涯难以经受住时间的考验。

经历过20世纪70年代尤为重要，因为当时的你会发现，挑战无处不在。事实上，在70年代想找一份投资工作是不可能的，也就是说，你必须在70年代还没有到来之前进入投资领域，才能积累那个年代的经验。有多少在60年代开始从事投资工作的人，直到90年代末科技泡沫开始颤动的时候还在继续从事投资工作的？没有多少。大多数专业投资者是在80年代或90年代才进入这个行业的，他们无从知晓，市场的跌幅竟然还会超过1982—1999年出现的5%的最高跌幅。

如果你的阅读范围广泛，那么你可以向有着伟大思想的人学习——对我来说最重要的有：查理·埃利斯的《输球游戏》（《金融分析家杂志》，1975年7—8月刊）、约翰·肯尼斯·加尔布雷斯的《金融狂潮简史》（纽约：维京出版社，1990），以及纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的《随机漫步的傻瓜》[\[1\]](#)。他们都对我的思想产生了巨大影响。

保罗·约翰逊：非常棒的书单！幸运的是，现在的学生们又多了一本《投资最重要的事》！

最后，我有幸能够直接向杰出的思想家学习：约翰·肯尼斯·加尔布雷斯教我了解了人性的弱点；沃伦·巴菲特教给我耐心和逆向投资；查理·芒格教给我合理预期的重要性；布鲁斯·纽伯格教给我“概率与结果”；迈克

尔·米尔肯教给我“自觉风险负担”；里克·凯恩教给我设置“陷阱”（能赚很多而不会赔很多的被低估的投资机会）。与彼得·伯恩斯坦、塞思·卡拉曼、约翰·伯格、雅各布·罗斯柴尔德、杰里米·格兰瑟姆、乔尔·格林布拉特、托尼·佩斯、奥林·克雷默、吉姆·格兰特以及道格·卡斯的交往，也使我获益匪浅。

令人高兴的是我接触到了我前面提到的所有要素，并且多年来一直有意识地将它们结合到为公司服务从而为客户服务的投资理念中。这并不是唯一正确的方法，解决问题的方法多种多样，但它适用于我们。

必须指出的是，如果没有非凡的橡树资本管理公司的共同创始人布鲁斯·卡什、谢尔顿·斯通、拉里·基尔、理查德·马森和史蒂夫·卡普兰的卓越执行力，我的理念不会有太大价值。我很幸运地在1983—1993年与他们合作。我相信任何理念都比不上基于此理念而采取的实践，在投资领域里尤其如此。如果没有这些合伙人以及橡树资本管理公司同僚所取得的成就，那么我在这里分享的理念将不会引起人们的重视。

霍华德·马克斯：通过这些批注，我很高兴认识为本书出版做出了贡献的人——哥伦比亚大学出版社的布里奇特·弗兰纳里-麦考伊、米兰达·李、珍妮弗·杰罗姆、梅雷迪斯·霍华德、诺亚·阿洛，以及我的编辑顾问玛吉·斯塔基。特别要感谢迈尔斯·汤普森，他向我提出与哥伦比亚大学出版社合作出书的想法并指导促成其实现。最后，还要感谢我的朋友彼得·考夫曼，他启发了我关于投资与非投资领域的相似之处，开拓了我的思维。

[1] 《随机漫步的傻瓜》已由中信出版社出版。——编者注

学习第二层次思维

投资艺术有一个特点不为大众所知。门外汉只需些许努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是，如果在这个容易获取的标准上更进一步，则需要更多的实践和智慧。

本杰明·格雷厄姆《聪明的投资者》

凡事应力求简单，但不应过分简单。

阿尔伯特·爱因斯坦

投资并不简单。认为投资简单的人都是傻瓜。

查理·芒格

很少有人拥有成为杰出投资者的素质。有些人是可以被训练出来的，但并非人人都可以……即使可以，你也不可能教给他们所有东西。一种有效的方法有时是奏效的，但并非任何时候都行之有效。投资不可能被简化成计算机上的简单运算。即使是最杰出的投资者，也不可能永远正确。

原因很简单：没有放之四海皆准的法则。环境是不可控的，鲜有被精确再现的时候。心理在市场中扮演着重要的角色，由于它的高波动性，导致因果关系并不可靠。一种投资方法可能一时奏效，但是这种方法所采取的行动最终会改变环境，环境的改变则意味着需要采取新的方法。而且，如果一种方法有其他人效仿，那么这种方法的效用也会降低。

投资，就像经济一样，更像是一门艺术而非科学。这意味着它可能会有一些棘手。

当前需要记住的最重要的事情之一，是经济不是一门精密科学，它甚至有可能完全不在科学范畴之内。在科学的含义中，可控试验是可以开展的，既往结果是可以被放心复制的，因果关系是可靠存在的。

《行得通吗》，2009年3月5日

投资的艺术属性至少和它的科学属性相当，因此，无论在本书中还是在其他任何地方，暗示投资可以被程序化永远都不是我的目标。事实上，我最想强调的事情之一，是直觉的、适应性的投资方法比固定的、机械化的投资方法更为重要。

其实，关键问题是你想实现什么样的目标。人人都能取得平均投资表现——只需投资一个每样都买一点儿的指数基金即可，这会带给你所谓的“市场收益”——仅与市场表现相当。但是成功的投资者想要的更多，他们希望战胜市场。

塞思·卡拉曼：战胜市场很重要，但控制风险同样重要。投资者必须首先自问，自己感兴趣的是相对收益还是绝对收益。从定义来说，你的股票下跌45%而市场下跌50%就叫作“战胜市场表现”，但对我们中的大多数人来说，这将是多么惨淡的胜利。

我认为这就是成功投资的定义：比市场及其他投资者做得更好。为了实现这一目标，你需要有良好的运气或者非凡的洞察力。单纯靠运气是行不通的，所以你最好把精力集中在提高自己的洞察力上。关于篮球运动，人们常说，“身高无法通过训练改变”，意思是说，世界上的任何训练都无法让运动员长得更高。训练洞察力几乎与提高身高一样难。就像其他所有艺术形式表现出来的一样，有一些人对投资的理解就是比别人更好，他们拥有或者能够设法获得本杰明·格雷厄姆所大力提倡的、必不可少的“更多的智慧”。

克里斯托弗·戴维斯：这里的潜台词是，你必须要有耐心，给自己足够的时间——你要的不是短期暴利，而是长期稳定的收益。

人人都想赚钱。一切经济学都建立在相信利润动机具有普遍性的基础之上。资本主义亦是如此，利润动机促使人们更加努力地工作并以资本相搏。对利润的追逐创造了这个世界的大多数物质进步。

但是，这一普遍性也使得战胜市场成为一项艰巨的任务。数百万人争夺着可能的每一美元的投资收益。谁会得到它呢？领先一步的人。在某些竞争中，先人一步意味着接受更多的教育、在健身房或图书馆里花费更多的时间、获取更好的营养、付出更多的汗水、拥有更好的耐力或更好的设备。然而，在投资中这些东西并不重要，投资需要的是更加敏锐的思维，我称之为“第二层次思维”。

准投资者们可以学习财会课程，广泛阅读相关书籍，幸运的话还能得到对投资有着深刻了解的人士的指导。但是，他们中只有一小部分人能够获得维持高于平均水平的结果所需的非凡洞察力、直觉、价值观念和心理意识。想要做到这一点，你需要拥有第二层次思维。



记住，你的投资目标不是达到平均水平，你想要的是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。其他投资者也许非常聪明、消息灵通并且实现了高度计算机化，因此你必须找出一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人的做得更加正确……其中的含义是，你的思维方式必须与众不同。

保罗·约翰逊：马克斯的这一段论述十分恰当。他成功地定义了第二层次思维对于取得投资成功的极端重要性。接下来的简短讨论以三个恰当的例子说明了第一层次思维和第二层次思维之间的差异。

什么是第二层次思维？

• 第一层次思维说：“这是一家好公司，让我们买进股票吧。”第二层次思维说：“这是一家好公司，但是人人都认为它是一家好公司，因此它不是一家好公司。股票的估价和定价都过高，让我们卖出股票吧。”

乔尔·格林布拉特：在个人投资者中间，我一直听到来自第一层次思维的声音。他们会阅读报纸头条或者收看美国全国广播公司财经频道，然后采纳传统的第一层次思维的投资观点。

• 第一层次思维说：“公司会出现增长低迷、通货膨胀加重的前景。让我们抛掉股票吧。”第二层次思维说：“公司前景糟糕透顶，但是所有人都在恐慌中抛售股票。买进。”

• 第一层次思维说：“这家公司的利润会下跌，卖出。”第二层次思维说：“这家公司的利润下跌得会比人们预期的少，会有意想不到的惊喜而拉升股票。买进。”

第一层次思维单纯而肤浅，几乎人人都能做到（如果你希望保持优势，那么这不是一个好兆头）。第一层次思维者所需的只是一种对于未来的看法，譬如“公司的前景是光明的，这表示股票会上涨”。

第二层次思维深邃、复杂而迂回。第二层次思维者要考虑许多东西：

- 未来可能出现的结果会在什么范围之内？
- 我认为会出现什么样的结果？
- 我正确的概率有多大？
- 人们的共识是什么？
- 我的预期与人们的共识有多大差异？
- 资产的当前价格与大众所认为的未来价格以及我所认为的未来价格相符的程度如何？
- 价格中所反映的共识心理是过于乐观，还是过于悲观？
- 如果大众的看法是正确的，那么资产价格将会发生怎样的改变？如果我是正确的，那么资产价格又会怎样？

克里斯托弗·戴维斯：这些问题是很好的提醒。在评估新的投资目标时要时时自问。新机会带来的兴奋很容易令人忘记这一点。

显然，第一层次思维和第二层次思维之间的工作量有着巨大的差异，能够进行第二层次思维的人数远少于能够进行第一层次思维的人

数。

第一层次思维者寻找的是简单的准则和简单的答案。第二层次思维者知道，成功的投资是简单的对立面。这并不是说你不会碰到大量费尽浑身解数、想让投资听起来简单的人，我称他们中的某些人为“唯利是图者”。券商想让你认为人人都有投资的能力——让你以每笔交易付出10美元佣金为代价。共同基金公司不想让你认为自己有投资能力，他们想让你认为只有他们拥有此种能力，如此一来，你就会把你的钱投入到积极管理的基金里，并且为此支付相关的高额费用。

我将其他简化投资的人视为“劝诱者”，他们中有些人是教授投资的学者；其他人则是出于好意却高估了自身控制范围的业内人士，我想他们大多没有考虑自己的投资记录，或者忽略了投资业绩不好的年份，或者把损失归咎于运气不好。最后，还有那些完全不理解投资复杂性的人。一位特约评论员在上下班时间段的电台节目里说：“如果你对一个产品有好感，就买这家公司的股票吧。”成为一个成功的投资者并非这么简单。

第一层次思维者彼此之间对相同事件有着相同的看法，通常也会得出同样的结论。从定义上来讲，这是不可能取得优异结果的。所有投资者都能战胜市场是不可能的，因为他们本身就是市场。

在投资的零和世界中参与竞争之前，你必须先问问自己是否具有处于领先地位的充分理由。要想取得超过一般投资者的成绩，你必须要有比群体共识更加深入的思考。你具备这样的能力吗？是什么让你认为自己具有这样的能力？

克里斯托弗·戴维斯：你也可以反过来问一下——除了问自己如何以及为何应该成功，再思考一下，别人为什么会失败。他们的时机选择有问题吗？他们的动机有缺陷或不恰当吗？

问题在于，非凡的表现仅仅来自正确的、非共识性的预测，而非共识性预测是难以正确做出并且难以执行的。多年来有许多人告诉我，以下矩阵所示的内容对他们产生了影响：

保罗·约翰逊：对于想获得正确观点以取得优异的投资表现的投资者来说，这一段体现的概念是至关重要的。单单本段所展现

你不可能在和他人做着相同事情的时候期待胜出……突破常规本身不是目的，但它是一种不错的思维方式。为了将你自身与他人区别开来，突破常规有助于你拥有与众不同的想法，并且以与众不同的方式处理这些想法。我将其概括为一个简单的 2×2 的矩阵：

	常规行为	非常规行为
有利结果	较好的平均表现	高于平均表现
不利结果	较差的平均表现	低于平均表现

当然，实际情况并不这么简单和界限分明，不过我认为总体情况是这样的。如果你的行为是常规性的，你很可能就会得到常规性的结果——无论好坏。只有当你的行为是非常规性的时候，你的表现才有可能是非常规性的，而只有当你的判断高人一等时，你的表现才会高于平均表现。

《敢于成就伟大》，2006年9月7日

结果很简单：为了取得优异的投资结果，你必须对价值持有非常规性的并且必须是正确的看法。这并不容易。

以低于价值的价格买进股票具有非凡的吸引力。那么，如何在有效市场中寻找便宜货呢？你必须拿出卓越的分析力、洞察力或远见。不过由于其特殊性，很少有人具备这样的能力。

《收益及其获得方法》，2002年11月11日

因为你的表现是偏离常态的，所以你的预期——甚至是你的投资组合——都必须偏离常态，你的判断必须比人们的共识更加正确、与众不同并且更好——这是对第二层次思维者做出的相当不错的描述。

那些认为投资过程简单的人通常没有第二层次思维的需要，甚至不知道有第二层次思维的存在。于是许多人被误导了，相信人人都能成为一名成功的投资者。然而，并不是人人都能成功的。不过好消息是，第一层次思维者的广泛存在使得第二层次思维者的可得收益增加了。为了持之以恒地获得优异的投资回报，你必须成为第二层次思维者中的一

员。

乔尔·格林布拉特：这里所表达的观点是，尽管对于大多数人来说，达成广泛共识是比较轻松的，但是在这种情况下，投资者通常无法获得超过平均水平的收益。

理解市场有效性及局限性

理论和实践在理论上没有什么不同，但在实践中却截然相反。

约吉·贝拉

20世纪60年代，出现了一种新的金融投资理论，因其发源于芝加哥大学商学院，故以“芝加哥学派”而闻名。作为一名在1967—1969年就读于芝加哥商学院的学生，我发现自己处于这一新理论的起点上，它极大地启发了我并影响了我的思想。

这一理论包括了在投资领域中逐渐成为重要原理的概念：风险厌恶、波动性、风险调整收益、系统与非系统风险、 α 系数、 β 系数、随机漫步假设以及有效市场假说（这些概念将在后文中逐一陈述）。在这一理论提出之初，有效市场假说概念已被证实对投资领域有着特别重要的影响，重要到值得单独用一章的篇幅来讨论。

有效市场假说指出：

- 市场中有许多参与者，他们分享着大致相同的信息渠道。他们聪明、客观、有高度的积极性并且辛勤地工作。他们的分析模型广为人知并被广泛采用。

- 由于参与者的共同努力，信息得以完全并且迅速地在资产的市场价格上反映出来。由于市场参与者会立即买进价格过低的资产，并卖出价格过高的资产，因此资产的绝对价格以及彼此之间的相对价格是公平的。

- 因此，市场价格代表了对资产内在价值的准确估计，任何参与者都不能连续识别市场的错误并从中连续套利。

- 因此，资产是以相对于其他资产的“公平”、提供预期风险调整收益的价格来出售的。风险更高的资产必须提供更好的收益来吸引

购买者。市场会根据情况设定价格，但它不会提供“免费的午餐”，即没有与新增风险无关的（以及非补偿性的）新增收益。

以上大致是关于有效市场假说的广为人知的要点，现在来谈一谈我的理解。谈到有效市场假说时，我也用到了“有效”这个词，不过我使用了其“迅速、快捷地整合信息”的含义，而不是“正确”。

保罗·约翰逊：马克斯提出的“有效”的定义很实用，很适合用来给学生讲课。

我相信，由于投资者会努力评估每一条信息，所以资产价格能够迅速反映出人们对于信息含义的共识，然而我不相信群体共识就一定是正确的。2000年1月，雅虎股价是237美元。2004年4月时，它的股价是11美元。所有主张市场在这两个时刻的表现均正确的人都晕了，这两种情况中至少有一种必定是错误的，但是这并不意味着有许多投资者能够察觉市场的错误并采取行动。

如果有效市场中的价格已经反映了群体共识，那么分享群体共识也许只能令你赚到平均收益。想要战胜市场，你必须要有自己独特的、非共识性的观点。

保罗·约翰逊：马克斯在这里成功地把市场有效性和第二层次思维联系在了一起。这段论述对于投资理论是一个非常重要的贡献，因为很少有人把对市场理论的学术研究与积极管理资产的实用观点结合在一起。

我要强调的是，虽然有效市场常常错误地估计资产价值，但是对于任何个人来说——与其他人占有相同的信息并且受到相同心理影响的约束——持之以恒地持有与众不同且更加正确的观点并不容易。

塞思·卡拉曼：心理因素是控制投资者行为的主导因素。在决定证券价格方面，心理因素和基本价值同样重要，甚至更为重要。

克里斯托弗·戴维斯：花时间去设法搞明白投资动机在特定情况下是如何起作用的也很重要。动机不当往往会导致非理性、破坏性或反知觉的行为或结果。

这使得战胜主流市场异常艰难——即使他们并不总是对的。

《 α 究竟是怎么回事》，2001年7月11日

有效市场假说最重要的成果就是“你无法战胜市场”的结论。这一结论不仅被芝加哥学派的市场观点从逻辑上予以支撑，而且通过对共同基金的表现的研究得到了巩固——业绩出类拔萃的基金寥寥无几。

你可能会问，五星基金的情况如何呢？请注意：共同基金的评级是相对的。基金的等级与它们的业绩是否已超越某一客观标准（如市场指数）无关。

那么，那些我们耳熟能详的著名投资者的情况又如何呢？首先，一两年的好业绩证明不了任何事情；单从偶然性来说，就几乎可以产生任何结果。其次，统计学家认为，如果没有足够年份的数据，那么任何东西都无法被证明具有统计学意义；我记得这个数据是64年，几乎没有任何人的理财生涯能够达到那么长。最后，一两个杰出投资者的出现是驳不倒有效市场假说的。与沃伦·巴菲特等人相关的令世人瞩目的事实恰恰表明，持续成功者只是特例。

芝加哥学派理论最杰出的成果是被称为“指数基金”的消极型投资工具的发展。如果最积极的投资组合经理通过增持或减持证券“积极下注”都无法战胜市场，那么你又何须为此（以交易费和管理费的形式）付出代价呢？有鉴于此，投资者已经将越来越多的资金投入简单地按照某一市场指数所确定的比例的投资股票（或债券）中。这样，投资者只需付出一个百分点的几百分之一的费用，就能够享受到市场收益。

正如稍后我将探讨的，万物皆有周期，其中也包括“公认的智慧”。有效市场假说问世后，经历了20世纪60年代快速发展，吸引了大批信徒。反对的声音自那时起就一直存在，公众对于有效市场假说的适用性的认识几经起落。



对于有效市场假说，我持有保留意见，最大的分歧在于它有关收益与风险挂钩的方式。

根据有效市场假说理论，人们有规避风险的本能，即人们普遍愿意承担更少的风险，而不是更多。想要他们进行风险性更高的投资，必须以更高的收益承诺来诱导。于是市场将调整投资价格，以保证承担更高

风险的人在已知事实和群体共识的基础上，获得更高的收益。

有效市场假说的理论认为，在有效市场中不存在令人们战胜市场的投资技巧（通常是指现在常用的 α 系数等），因此一个人与另一个人（或一个人的投资组合与另一个人的投资组合）的收益差异完全归因于风险差异。事实上，如果你是有效市场假说的信徒，同时又拥有像我一样较好的投资记录，那么答案可能会是“更高的投资收益是由隐性风险所致”（深层含义是“你还没有积累足够年份的数据”）。

我们时不时会经历一切顺利的时期，更高风险的投资看似是在兑现承诺，提供着更高的收益。这样的平和期使人们相信，为了获取更高的收益，他们唯一要做的就是进行高风险投资。但是，他们忽略了某种在繁荣期容易被忘却的东西：这不可能是对的，因为如果可以指望通过高风险投资来实现高收益的话，那些投资也就算不上是高风险了。

于是每隔一段时间，人们便能学到一个深刻的教训。他们意识到，任何投资（当然包括对于风险不加以区分地全盘接受）都不会让投资人享用免费的午餐，它们时时在提醒着我们投资理论的局限性。



以上就是有效市场假说及其含义。关键问题是这一理论是否正确：市场是不可战胜的吗？人们是不是在浪费时间？客户付费给投资经理是否是在浪费钞票？就像世界上的大多数事情一样，这些问题的答案并不简单——当然不是“是”或“否”那么简单。

我相信有效市场假说的概念不应被立即抛弃。从原则上来讲，如果数千个有理性且有计算能力的人在同一时间共同努力、客观地收集有关资产的信息并做出估价，就会很容易得出资产的价格不会与内在价值偏差过大的结论。错误定价并不常见，这意味着战胜市场非常困难。

事实上，某些资产是相当符合有效市场假说的，主要包括以下类别：

- 资产类别广为人知，并且有一大批追踪者。
- 资产类别是社会认可的，而不是争议性或禁忌性的。
- 资产类别的优势清晰易懂，至少表面上看起来如此。
- 关于资产类别及其组成的信息的传播是普遍而公平的。

符合这些条件的资产类别是不可能系统性地被忽略、误解或低估的。

塞思·卡拉曼：这些特征大多是易变的。某些被广泛接受的资产可能会变得具有争议性甚至禁忌性。信息的获得可能变得更加容易或者更加困难。所以，此时被视为有效的资产类别在彼时可能就变得无效。欧洲主权债务危机便是当下的一个例子。

以外汇为例。是什么决定了一种货币相对于另一种货币的变动呢？是未来增长率与通货膨胀率。对于任何一个人来说，他所知道的知识会不会系统性地多于其他人？可能不会。如果没有人比其他人知道得更多，那么就不会有人在货币交易中获得高于平均水平的风险调整后收益。

主要股票市场（如纽约证券交易所）的情况又如何呢？数百万人在利益的驱使下，在其中探寻。他们占有着相似的信息；事实上，市场调控的目标之一，就是确保每个人在同一时间获得同一公司的信息。数百万人在相似信息的基础上做着相似的分析，那么股票被错误定价的概率以及人们发现这些错误定价的概率如何呢？

答案：概率不大，也不可靠，但这却是第二层次思维的真谛。

第二层次思维者知道，为了取得优异的业绩，他们必须具备信息优势或分析优势，或二者兼具。他们时刻警惕，以防失察。我的儿子安德鲁初出茅庐，他从当前事实和未来前景出发，提出了许多引人入胜的投资理念。他是一位训练有素的投资者，他考察的第一步永远是：“谁不知道这些信息？”

保罗·约翰逊：相反的条件就会出现对市场无效性的考验。例如，在第一种情况下，如果一项资产鲜为人知，追随者不多，那么它可能就不会得到有效的定价；在第二种情况下，如果一项资产是争议性的、禁忌性的或未被社会认同的，那么它可能就不会被有效定价。另外两种情况也是如此。

第二层次思维者依赖的是理论词汇表中的“无效”一词。在过去40年中，“无效”这一短语被广泛应用，与投资者无法战胜市场的理念相对。

在我看来，将市场描述为无效市场，是一种对市场易犯可资利用的错误的夸大说法。

错误会来自何处？让我们来想一想，有哪些假设构成了有效市场假说的基础：

- 有许多努力工作的投资者。
- 他们聪明、勤奋、客观、积极并且准备充分。
- 他们都有获取信息的途径，并且获取途径大致相同。
- 他们都能公开买进、卖出、卖空（即看跌）每种资产。

鉴于以上理由，有效市场假说认为，可得信息会被顺利、有效地整合到价格中，并且在价格与价值不相符时发挥作用，以消弭其中的差异。

但是，证明市场价格永远正确是不可能的。事实上，如果你仔细想想刚刚列出的4个假设，就会发现他们都忽视了很重要的一点：客观性。人类不是冰冷的计算机。相反，大多数人都会受贪婪、恐惧、妒忌及其他破坏客观性、导致重大失误的情绪的驱动。

同样，第四个假设又如何呢？尽管投资者被假定为可以公开面向任何资产类别（既可以持有，又可以卖空），但真实情况却远非如此。大多数专业人士被分配到特定的细分市场，如“我在普通股部门工作”，或“我是债券经理”。真正做过卖空的投资者所占的比例微乎其微。那么，又是谁在制定并执行那些消除资产类别之间相对错误的定价的决策呢？

塞思·卡拉曼：界限分明的“孤岛”式发展是一柄双刃剑。缩小关注点可能会让人具备更专业的知识。但是，如果只是将关注范围限定在边界之内，就极有可能对边界之外的资产做出错误的定价。同样，如果其他人关注的领域和你类似，那么即便你有更专业的知识，收益也很有可能被竞争拉低。

一个存在着错误及错误定价的市场，能够被具有非凡洞察力的人战胜。因此，无效性的存在创造了取得良好业绩的可能性，也是取得良好业绩的必要条件。不过，它并不能保证这一点。

在我看来，无效市场至少具备以下特征之一（可能最终会被证实具备以下所有特征）：

- 市场价格往往是错误的。因为获得信息的途径以及对信息的分析不够完善，所以市场价格往往远高于或者远低于内在价值。

- 一种资产类别的风险调整后收益可能与其他资产类别的风险调整后收益相差甚远。因为资产估价的结果往往不是资产的公允价值，所以一种资产类别的风险调整后收益可能远高于（或远低于）其他资产类别。

- 有些投资者始终能够有更高明的投资表现。因为明显错误的估价和参与者的技术、洞察力、信息渠道等差异的存在，有规律地识别错误估价并从中获利的可能性是存在的。

理解最后一点是否代表什么是非常重要的。无效市场并不一定会给予参与者丰厚的回报。相反，我认为无效市场提供的是原料（错误定价），而投资者各有输赢，取决于他们所掌握的技术的不同。如果价格可能出现严重错误，那就意味着有发现便宜或价格过高的股票的可能。相对于在无效市场中买得划算的人来说，一定有其他入卖得太便宜了。有一句关于扑克的谚语说得好：“每场游戏中都有一条鱼。如果你玩了45分钟还没弄清谁是鱼，那么就是你了。”毫无疑问，这句话在无效市场投资中同样适用。

《 α 究竟是怎么一回事》，2001年7月11日



在有效与无效的大辩论中，我的结论是，没有一个市场是完全有效或无效的，它只是一个程度问题。我衷心感谢无效市场所提供的机会，同时我也尊重有效市场的理念，我坚信主流证券市场已经足够有效，以至于在其中寻找制胜投资基本上是浪费时间。

保罗·约翰逊：这个观点极为重要。因为在商学院里，争论总是偏向一个极端或另一个极端。许多学者极力主张市场是完全有效的，他们之所以允许反对意见的存在，只是为了保持辩论的平衡。显然，马克斯提供了一个更好的方法来应对这个问题。马克斯的观察所带来的一个必然结论是，投资者应该寻找未被做出完全有效定价的市场或资产，而不是去追逐完全无效的市场。

最终，我得到了一个有趣的答案：有效性并没有普遍到我们该放弃

良好业绩的程度。同时，有效性是律师口中的“可反驳的推定”——首先应假定某个推断是正确的，直至有人证明它不成立。因此，我们应假定有效性会妨碍我们取得优秀的业绩，直至我们有充足的理由相信它不会。

出于对有效性的尊重，在采取行动之前，我们应该询问几个问题：错误以及错误定价是否已被投资者的共同努力所消除，抑或依然存在？为什么？

思考下面的问题：

- 当成千上万的投资者时刻准备着抬高任何过于低廉的价格时，为什么还有可能存在便宜货？
- 如果相对于风险来说收益显得很高，那么有没有可能你会忽略了某些隐性风险？
- 为什么资产卖家愿以能让你获得超额回报的价格卖出资产？
- 你是否真的比资产卖家知道得更多？
- 如果这是一笔可观的交易，那么为什么其他人没有一哄而上？

要牢记另一句话：今天存在有效性并不意味着有效性会永远存在。

总而言之，无效性是杰出投资的必要条件。试图战胜一个相当有效的市场就像掷硬币一样：你能够期待的最好结果是50%的胜算。如果投资者想取得胜利，那么在基本过程（市场缺陷、错误定价）中，必须存在可资利用的无效性。

我们认为无效性是存在的。仅凭这一点并不是优秀业绩的充分条件，它只表示价格并不总是公平的，错误是会发生的：某些资产定价过低，某些资产又定价过高。你必须具有比其他人更深刻的洞察力，才能更多地买到前者而不是后者。任何时候都会有许多好的便宜货被埋没在其他投资者不能或不愿去发现的东西里。

让别人相信市场是永远无法被战胜的吧！让那些不愿冒险的人弃权，为愿意冒险的人创造机会吧！

乔尔·格林布拉特：这一点非常重要，也解释了为什么专业投资者战胜市场那么困难。大多数专业投资者都迫不及待地想要提高业绩，他们会避免投资那些不受追捧的、近期并没有太大吸引

投资理论及其有效市场假说等同于普遍适用的物理定律吗？抑或它只是一个无关宏旨、脱离实际、可以被忽略不计的概念？说到底，这是一个平衡问题，而平衡来自对丰富的常识的运用。因为有效市场假说的概念是相对的，所以我将精力放在相对无效的市场上，在那里，只要付出辛勤的工作并掌握技术，就能获得最好的回报。我的投资管理生涯的关键转折点是在得到这个结论时出现的。有效市场假说的理论知识帮助我做出了决定，避免了我将时间浪费在主流市场上。不过，出于对理论局限性的了解，我并没有全盘接受对积极管理的质疑。

简而言之，我认为有效市场假说理论应提供信息辅助我们决策而不是控制决策。如果完全无视理论，那么我们可能会犯下大错。我们可能会自欺欺人地认为，比别人知道更多并且有可能频繁地在人数众多的市场中取得压倒性胜利，我们可能会为了收益买进证券而忽视风险，我们可能会买进50只相关证券，却误以为我们在进行分散投资……

但是，只知生吞活剥理论会让我们放弃寻找便宜货，转而把投资过程交给计算机掌控，错失个人做出贡献的机会。下面是一个信奉有效市场的金融教授和学生一起散步的场景。

“地上是10美元钞票吗？”学生问。

“不，那不可能是10美元钞票，”教授回答道，“即使有，之前肯定早已经被别人捡起来了。”

教授走了。学生捡起了钞票，去喝了杯啤酒。

《 α 究竟是怎么回事》，2001年7月11日

乔尔·格林布拉特：当然，有些市场更加无效，因为它们不那么受追捧，但是那些受到广泛关注的市场——如普通股市场也有可能无效，比如市值较小的股票或正在经历异常事件的某些公司的股票。

准确估计价值

投资若想取得切实的成功，对内在价值的准确估计是根本出发点。没有它，任何投资者想取得持续投资成功的希望都仅仅是希望。

乔尔·格林布拉特：沃伦·巴菲特说过，最好的投资课程要教好两件事：如何估计投资的价值以及如何看待市场价格走势。第一步就从这里开始。

最古老也最简单的投资原则是“低买，高卖”。看起来再明显不过了：谁不愿意这样做呢？但这一原则的真实含义是什么？同样显而易见——就是字面上的意思，它表示你应该以低价买进并以高价卖出某种东西。但是，反过来又意味着什么呢？什么是高，什么是低？

从表面意思来讲，你可以认为它表示以低于卖价的价格买进某种东西的目标。但是，由于卖出行为发生在买进行为之后，因此这样的解释对于解决“今天该以什么样的价格买进才合适”的问题没有太大帮助。必须有一些“高”和“低”的客观标准，其中最有用的就是资产的内在价值。至此，这句话的含义逐渐明晰：以低于内在价值的价格买进，以更高的价格卖出。当然，在此之前，你最好对内在价值是什么有一个明确的认识。对我来说，对价值的准确估计是根本出发点。

保罗·约翰逊：这是价值投资的第一块基石。

为简化（或高度简化）起见，所有研究投资公司证券的方法可被划分为两种基本类型：基于公司特性即“基本面”来分析的，以及基于证券自身价格行为来研究的。换言之，投资者有两种基本选择：判断证券的

内在价值并在价格偏离内在价值时买进或卖出证券，或者将决策完全建立在对未来价格走势预期的基础之上。

首先我要谈一谈后者，因为我并不相信这种方法，并且应该能够迅速抛开它。技术分析，即对过去股票价格行为的研究，自我加入这一行业时（并且远在之前），它便已被沿用至今，但已日渐没落。如今，对历史价格走势的观察可能会被用作对基本面分析的补充，而现在，实际将决策建立在价格走势基础上的人远比过去少很多。

技术分析衰落的部分原因是随机漫步假说的出现——20世纪60年代早期以尤金·法玛教授为代表的芝加哥学派理论的组成部分。随机漫步假说认为，既往股价走势对于预测未来股价没有任何帮助。换言之，价格变动是一个随机过程，与掷硬币相仿。众所周知，在掷硬币的时候，即使已经连续10次掷出正面朝上，下一次正面朝上的概率仍然是50%。以此类推，随机漫步假说认为，过去10天内股价的连续上涨并不能告诉你明天的股价会怎样。

另一种依靠股价走势进行决策的形式被称为“动量投资”，它的存在同样违背了随机漫步假说。我对它也没有好感，不过，正如我所看到的，采用这一方法的投资者是在假定他们可以预知曾经连续上涨的股价将会在何时继续上涨的基础上进行操作的。

动量投资可能会让你在持续上涨的牛市中分一杯羹，但我看到它存在许多缺陷，其中之一基于经济学家赫伯特·斯坦那句苦涩的名言：“无法永久持续的东西必将终结。”那么，动量投资者的情况将会如何呢？动量投资法如何帮助他们及时卖出以避免下跌？投资者在持续下跌的市场中如何采取行动？

看起来，动量投资显然不是一种理智的投资方法。最好的例子出现在1998—1999年日间交易者兴起的时候。大多日间交易者来自其他行业，受科技——传媒——电信股票热潮的吸引、希望自己大发横财的非专业投资者。他们很少持仓过夜，因为需要付出代价。他们会在一天之内数次猜测他们所关注的股票在未来几个小时内的涨跌。

我永远无法理解人们是如何得到这类结论的，它的不可预测性与猜测下一个在转角出现的人是男是女有得一比。据我观察，如果以10美元买进、11美元卖出，下个星期以24美元买进、25美元卖出，再下个星期以39美元买进、40美元卖出，日间交易者就认为自己是成功的。如果你看不到其中的缺陷——股价上涨了30美元，交易者却只赚到了3美元

——那么你可能没有必要再看本书后面的内容了。



抛开动量投资者和他们的占卜板，以及所有无关理智分析的投资形式不谈，还有另外两种受基本面驱动的投资方法：价值投资和成长型投资。简而言之，价值投资者的目标是得出证券当前的内在价值，并在价格低于当前价值时买进，成长型投资者的目标则是寻找未来将迅速增值的证券。

对价值投资者来说，资产投资不是一个因为你认为它具有吸引力（或认为别人会发现它的吸引力）就进行短期投资的概念。它是一种有形实物，应具有可明确的内在价值，如果有以低于内在价值买进的可能，那么你会考虑这样去做。因此，聪明的投资必须建立在对内在价值的估计之上。估计内在价值时必须严谨，并以所有可用的信息为基础。

《最重要的事》，2003年7月1日

乔尔·格林布拉特：价值估计包括对盈利或现金流的未来增长的估计。

是什么使得证券或其标的公司具有价值？有许多备选因素：财力资源、管理、工厂、零售店、专利、人力资源、商标、增长潜力，以及最重要的——创造收益和现金流的能力。事实上，大多数分析方法认为，其他所有特征（财力资源、管理、工厂、零售店、专利、人力资源、商标、增长潜力）的价值，恰恰在于它们能够最终被转化成为收益与现金流。

价值投资强调的是有形因素，如重资产和现金流。无形因素如人才、流行时尚及长期增长潜力所占的比重较小。某些流派的价值投资专注于硬资产。甚至有所谓的“net-net投资”，即在公司股票的总市值低于公司的流动资产（如现金、应收账款和存货）并超出总负债时买进。在这种情况下，从理论上讲你可以买进所有股票，将流动资产变现并清偿债务，以得到公司所有权及若干现金。是的，现金落袋，成本收回，你还白白得到了公司的所有权。

价值投资追求的是低价。价值投资者通常会考察收益、现金流、股利、硬资产及企业价值等财务指标，并强调在此基础上低价买进。价值

投资者的首要目标是确定公司的当前价值，并在价格足够低时买进公司证券。

成长型投资介于枯燥乏味的价值投资和冲动刺激的动量投资之间。其目标是识别具有光明前景的企业。从定义上来看，它侧重于企业的潜力，而不是企业的当前属性。

两种主要投资流派之间的差异可以归结如下：

- 价值投资者相信当前价值高于当前价格，从而买进股票（即使它们的内在价值显示未来的增长有限）。

- 成长型投资者相信未来价值的迅速增长足以导致价格大幅上涨，从而买进股票（即使它们的当前价值低于当前价格）。

因此，在我看来，真正的选择似乎并不在价值和成长之间，而在当前价值和未来价值之间。成长型投资赌的是未来可能实现也可能无法实现的公司业绩，而价值投资主要建立在分析公司当前价值的基础之上。

《良好平衡》，2004年7月21日

乔尔·格林布拉特：巴菲特最大的贡献之一是扩充了价值的概念，即价值不仅仅是“便宜”。巴菲特寻找市面上可以买到的、其价格具有吸引力的“好”企业，而成长的概念是被纳入价值计算当中的。

你可以轻而易举地下结论：坚持价值投资无须揣测未来，而成长型投资唯一要做的就是揣测未来。但是这种说法未免武断，毕竟，确定企业的当前价值是需要考虑企业的未来的，继而必须考虑可能的宏观经济环境、竞争环境与技术进步。如果公司资产被浪费在赔钱的经营或失策的收购上，那么即使大有希望的net-net投资也可能以失败告终。

在价值投资和成长型投资之间没有明确的界限，二者均要求我们应对未来。价值投资者将企业的潜力视为增长，“以合理价格增长”的成长型投资则明确表达了对价值的敬意——只是一个程度问题。无论如何，我认为完全可以这样说：成长型投资关注未来，而价值投资强调当前，但不可避免地要面对未来。

让我带你回到成长型投资与价值投资形成鲜明对比的“漂亮50”的狂热时期，看一看成长型投资的极端例子。

1968年，我得到了在投资管理业的第一份工作，在纽约第一国民银行（现在的花旗银行）投资研究部做暑期工。银行采用的是所谓的“漂亮50投资”方法。投资目标是确定长期收益增长前景最为光明的企业。除了增长率，投资经理还强调“质量”，意即具有实现增长预期的高度可能性。当时公认的说法是，如果一家公司成长足够快并且质量足够好，那么股价高低是不需要考虑的。如果股价以今天的指标衡量过高，那么过上几年它就会物有所值。

于是，就像现在一样，医药股、科技股和消费股在成长型股票投资组合中占了极大的比重。银行的投资组合中包括那些令人肃然起敬的名字，如IBM、施乐、柯达、宝丽来、默克、礼来、雅芳、可口可乐、菲利普·莫里斯、惠普、摩托罗拉、德州仪器、珀金埃尔默——都是美国的大公司，都有着光明的成长前景。既然这些公司是不可能出问题的，那还犹豫什么呢，倾囊买进它们的股票就是了。

将时间推后几十年，现在的你如何看待上面列举的那些公司？有些公司，如柯达和宝丽来，因为不可预见的技术变革导致基础业务锐减。其他公司，如IBM和施乐，因为行动迟缓成为新兴竞争者大快朵颐的猎物。总而言之，自我开始工作以来的42年中，在纽约第一国民银行的名单里，一些美国最好的公司已经衰落甚至倒闭。长期增长的持续时间不过如此，准确预测的能力也不过如此。

克里斯托弗·戴维斯：有意思的是，这一投资组合于1968年被买进并持有至今且最终跑赢了市场，但它从困境中走出来却耗费了几十年的时间，而成功也仅仅是得益于菲利普·莫里斯公司的优异表现。尽管原则是正确的（过高的股价减损了收益），但是这一案例仍然提醒我们，股票和债券是有区别的。因为股票代表了企业的所有者的权益，从本质上来讲是无限期的；如果你对企业的判断是正确的，那么时间可以降低过高的成本。在一些罕见的案例中（如菲利普·莫里斯公司），在超过40年的时间里一直以两位数的复利增长，从这样的“奇迹”中获利是有可能的。据我所知，在固定收益类投资里并没有这样的机会。

与价值投资相比，成长型投资的重心是寻找制胜投资。然而，如果找不到制胜投资，为何还要忍受揣测未来所带来的不确定性呢？毫无疑

问的是：预见未来比看清现在更加困难。因此，成长型投资者的平均成功率会更低，但是成长型投资者一旦成功，得到的回报有可能会更高。如果能够准确预测出哪家公司将推出最好的新药、最强大的计算机或最卖座的电影，那么由此所带来的收益是相当可观的。

总而言之，如果判断正确，那么成长型投资的上涨潜力更富戏剧性，而价值投资的上涨潜力更有持续性。我选择的是价值投资法。在我的书里，持续性比戏剧性更重要。



如果价值投资具有持续带来理想回报的潜力，是否意味着价值投资很容易？非也。

首先，价值投资取决于对价值的准确估计。如果没有对价值的准确估计，那么对于投资者来说，任何取得持续成功的希望都仅仅是希望。如果没有对价值的准确估计，那么你可能会高价买进你以为的特股。如果你的买价过高，那么只有在价值出乎意料地显著提高、市场强劲或辨别能力更差的买家（我们曾称之为“博傻”）出现时，你才能脱身。

不仅如此。如果你已经选定价值投资法进行投资，并且已经计算出证券或资产的内在价值，接下来还有一件重要的事：坚定地持有。因为在投资领域里，正确并不等于正确性能够被立即证实。

对于投资者来说，持续正确投资很难。而永远在正确的时间做正确的事是不可能的。价值投资者所能期待的最好结果是知道资产的准确价值，并在价格较低时买进。但是今天这样做了，并不意味着明天你就能赚钱。对价值的坚定认知有助于你从容面对这种脱节。

塞思·卡拉曼：在理想的情况下，能够以相当低的价格买进。折价力度越大，安全边际越大。折价力度过小，安全边际有限，它根本无法为投资者提供切实的保护。

假设，你算出某个证券每股价值80美元，而你有一个以每股60美元买进的机会。低于实际价值买进的好机会并不是每天都有，所以你应该对出现这样的机会表示欢迎。沃伦·巴菲特称之为“以50美分买价值1美元的东西”。所以你买进了它，感觉自己做得不错。

乔尔·格林布拉特：我总是告诉我的学生们：“如果你对股票

价值的估计是准确的，那么我保证市场也会认可你的意见。”我从不告诉他们这个时限是几周还是几年。格雷厄姆说，长期来看，市场是一个“称重仪”，即使它在短期内常常表现得情绪化。以我对美国股市的了解，市场要恢复“正确”，通常来说两到三年的时间就足够了。但如果你每天都看报纸，那么日子可就难熬了。

但是，不要寄希望于马上成功。事实上，你往往会发现自己买进的时机是在持续下跌的中途，很快你就会看到损失。正如一句最伟大的投资谚语告诉我们的，“过于超前与犯错是很难区分的”。于是，现在每股价值80美元的市场价格跌到每股50美元而不再是60美元了。你该怎么办？

乔尔·格林布拉特：除非你是真正的抄底（几乎是不可能的），否则在进行投资之后的某个时刻，你终将经历下跌。

霍华德·马克斯：为了提供有价值的点评，我将集中强调4个贯穿全书的重要主题，读者将看到我会在多处引用它们。第一个主题是，大多数投资者对于“害怕看错”认识不足。与所有在挑战性环境中运用技巧的人一样，优秀投资者的成功率远低于100%，相反，却以错误和暴跌为特征。正确的判断不一定立即就能被证实，因此，即使是最顶尖的投资者，也会常常犯错。如果你不习惯这一点，那么你还是改行吧。

我们在微观经济学入门课程中学过，需求曲线是向右下倾斜的；随着价格的上涨，需求数量下降。换言之，价格较高时，需求量较少，价格较低时，需求量较大。这就是商品打折时商店的营业额更高的原因。

需求曲线在大多数情况下都起作用，但在投资领域里似乎远非如此。在投资领域里，当自己持有的证券价格上涨时，许多人会更加喜爱它们，因为他们的决策得到了验证；而当证券价格下跌时，他们开始怀疑自己的决策是否正确，对它的喜爱也随之减少。

这使得持有并继续以更低的价格买进股票（投资者称之为“向下摊平”）变得相当困难，特别是当有证据表明下跌幅度将会比较大的时候。如果价格在每股60美元的时候你喜欢它，那么当价格跌到每股50美元的时候，你应该会更喜欢它……当价格跌到每股40美元、30美元的时候，你对它的喜爱应该会进一步加深。

塞思·卡拉曼：在某些情况下，价值可能是间接的。假设一个封闭式基金在以折价进行交易。如果标的股票下跌了50%，而基金下跌了同样的比值，那么从表现上看，以折价买进是最好的。恰当的分析包含了对标的股权的分析，以确定对股票本身的估价是过高还是过低。

但是，在损失面前人人都会不安，直至最后所有人都产生疑问：“也许是我错了吧？也许市场才是对的？”随后，当人们开始想“股票跌得太厉害了，我最好在它的价格趋于零之前脱身”的时候，危险性达到了顶峰。这是一种导致股票见底的思维……并且会引发抛售狂潮。

不懂利润、股利、价值或企业管理的投资者完全不具备在正确的时间做正确的事情的决断能力。当周围的人都在炒股赚钱的时候，他们不可能懂得：股票价格已经过高，因此要抵制进场的诱惑。市场自由落体的时候，他们也不可能有坚定地持有股票或以极低的价格买进股票的自信。

《非理性繁荣》，2000年5月1日

估价正确却不坚定地持有，用处不大。估价错误却坚定地持有，后果更糟。这句话表明恰到好处是多么困难。



给多数投资者（当然，其中大部分是业余投资者）一剂“真话”血清，然后问他：“你用的是什么投资方法？”答案必然是：“我在寻找能够上涨的东西。”但是，对利润的追求必须建立在更加有形的东西之上。在我看来，最佳选择就是基本面所反映出来的内在价值。对内在价值的准确估计是进行稳定、冷静、有利可图的投资的根本基础。

当价值投资者买进定价过低的资产、不停地向下摊平并且分析正确的时候，就能获得最大收益。因此，在一个下跌的市场中获利有两个基本要素：你必须了解内在价值；同时你必须足够自信，坚定地持股并不断买进，即使价格已经跌到似乎在暗示你做错了的时候。哦，对了，还有第三个基本要素：你必须是正确的。

价格与价值的关系

成功的投资不在于“买好的”，而在于“买得好”。

假设你已经认识到价值投资的有效性，并且能够估计出股票或资产的内在价值，再进一步假设你的估计是正确的。这并未结束。为了知道需要采取怎样的行动，你必须考察相对于资产价值的资产价格。建立基本面——价值——价格之间的健康关系是成功投资的核心。

对于价值投资者来说，必须以价格为根本出发点。事实屡次证明，无论多好的资产，如果买进价格过高，那么都会变成失败的投资。同时，很少有资产会差到以足够低的价格买进都不能转化为成功投资的地步。

克里斯托弗·戴维斯：不过，投资者应该警惕衰退的风险，它会令低价股转化为价值陷阱。

当人们斩钉截铁地说，“我们只买A”或“A是一个很棒的资产类别”时，听起来很像是在说，“我们会以任何价格买进A……无论B、C、D的价格怎样，我们都要先买A。”毫无疑问这是错的。没有任何资产类别或投资具有与生俱来的高收益，只有在定价合适的时候它才具有吸引力。

如果我想把我的车卖给你，那么你会在回答是或否之前问价。没有认真考虑价格是否公平的投资决策就是犯傻。但是，当人们像20世纪90年代买进科技股那样，不经仔细考虑就决定买进某种东西时（或者像20世纪70年代和80年代早期不愿买进垃圾债券那样不愿买进某种东西时），他们就是这么做的。

总而言之，不考虑价格的想法是谈不上好坏的！

《最重要的事》，2003年7月1日

乔尔·格林布拉特：在做每一个投资决策时，个人投资者都需要思考“最重要”的一点。如果没有考虑价格，那么无论一项投资听起来是多么诱人，你都不可能知道它是否就是一项好的投资。

如果以公平价值买进某种东西，那么你可以预期得到将风险因素考虑在内的公平收益，这就是有效市场假说的基本前提——很有道理。但是，积极投资者追求的不是普通的风险调整后的收益，他们需要的是丰厚的收益。（如果公平收益就能令你满足，那么何不被动地投资指数基金以省下一大堆麻烦呢？）所以说，以内在价值买进证券也没有什么大不了的。以超过价值的价格买进证券显然是错误的，因为需要大量艰苦的工作和运气才能使以过高价格买进的东西转化为成功的投资。

还记得我在上一章提到过的“漂亮50投资”吗？在高峰时期，许多大公司的市盈率（股价与每股收益之间的比值）高达80~90。（相比之下，战后股票的平均市盈率一般在15上下。）这些公司的追随者中似乎没有谁为估价过高而担忧。

随后，在短短几年间，一切全都变了。20世纪70年代初，股市降温，在外部因素如石油禁运以及不断增长的通货膨胀的笼罩下，局势变得更加黯淡，漂亮50股票暴跌。80~90的市盈率在几年之间就跌到了8~9，这意味着投资美国最好公司的投资者赔掉了他们90%的资金。人们买的是大公司的股票不假，但他们买进的价格却是错误的。

橡树资本管理公司常说，“好的买进是成功卖出的一半”，意思是说，我们不花太多时间去考虑股票的卖出价格、卖出时机、卖出对象或卖出途径。如果你买得足够便宜，那么最终这些问题的答案是不言而喻的。

乔尔·格林布拉特：许多价值投资者都不擅长确认到底在何时应该卖出股票（很多人卖出过早）。不过，知道何时买进股票能够弥补因为卖出过早而导致的许多错误。

如果你对内在价值的估计是正确的，那么随着时间的推移，资产价格将会与资产价值趋于一致。

乔尔·格林布拉特：把这句话记在心里：当市场出现短期的波

动时，最重要的事情之一，就是记得市场终会回归正确。

公司价值几何？归根结底就是这个问题。单凭创意好或业务好就买进股票是不够的，你必须以合理的价格（或者顺利的话，以特价）买进。

《网络科技泡沫》，2000年1月3日

所有这一切都引向一个问题：价格是怎么来的？为确保价格的正确性，潜在买家应考察什么？考虑基本面价值是毫无疑问的，不过大多数情况下，证券的价格至少还受到其他两个重要因素的影响：心理和技术（也是价格短期波动的主要决定因素）。

大多数投资者（当然包括大多数非职业投资者）对技术知之甚少。技术是影响证券供需的非基本面因素，也就是说，与价值无关。举两个例子：在股市崩盘导致采用杠杆的投资者接到追缴保证金通知，并被迫平仓发生强制卖出；当现金流入共同基金时，投资组合经理就需要买进。在这两个例子中，人们都是在无法顾及价格的情况下被迫进行证券交易的。

相信我，再没有比在崩盘期间从不顾价格必须卖出的人手中买进更好的事了。我们有不少最好的交易都是在这种时候完成的。不过，我还要补充两点建议：

- 你不能以从强制卖家手中买进或把证券卖给强制买家为生；强制卖家和强制买家不是任何时候都有的，他们只在罕见的极端危机和泡沫时期才会出现。
- 既然从强制卖家手中买进是世界上最美妙的事，那么成为强制卖家就是世界上最悲惨的事。所以，把自己的事情安排好，保证自己能够在最艰难的时期坚持住（不卖出）是非常重要的。要做到这一点，既需要长期资本，又需要强大的心理素质。

乔尔·格林布拉特：对于个人投资者来说，这意味着如果你在市场上投入过多或重仓某一特定投资对象，而你不能忍受向下波动期间所带来的痛苦，那么你就可能会成为马克斯之前所提到的强制卖家。

由此，我要谈到第二个对价格产生强大影响的因素：心理。它的重要性怎么形容都不为过。事实上，它是如此重要，以至于我会拿出后面几章的篇幅来探讨投资者心理，以及应对各种心理表现的方法。

确定价值的关键是熟练的财务分析，而理解价格、价值关系及其前景的关键，则主要依赖于对其他投资者的思维的洞察。投资者心理几乎可以导致证券在短期内出现任何定价，而无论其基本面如何。

乔尔·格林布拉特：还是那句话，正如巴菲特所说，最好的投资课会教人如何估价以及如何看待市场价格。认识到价格在短期内会严重偏离价值是关键，了解投资心理，并在出现偏离时从中获利是难点。

最重要的学科不是会计学或经济学，而是心理学。

关键在于弄清当前人们对某项投资的好恶。未来价格的变化取决于未来青睐这项投资的人是更多还是更少。

投资是一场人气竞赛，在人气最旺的时候买进是最危险的。在那个时候，一切利好因素和观点都已经被计入价格中，而且再也不会会有新的买家出现。

霍华德·马克斯：第二个重要主题不是“最重要的事”，而是“最危险的事”。就像大家所看到的，本书将风险放在了第一位，描述了许多令投资陷入险境的事情。通过点评将它们汇总在一起，应该有助于读者识别并避免这些风险。最大的失败——1960年的漂亮50股票，1999年的互联网股票或2006年的次贷工具，它们都有着某种共同之处：找不到缺点。有多种方式可以描述当时的情况：“完美定价”“深受追捧”“无懈可击”。但是，没有什么完美的，事实证明缺点无处不在。当你为完美买单的时候，并没有得到你所预期的结果，相反，在真相大白的时候，你所付出的高价将会令你暴露于风险之下。这是真正的最危险的事情之一。

最安全、获利潜力最大的投资，是在没人喜欢的时候买进。假以时日，一旦证券受到欢迎，那么它的价格就只可能向一个方向变化：上涨。

《识别投资机会的随想》，1994年1月24日

显然，心理学是另一个至关重要且极难掌握的领域。首先，心理是难以捉摸的。其次，给其他投资者带来思想压力并影响其行为的心理因素，同样会作用在你的身上。正如你将在后面几章中看到的，这些力量往往导致人们的行为与成为卓越投资者所必须具备的行为相违背。因此，为了自保，你必须投入时间和精力去了解市场心理。

保罗·约翰逊：这句话对学生来说特别重要，因为他们的经验有限。

从买进证券的那一天起，你就必须了解，基本面价值只是决定证券价格的因素之一，你还要设法让心理和技术为你所用。

霍华德·马克斯：“投资中的人性之道”是至关重要的。它是这样一个领域：卓越的投资者必须保证自身的卓越，因为如果他们像其他人一样，会对心理因素所带来的非理性繁荣做出反应，那么财务分析也不能够保证会带来卓越的表现。因此，我的第三个主题与“控制情感和自我”相关。实现这一点相当困难，因为在投资环境中，一切因素随时都会令投资者在错误的时间做出错误的抉择。我们都是人，所以我们面临的挑战是——如何在相同的条件之下表现得比其他投资者要好。

与认真谨慎的价值投资截然相反的状态是完全无视价格与价值之间的关系，盲目追求泡沫。

所有泡沫都是从重要的事实开始的：

- 郁金香美丽而罕见（在17世纪的荷兰）。
- 互联网将改变世界。
- 房地产能抵御通货膨胀，并且可以永久居住。

几个聪明的投资者发现了（或预见到）这些事实，因此投资获利。其他人随后明白过来——或者只注意到人们在赚钱，于是他们跟风买进，抬高了资产的价格。但是，随着价格进一步上涨，投资者受到发横财的可能性的刺激，对价格是否公平想得越来越少。这是对我曾经描述

过的现象的一种极端再现：某种东西价格上涨时，人们的喜爱程度本应下降，但在投资中，他们的喜爱程度往往会加深。

乔尔·格林布拉特：这不可思议，但事实往往如此。人们被近期表现不错的投资所吸引，也会被近期业绩不错的投资经理所吸引，尽管这与投资经理在未来的表现通常没有太大的联系。

举例来说，2004—2006年，人们可能只考虑关于住宅和公寓的种种利好：实现在美国置业梦想的愿望，为抵御通货膨胀，抵押贷款很划算而且还贷金额可以免税，最后达成了“房价只会上涨”的公认智慧。大家都知道公认的智慧带来了什么结果。

另一个臭名昭著的“稳赚不赔”的想法是什么呢？在科技泡沫时期，买家从不担心股价是否过高，因为他们相信有人愿意花更多的钱从他们手上买进。遗憾的是，博傻理论也有失灵的时候。价值最终开始发挥作用，此时接手的人不得不承担后果。

- 股票背后的利好可能是真的，但是，如果你买进的价格过高，那么你仍然会遭受损失。

- 利好以及似乎人人都享有的丰厚利润，最终会让那些起初抵制的人投降并买进。

- 当最后一个人坚持不住变成买家的时候，股票或市场就到“顶”了。到顶时间往往与基本面的发展无关。

- “价格过高”和“下一步将下跌”完全是两个意思。证券价格可能会过高并且维持相当长的一段时间……甚至会进一步上涨。

- 无论如何，价值最终会发挥作用。

《网络科技泡沫》，2000年1月3日

乔尔·格林布拉特：再读一遍最后一条！

保罗·约翰逊：这些要点非常正确，但是在陷入狂热冲动或泡沫的时候，要想掌握它们是有挑战性的。

问题是在泡沫时期，“有吸引力”变成了“在任何价格时，都有吸引力”。人们常说，“它不便宜，不过我认为它会继续上涨，因为流动性是过剩的”（或许多其他理由）。换句话说，他们说的是“它已经被充分估

价了，但是，我认为价格会变得更高”。在这样的基础上买进或持有是极其危险的，但泡沫就是这样形成的。

在泡沫时期，对市场势头的迷恋取代了价值和公平价格的概念，贪婪（加上在其他入似乎大发横财时旁观的痛苦）抵消了所有本应占据主导地位的智慧。

总而言之，我相信从真实价值出发的投资方法是最可靠的。相比之下，指望依赖价值以外的东西获利（比如靠泡沫获利）可能是最不可靠的方法。



思考以下可能的投资获利途径：

- 通过资产内在价值的增长获利。问题是价值的增长难以准确预测。此外，对于增长潜力的共识通常会推高资产价格，这意味着除非你有与众不同的高见，否则很有可能已经在为潜在的价值提升买单了。

在某些投资领域 [最明显的是私募股权（买进公司）和房地产]，“主导投资者”能够通过积极管理致力于提高资产价值。这样做是值得的，但这是一个长期而不确定的过程，并且需要大量的专业知识。取得进步有可能是非常困难的，比如在一个已经不错的公司里便是这种情况。

- 使用杠杆。这里的问题是，使用杠杆（借入资本买进证券）不会使投资变得更好，也不会提高获利概率。它只是把可能实现的收益或损失扩大化。这个方法还引入了全盘覆灭的风险：如果投资组合没有满足合同价值，那么在价格下跌以及流动性降低时，贷方可以要求收回资金。多年以来，杠杆一直与高收益相关，但它同样与最引人注目的暴跌与崩盘紧密联系在一起。

保罗·约翰逊：这是第4章最重要的内容之一，是年轻的投资者以身涉险都难以学会的。

- 以超过资产价值的价格卖出。每个人都希望出现一位愿意高价买进他想卖出的资产的买家。不过，显然你不能指望这样的买家会按照你的意愿出现。与定价过低的资产涨到其公平价值不同，公平定价或过高定价的资产的增值建立在买家的非理性基础上，因此是

绝对不可靠的。

• 以低于价值的价格买进。在我看来，这才是投资的真谛——最可靠的赚钱方法。以低于内在价值的价格买进，然后等待资产价格向价值靠拢，这并不需要多么特殊的才能，只需市场参与者清醒过来面对现实即可。当市场运作正常的时候，价值就会强势拉升价格。

乔尔·格林布拉特：市场总有一天会正常运转并恢复“正确”。

再好好地读一读马克思的话吧，这些话非常有用。

保罗·约翰逊：在这里，马克思清晰地描述了价值投资背后的简单之美。以正确的价格买进是价值投资里比较困难的部分。一旦能以正确的价格买进，那么何时上涨以及市场里其他投资者的反应，都无须多虑。

在所有可能的投资获利途径中，低价买进显然是最可靠的一种。不过，即使这样也未必一定奏效。你可能错误估计了当前价值，或者可能会出现降低价值的事件，或者你的态度与市场的冷淡导致证券以更低的价格出售，或者价格与内在价值达到一致所需的时间比你可以等待的时间要长，正如凯恩斯指出的，“市场延续非理性状态的时间比你撑住没破产的时间要长”。

低于价值买进并非万无一失，但它是我们最好的机会。

霍华德·马克思：害怕看错的恐惧：即使判断是正确的，但最终使之实现所需要的时长对许多投资新手来说也是一个不小的打击。拥有对内在价值的坚定看法有一个最重要的作用——坚定信念：它支撑你坚守下去，直到市场认可你的意见并正确定价资产。

理解风险

风险意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。

埃尔罗伊·迪姆森

投资只关乎一件事：应对未来。没有人能够确切地预知未来，所以风险是不可避免的。因此，应对风险是投资中一个必不可少的（我认为根本的）要素。找到即将上涨的投资并不难。如果你能找到足够多，那么你可能已经在朝着正确的方向前进了。但是，如果你不能正确地应对风险，那么你的成功是不可能长久的。第一步是理解风险。第二步是识别风险。最后的关键性一步，是控制风险。风险问题复杂而重要，我会拿出三章来对它进行全面的剖析。

保罗·约翰逊：马克斯在第5章至第7章中对风险的探讨，是我在众多投资类书籍中看到过的最全面、最完整的论述，也是我见过的所有讨论或出版物中描述得最清晰的论述。我认为这三章是本书最精华的部分。

为什么说风险评估是投资过程中必不可少的要素呢？有三个有力的理由。

第一，风险是一件坏事，大多数头脑清醒的人都希望避免风险或使其最小化。金融理论中的一个基本假设是，人的本性是想规避风险，意即他们愿意承受更低而不是更高的风险。因此，投资者在考虑某项投资时，首先必须判断投资的风险性以及自己对于绝对风险的容忍度。

第二，在考虑某项投资时，投资决策应将风险以及潜在收益考虑在内。出于对风险的厌恶，投资者必须被诱以更高的预期收益才会承担新

增风险。简而言之，如果美国政府的中期债券和小企业的股票都有可能达到7%的年收益率，那么人人都会抢购前者（从而抬高价格并降低预期收益）而抛售后者（从而拉低价格并提高收益）。这一相对价格的调整过程被经济学家称为“均衡”，使得预期收益与风险相匹配。

因此，除了确定自己是否能够容忍伴随投资而产生的绝对风险，投资者的第二项工作是确定投资收益是否与所承担的风险相称。显然，收益只是投资时需要考虑的一个方面，而风险评估则是必不可少的另一个方面。

第三，在考虑投资结果时，收益仅代表收益，评估所承担的风险是必需的。收益是通过安全的还是有风险的投资工具得到的？是通过固定收益证券还是股票得到的？是通过投资大型、成熟的企业得到的，还是通过投资小型、不稳定的企业得到的？是通过投资流动性股票和债券得到的，还是通过投资流动性欠佳的私募股权得到的？是利用杠杆还是没有利用杠杆得到的？是通过集中化投资组合还是多元化投资组合得到的？

投资者拿到报表，发现自己的账户当年赚到10%的收益时，想必无从判断投资经理的业绩是好是坏。为了做出判断，他们必须对投资经理所承担的风险有一定的了解。换句话说，他们必须清楚“风险调整后收益”的概念。

乔尔·格林布拉特：然而，许多个人投资者和机构投资者的决策都以这一既不具备判断价值又不具备预测价值的数字为基础。

关于风险与收益之间的关系，在投资界有一个广泛应用的图示（见图5-1）。它是一条倾斜向上的“资本市场线”，表明了风险与收益之间的正相关关系。市场努力使风险更高的资产看起来能够提供更高的收益。不然的话，谁会买呢？

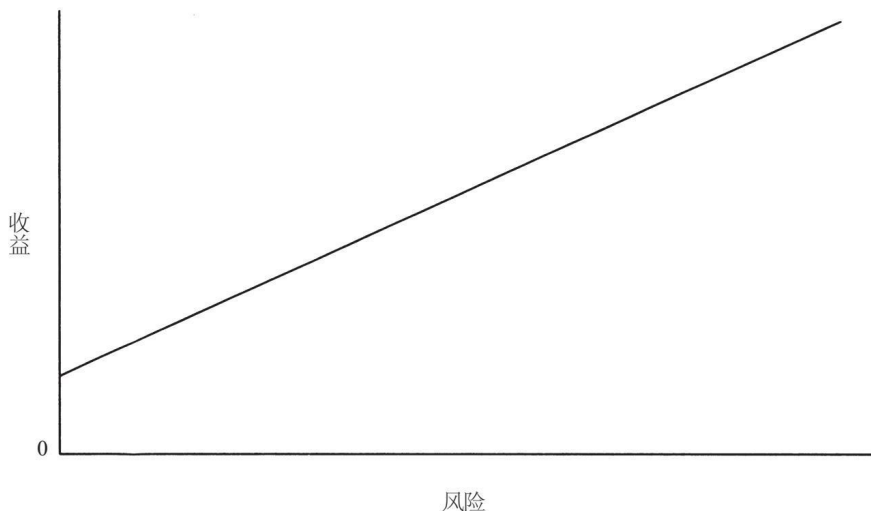


图5-1 风险——收益曲线图I

我们所熟知的风险——收益关系图是简约而优雅的。遗憾的是，许多人从中得出一个错误的结论，并因此而身陷困境。

尤其是在经济繁荣时期，你会听到太多的人在说：“高风险投资带来高收益。要想多赚钱，就去承担更高的风险吧。”然而，靠更高风险的投资来获得更高的收益是绝对不可能的。原因何在？很简单：如果更高风险的投资确实能够可靠地产生更高的收益，那么它就不是真的高风险了！

正确的表述是：为了吸引资本，风险更高的投资必须提供更好的收益前景、更高的承诺收益或预期收益，但绝不表示这些更高的预期收益必须实现。

我对资本市场线的认知方式使我较为容易地将其背后涉及的所有关系联系起来（见图5-2）。

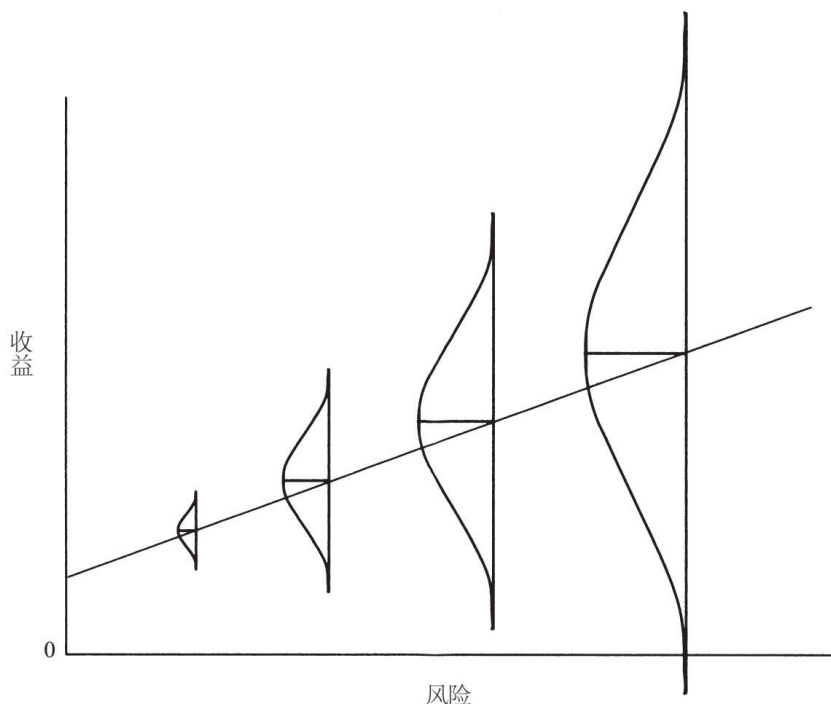


图5-2 风险——收益曲线图II

乔尔·格林布拉特：这张图有助于直观地观察风险与收益的关系。考虑未来收益的概率分布有助于提醒我们记得：在现实中，收益概率并不是呈正态分布的。

霍华德·马克斯：投资需要我们去应对未来。如果未来是可知的，那么投资也不会有太大的挑战性（因此也不会太有利可图）。因为未来是不可知的，所以我的最后一个关键主题围绕着理解不确定性的重要性而展开。上图说明了“更高风险”投资的本质。更高风险的投资与不确定性增加、损失概率增大相关。

更高的投资风险导致更加不确定的结果。也就是说，收益的概率分布更广。当定价公平时，风险较高的投资意味着：

- 更高的预期收益。
- 获得较低收益的可能。
- 在某些情况下，可能会损失。

传统的风险——收益曲线图（图5-1）具有误导性，它虽然表现

了风险与收益之间的正相关关系，却没有表现出其中所涉及的不确定性。它对承担更高的风险便能赚更多钱的坚定暗示，已经给许多人造成了极大的痛苦。

保罗·约翰逊：马克斯对于风险与收益之间的关系的探讨可谓重要而清晰，图5-1与图5-2之间的比较尤为明了。图5-2体现了马克斯非同一般的洞察力，提供了一种比常见的图5-1更清晰、更准确的方法，来看待风险与收益之间的关系。

我希望我的曲线图更有帮助。它既表明风险和预期收益之间的正相关关系，又表明收益的不确定性以及随着风险的增加而加大的损失概率。

《风险》，2006年1月19日

保罗·约翰逊：说得真好！马克斯对“风险等于波动性”的摒弃受到了一些专家和实践者的推崇。同时，马克斯给“风险”下了一个更加深刻的定义。

乔尔·格林布拉特：将资本永久亏损的风险比作潜在回报，是投资最重要的概念之一。然而，马克斯指出，许多金融理论认为风险只是用以衡量收益的相对波动性——这样的观点并不正确，不符合大多数投资者对于风险的认知。



接下来，我们的主要任务是定义风险。风险究竟是什么？我们可以通过它的近义词——危险、冒险、危害、极大危险来了解。它们听起来似乎都是风险的近义词，并且相当不受欢迎。

然而，金融理论（提出图5-1所示的风险——收益曲线图及风险调整概念的同一理论）却将风险明确地定义为波动性（或易变性、偏差）。这些词当中没有一个能够表达出“危险”的必然含义。

在学者看来，风险等于波动性，因为波动性表明了投资的不可靠性。我对这一定义不敢苟同。

我认为，学者们（自觉或不自觉地）出于方便起见，才选择了以波动性指代风险。他们需要一个可计算的、客观的、能够查明来龙去脉的数字。波动性符合他们的要求，而大多数风险类型不符

合。这一切的问题在于，我并不认为波动性就是大多数投资者所关心的风险。

风险有许多种……而波动性可能是与之最无关的一个。理论认为，投资者会从波动性更大的投资中要求更高的收益。但是，如果波动性更高的投资有可能产生更高的收益，那么在市场设定投资价格时，一定会有人对这种关系有需求，但我却从未遇到过这样的人。我从未听到任何人在橡树资本管理公司（或在其他地方）说过“我不会买进它，因为它的价格可能出现巨大波动”，或“我不会买进它，因为它有可能出现季度性下跌”。因此，我很难相信波动性就是投资者在设定价格和预期收益时需要考虑的风险。

我认为，人们拒绝投资的主要原因是他们担心亏本或收益过低，而不是波动性。在我看来，“我需要更多的上涨潜力，因为我怕赔钱”比“我需要更多的上涨潜力，因为我怕价格会出现波动”要合理得多。是的，我确信“风险”就是——首要的是——损失的可能性。

《风险》，2006年1月19日

永久性损失的概率是我、橡树资本管理公司以及我所认识的每一位实际投资者所担心的风险。此外，你还应对许多其他类型的风险有所了解，因为它们能够对你或别人产生影响，从而为你带来获利的机会。

保罗·约翰逊：我可以肯定地说，造成资本永久性亏损的风险是唯一需要担心的风险。

投资风险有多种形式。很多风险对某些投资者来说干系重大，对其他投资者则不；它们会使某项投资对某些投资者来说是安全的，对其他投资者来说则是危险的。

- 不达标——投资者有不同的需求，对于投资者来说，需求没有得到满足便造成了风险。一位退休高管可能需要4%的年收益率来支付账单，而6%的年收益率就是一笔意外之财。但是，对于养老基金来说，年均8%的收益率是必需的，长期保持6%的收益率就会造成严重的风险。显然风险是个体化和主观性的。某项投资对一些人来说是有风险的，对其他人则不是。因此，它不可能是“市场”为要求更高预期收益补偿的那种风险。

- 业绩不佳——假设投资经理知道，无论客户账户的表现有多好，未来也不会有多少收益，但是显然，如果客户账户的表现跟不上某些指数的表现，就会失去这个客户。这就是“基准风险”，投资经

理可以通过模仿指数的方式来消除它。但是，每一位不愿放弃优异表现、选择追求不同于指数投资目标的投资者，都会经历业绩欠佳的时候。事实上，因为许多最好的投资者强势坚持自己的方法（又因为没有任何方法是永远奏效的），所以最好的投资者也可能会出现业绩不佳的时候。特别是在狂热时期，训练有素的投资者是不愿冒跟风的风险的。（例如1999年的沃伦·巴菲特和朱利安·罗伯逊。在那一年，业绩落后是一种勇气的象征，因为它代表着对科技泡沫的拒绝。）

乔尔·格林布拉特：2000年以后，在投资业绩名列前茅的投资经理中，有79%的投资经理至少有三年的时间排名靠后。（来源：戴维斯投资顾问公司）大多数投资者会追逐热门基金，而不会跟随短期业绩不佳的投资经理。

- 职业风险——这是业绩不佳风险的一种极端形式：当资金管理者与资金所有者是不同的人时，风险就产生了。在这种情况下，经理（或“代理人”）可能不会太关心收益，因为他们不参与分成，但他们会极端恐惧可能导致自己失业的损失。言外之意很明显：可能会不利于收益从而导致代理人被解雇的风险，是不值得承担的。

- 不蹈常规——同理，与众不同是有风险的。比起非常规投资失败所致的被解雇的可能性，交出平均成绩可能令资金管理者更为舒服，无论这一业绩所代表的绝对价值是多少……对这一风险的担忧使得许多人与优异业绩擦肩而过，但同时它也为那些敢于与众不同的人创造了非常规的投资机会。

- 流动性低——如果投资者需要一笔钱在三个月内做手术或在一年内买房，那么他就不能进行届时没有折现把握的投资。因此，对该投资者来说，风险不仅仅是损失或波动性，或上面提到的任何风险。它是一种无法在需要的时候以合理的价格将投资转化为现金的风险，也是一种个体化风险。

《风险》，2006年1月19日

现在，我要花一点儿时间来探讨导致损失风险的原因。

首先，基本面弱未必导致损失风险。基本面弱的资产——业绩欠佳企业的股票，投机级债券或选址错误的建筑——如果买进它的价格足够低，那么它也能成为一项非常成功的投资。

其次，风险可能在宏观环境并未走弱时出现。自负、对风险的无知和放任以及一点点发展的不利结合到一起，便足以带来灾难。灾难有可能发生在任何没有花费时间和精力去理解自己投资组合的基本过程的人身上。

损失风险主要归因于心理过于积极，以及由此导致的价格过高。投资者倾向于将动人的题材和时髦的概念与高潜在收益联系在一起。他们还期望从近期表现不错的股票上得到高收益。这些热门投资可能暂时会实现人们的期望，但是毫无疑问，它们也蕴含着高风险。它们被人群的兴奋推高到我称之为“盲目跟风”的地步，它们提供了持续高收益的可能性，但同时也存在低收益或负收益的可能性。

霍华德·马克斯：最危险的事：最危险的投资状态通常源于过于乐观的心理。因此，损失的发生未必源于基本面的恶化，下调投资者的预期即可避免。高价往往会因自重而崩溃。

理论认为，高收益与高风险相关，因为前者因补偿后者而存在。但是，务实的价值投资者的感觉恰恰相反：他们相信，在以低于价值买进证券的时候，高收益、低风险是可以同时实现的。同样，价格过高则意味着低收益、高风险。

单调的、被忽视的、可能遭到冷落和打压的证券——通常正因为它们的表现不好而成为低价证券——往往成为价值投资者青睐的高收益证券。这类证券以低波动性、低基本面风险以及在市场不利时损失更低为特征，虽然在牛市中它们很少能有出类拔萃的收益，但它们的平均表现普遍良好，比“热门”股票的收益更加稳定持久。在大多数情况下，这类貌不惊人的低价证券最大的风险是有可能在牛市中表现落后。不过，具有风险意识的价值投资者是愿意承担这种风险的。



我相信我们都同意，投资者也应该必须要求他们认为风险更高的投资提供更高的预期收益。我们有望达成一致的是，损失风险是人们在要求预期收益以及设定投资价格时最关心的风险。于是，一个重要的问题来了：如何衡量损失风险呢？

首先，显然有一个见仁见智的问题：对未来做出有理有据的估计是有可能的，但估计始终只是估计。

其次，量化标准是不存在的。对于任何特定投资，都会有一些人认为风险较高，而另一些人则认为风险较低。有人将风险称为“不赚钱的可能性”，有人则将其称为“损失一定比例资金（诸如此类）的可能性”。有人认为它是时限一年的损失风险，有人则认为它是跨越整个持有期的损失风险。显然，即使将一项投资的所有相关投资者都集中到一个房间里研判，他们也永远不可能商定出一个能够代表投资风险的数字。即使能，他们给出的数字与另一组投资者为另一项投资给出的数字也不太可能有可比性。这就是为什么我说风险和风险——收益决策不能被“机加工”，即不能移交给计算机去做的原因之一。

60多年前，本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在价值投资者的圣经《证券分析》再版时，做了如下表述：“不同投资与其发生损失的风险之间的关系很不确定、很容易发生变动，因此也无从引入有效的数学计算公式。”

再次，风险是有欺骗性的。常规性事件很容易估计，如反复发生的事件将有再次发生的可能。但是，反常的、千载难逢的事件很难被量化。投资易受偶发的、严重的风险影响，我称之为“不可能的灾难”。这一事实表明，实际风险可能比看上去更为危险。

总而言之，前瞻性研究表明，多数风险都具有主观性、隐蔽性和不可量化性。

如此一来，我们会面临什么样的情况呢？如果损失风险是无法被衡量、被定量甚或无法被观察的——如果它还是主观性的——那么该如何应对它呢？训练有素的投资者对于在特定环境中出现的风险是有自己的判断的。他们判断的主要依据是价值的稳定性和可靠性，以及价格与价值之间的关系。当然，其他依据也会被纳入他们的考虑范围，但其中的大部分可归结为以上两个因素。

近来有许多使风险评估更加科学化的努力。金融机构已经开始常规性聘请独立于资产管理团队之外的“风险经理”，并且已经采用计算机模型（如“风险价值模型”）来衡量投资组合风险。但是，这些人及其工具得到的结果并不比其所依赖的原始数据、输入数据的处理方法好。在我看来，他们永远比不上最好的投资者的主观判断。

考虑到损失概率的定量难度，希望客观衡量风险调整后收益的投资者——这样的人很多——只能求助于所谓的夏普比率。它是投资组合的超额收益（高于“无风险利率”或短期国债利率的收益）与收益标准差之

间的比值。这种计算方法对于交易和定价频繁的公开市场证券似乎是适用的，它具有一定的合理性，是我们现有的最好的方法。尽管夏普比率没有明确涉及损失的可能性，但是有理由相信基本面风险较高的证券，其价格波动性高于比较安全的证券，因此夏普比率与损失风险有一定的相关性。对于缺乏市场价格的私人资产——如房地产和整家公司——则没有主观风险调整的替代指标。

乔尔·格林布拉特：类似的，索提诺比率（Sortino Ratio）不太适用于既有上行波动又有下行波动的双向波动，而是更适用于下行波动。不过，这两个指标都能很好地衡量未来损失的风险。

几年前，在思考前瞻性风险衡量难度的同时，我意识到，由于其隐蔽性、不可量化性及主观性，投资风险——损失的可能性——也无法用回顾性方法及演绎推理法来衡量。

假设你做了一项如愿以偿的投资，这是否意味着这项投资没有风险呢？也许你以100美元买进了某种东西，一年后以200美元卖出。这项投资有风险吗？谁知道呢？或许它曾经令你暴露于巨大的但未实现的潜在不确定性之下。如果是这样的话，那么它的风险可能很高。或者假设投资产生了损失，这是否意味着这项投资有风险呢？是否应该在分析并进行投资的时候就认为投资是有风险的呢？

想想看，其实问题的答案很简单：某件事情（在这里指的是损失）的发生并不意味着它是必然发生的，某件事情没有发生也不意味着它是不可能发生的。

在我看来，纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的《随机漫步的傻瓜》是解决这个问题的权威。在书中，塔勒布探讨了可能发生却没有发生的“未然历史”。在第16章中还有更多关于这本重要著作的内容，但是我现在感兴趣的是，未然历史的概念与风险是如何联系的。

塞思·卡拉曼：这也可能就是一流管理的高明之处。精明的投资经理会预先了解许多可能威胁其业务的风险，并采取行动减轻或避免这些风险。而愚钝的投资经理则会忽视风险或不能及时采取行动，从而给公司招致本可避免的损失。

在投资领域里，一个人靠一次杰出的成功投资或一个极端但最终正确的预测就能活很多年。但是，一次成功能证明什么呢？在市场繁荣的时候，最好的成果往往由那些承担最高风险的人取得。他们是能聪明地预感到繁荣期的到来并利用 β 系数积累财富的投资者，或者只是天性爱冒险且态度积极的人，正好赶上了好时间？简单地说，在我们这个行业中，人们因为错误的原因而正确预测的频率有多高？纳西姆·尼古拉斯·塔勒布将这些人称为“幸运的傻瓜”，显然，短期内很难将他们与训练有素的投资者区别开来。

关键在于，即使平仓后，想弄清楚投资有多少风险也是不可能的。当然，成功的投资并不意味着没有风险，反之亦然。对于一个成功的投资而言，你如何知道好结果是必然的，还是仅有1%的概率（大部分结果都不令人满意）？失败的投资亦是如此：我们如何确定它是一个合理但运气不佳的冒险，或者只是一种受到应有惩罚的胡乱下注？

投资者是否很好地估计了投资所包含的风险？这是另一个难以回答的好问题。需要一个例子吗？想想天气预报员吧。他说明天有70%的下雨概率。下雨了，他是对了还是错了？没有下雨，他是对了还是错了？除非经过大量试验，否则，除0和100以外，概率的准确性是无法评估的。

《风险》，2006年1月19日

这令我想到本章开篇所引用的埃尔罗伊·迪姆森的话：“风险意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。”接下来，我们要讨论的是风险纯哲学的一面。

霍华德·马克斯：了解不确定性：迪姆森的名言提示了我们一个非常简单的概念：在未来，很多事情都是有可能发生的。我们不知道哪个可能性会变为现实，这一不确定性加大了投资的挑战性。“单一情境”投资者会忽略这一事实，他们会简单地考虑未来的单一偶然结果，并期待在此基础上得到良好收益。

或许你还记得本章的开篇句——投资只关乎一件事：应对未来。不过，显然我们不可能“知道”关于未来的任何事情。如果我们有远见，那么我们可以对未来结果的范围及其发生的相对概率有一定的了解——也就是说，我们能构建粗略的概率分布。（相反，如果我们没有远见，那么我们就不会知道这些东西，构建概率分布就只能靠猜想。）

霍华德·马克斯：了解不确定性：多结果可能性意味着我们一定不能只考虑未来的单一结果，而是要考虑一系列的可能性。最好是有个概率分布——既能概括概率，又能描述概率之间的相关性。我们必须全盘考虑，而不只是考虑最有可能实现的一种情况。在投资者忽略了极低概率事件的情况下，容易出现一些最重大的损失。

如果对未来有一定的认识，我们就能判断出哪些结果最可能发生、哪些结果有可能发生，以及可能的结果的分布范围，继而得出“预期结果”。预期结果由每个结果的发生概率加权而来，它能表明许多未来可能发生的情况——但并非全部。

即使我们知道概率分布情况，知道哪些结果是最有可能发生的，也知道预期结果是什么——即使我们的预期相当正确——我们所知道的也只不过是概率或趋势。我常与我的好朋友布鲁斯·纽伯格玩几个小时的金拉米和十五子棋。我们乐此不疲地把时间消耗在胜算绝对可知的扑克和色子上这一事实，证明了随机性的重要作用，从而进一步证明了概率的变幻莫测。布鲁斯曾经做过精彩的总结：“概率与结果之间存在巨大的差异。可能的事情没有发生（不可能的事情却发生了）向来如此。”这是你应该知道的关于投资风险最重要的事之一。

乔尔·格林布拉特：在考虑投资组合时要牢记，极低概率事件会影响到你的大部分投资。

虽然现在讨论的是概率分布，但我想花些时间专门谈一谈正态分布。显然，投资者需要对未来事件做出判断。为此，我们先选定一个我们认为事件可能会围绕它而聚集的中心值。这个值可能是平均值或者期望值（预期发生的平均结果），可能是中位数（高于它和低于它的结果各占一半），也可能是众数（唯一最可能的结果）。不过，想要应对未来，只有一个核心期望值是不够的，我们必须了解其他可能的结果及其发生的概率。我们需要一种能够描述所有概率的分布形式。

多数围绕某一中心值聚集的现象（如人的身高），构成了人们所熟知的钟形曲线：某个特定观察对象发生的概率在正中间达到峰值，并向两端（即尾部）逐渐变弱。可能身高5英尺[1]10英寸[2]的人最多，5英尺9英寸或5英尺11英寸的人略少一些，5英尺3英寸的人或6英尺5英寸的人更少一些，4英尺8英寸或4英尺7英寸的人几乎没有。标准分布不是

逐一列举每个观察对象发生的概率，而是提供了一种概括概率的简便方法，如此一来，少许统计数字便能够告诉你关于未来你必须知道的一切。

最常见的钟形分布被称为“正态”分布。但是，人们往往将钟形分布和正态分布混为一谈，其实二者是不一样的。前者是一种分布类型，而后者是具有明确统计特性的特殊的钟形分布。未能将两者正确地区分，无疑是造成近期信贷危机的重要原因。

在危机发生前的那几年，金融工程师，或称为“宽客”（quant），在创造和评价金融产品（如衍生品）及结构性产品中扮演了重要的角色。多数情况下，他们会假定未来事件呈正态分布。但是，正态分布假设的是尾部事件极少发生，而金融事件的分布（由具有情感驱动极端行为倾向的人所决定）或许应被理解为具有“胖”尾。因此，当大规模抵押贷款违约发生时，本来被认为不可能发生在抵押贷款相关性金融工具上的事件开始频繁地发生。在正态分布基础上构建金融工具的、没有太多余钱应对“尾部事件”（有些人可能会借用纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的术语“黑天鹅”）的投资者，往往会遭遇失败。

既然当前的投资已经如此依赖高等数学，我们就不得不警惕人们错误地将简单假设应用到复杂世界中的情况。量化往往使某些不该被轻信言论获得过高的权威，即有可能会造成麻烦。



理解风险的关键是，风险在很大程度上是一个见仁见智的问题。即使是在事件发生之后，也很难对风险有明确的认识。当你看到一位投资者在经济不景气的时候比另一位投资者损失得少时，你可能得出这个投资者所承担的风险较小的结论。或者当你注意到一项投资在特定环境下比另外一项投资令你损失更严重时，你可能因此会认为它的风险较大。这些结论一定是正确的吗？

平心而论，我认为投资表现是一系列事件——地缘政治的、宏观经济的、公司层面的、技术的、心理的——与当前的投资组合相碰撞的结果。迪姆森的话可以解释为：未来有多种可能性，但结果却只有一个。你得到的结果对你的投资组合可能有益，也可能有害，这可能取决于你的远见、谨慎或者运气。你的投资组合在一种情况下的表现与它在其他可能发生的“未然历史”下的表现毫不相干。

保罗·约翰逊：完全理解这一观点，会让你向理解投资表现迈进一大步。它对投资理念有着重要的影响。

- 一个能够经受住99%概率考验的投资组合可能会因剩下的1%概率的实现而垮掉。从结果上看，这个投资组合一直存在风险，尽管投资者已经相当谨慎。

- 另外一个投资组合也许有一半可能表现良好，而另一半可能表现很差。但是一旦理想环境成为现实，投资组合成功，那么旁观者就会断定它是一个低风险投资组合。

- 第三个投资组合的成功完全取决于异常事件的发生，但是一旦事件真的发生了，冒进就会被误认为是稳健的或具有远见的。

收益本身（尤其是短期收益）不能说明投资决策的质量。评估收益时必须相对于实现收益所承担的风险。然而，风险是无法衡量的。当然，风险不可能以某一时刻“所有人”的话为基础来衡量。只有老练的、经验丰富的第二层次思维者才能判断出风险。



以下是对理解风险的总结：

投资风险在很大程度上是事先观察不到的——除了那些拥有非凡洞察力的人——甚至在退出投资之后也是如此。正因如此，我们见到过的许多金融大灾难都未能被成功地预测，人们也未能很好地管理风险。原因有几个：

- 风险只存在于未来，而未来会怎样是不可能确定的……当我们回顾过去时，是不存在不确定性的，但是这种确定性并不表示产生结果的过程是确定而可靠的。在过去的每种情况下，都存在发生许多事件的概率，最终只有一个事件发生的事实低估了实际存在变化的可能性。

- 承担风险与否的决策建立在常态再现的期望之上。在大多数情况下，确实如此。但是，异常事件时有发生……不可能的事件也偶有发生。

- 预测倾向于围绕历史常态而聚集，仅容许微小的变化……关键是，人们通常会预测未来与过去相似，而对潜在的变化估计不足。

- 我们常听说对“最坏情况”的预测，但是，结果往往显示预测的程度还不够坏。讲讲我父亲的故事吧。他是一个经常输钱的赌徒。一天，他听说有一场只有一匹马参加的比赛，于是把付房租的钱都拿去下注了。然而，在赛程进行到一半的时候，那匹马跳过护栏逃跑了。事情总比人们预想的更糟。或许“最坏情况”只意味着“我们过去见过的最坏情况”，但它并不代表未来事件不可能更糟。2007年的恶劣形势超出了许多人的最坏情况预测。

- 风险不是一成不变的。假如我们说每年有“2%的抵押贷款违约”，那么，即使多年平均值的确如此，但是在任何时间点都有可能出现导致一种结构性金融工具覆没的、不同寻常的大规模违约事件。总会有投资者（特别是高杠杆投资者）无法在这种时候生存下来。

- 人们高估了自己判断风险的能力，以及对未曾见过的投资机制的理解能力。从理论上来说，人与其他物种的区别之一，是我们不必亲身经历某件事情便能知道它的危险性。我们不需要通过烧伤自己来验证我们不应坐在滚烫的火炉上这一事实。但是在牛市中，人们往往会丧失这种能力。他们不是去识别未来的风险，而是倾向于高估自己对金融新发明的理解力。

- 最后，也是最重要的一点，大多数人将风险承担视为一种赚钱途径。承担更高的风险通常会产生更高的收益。市场必须设法证明实际情况似乎就是这样，否则人们就不会进行高风险投资。但是，市场不可能永远都以这样的方式运作，否则高风险投资的风险也就不复存在了。一旦风险承担不奏效，它就会完全不起作用，直到这时人们才会想起风险究竟是怎么回事。

《这一次没有什么不同》，2007年12月17日

霍华德·马克斯：了解不确定性：投资需要我们对未来做出决策。通常，我们会假设未来与过去有相似之处。但并不意味着，结果的分布永远是相同的。小概率和极小概率事件也是有可能发生的，难以预测的结果会迅速地出现（并走向极端）。对不确定性的错误估计是使投资者陷入困境的一大原因。

[1] 1英尺=30.48厘米。——编者注

[2] 1英寸=2.54厘米。——编者注

识别风险

我相信，因为现在的体系过于稳定，所以我们要用更多的杠杆和风险承担来降低它的稳定性。

迈伦·斯科尔斯

人们普遍认为，风险在经济衰退以及经济由盛转衰时增大。与此相反，认为风险在经济上升时增加，并且随着经济失衡的扩大在衰退期化为现实的想法，可能更为有益。

安浩德

无论基本面有多好，人类的贪婪与犯错倾向都会把事情搞得一团糟。

杰出的投资需要创造收益和控制风险并重，而识别风险是控制风险的绝对前提。

我希望我已经说清楚了我所认为的风险是什么（以及不是什么）。风险意味着即将发生的结果的不确定，以及不利结果发生时损失概率的不确定。接下来的重要步骤是描述风险识别的过程。

保罗·约翰逊：这是我所见过的最清晰、最精确的风险定义。马克斯成功地把它解释清楚了。

识别风险往往从投资者意识到掉以轻心、盲目乐观并因此对某项资产出价过高时开始。换句话说，高风险主要伴随着高价格而出现。无论是对被估价过高从而定价过高的单项证券或其他资产，还是对在看涨情绪支持下价格高企的整体市场，在高价时不知规避反而蜂拥而上都是风险的主要来源。

乔尔·格林布拉特：买价过高是造成亏损的一个主要原因，暂且不论其他风险，如波动性或分散投资程度。

霍华德·马克斯：最危险的事：最大的风险并不是来自低质量或高波动性，而是来自买价过高。这并不是假想的风险，而是活生生的现实。



理论家认为收益和风险是两码事，尽管二者有相关性；而价值投资者认为高风险和低预期收益不过是同一枚硬币的两面，二者都主要源自高价格。因此，洞察价格与价值之间的关系——无论对单项证券还是整体市场来说——是成功应对风险的重要组成部分。

克里斯托弗·戴维斯：买价过高既加大了风险又降低了收益。

当市场被推高，以致价格意味着更多的损失而不是潜在回报时，风险就增加了。应对风险从识别风险开始。

乔尔·格林布拉特：对于价值投资者来说，错误估价的风险是这一思维过程的组成部分。

从向上倾斜的资本市场线来看，潜在收益增长代表了对新增风险承担的补偿。除了那些能够创造“ α 系数”或能够找到使用 α 系数的投资经理的人，投资者不应期望在不承担新增风险的情况下获得增值收益。若要承担新增风险，必须要求风险溢价。

但是，在市场兴衰的某些时间点上，人们通常会忘记这一事实而承担过多的风险。简而言之，在牛市中——通常是在牛市已经持续一段时间的时候——人们往往会说：“风险是我的朋友。承担的风险越多，收益就越大。给我更多的风险吧。”

霍华德·马克斯：最危险的事：过高的价格源于投资者过于乐观的预期，投资者过于亢奋的情绪往往是由于缺乏风险规避的意识。懂得风险规避的投资者清楚亏损的隐患，并且会以合理的价格来补偿其所承担的亏损隐患。当投资者未能采取足够的风险规避措施时，他们就需要承担过高的价格。

事实上，风险容忍是成功投资的对立面。当人们不再担心风险的时候，他们会在不要求补偿的情况下接受风险……风险溢价便不复存在。这是一种简单而必然的关系。当投资者无所畏惧、容忍风险的时候，他们就会买进高市盈率的股票和高EBITDA（现金流，定义为税息折旧及摊销前利润）的私营公司，疯抢收益率差较窄的债券和最低“资本化率”（营运净收入与价格的比值）的房地产。

普遍相信没有风险本身就是最大的风险，因为只有当投资者适当规避风险时，预期收益中才会包含风险溢价。希望将来的投资者能畏惧风险并要求风险溢价，而我们应继续警惕他们做不到这一点。

《太多错误与狂热》，2009年7月8日

克里斯托弗·戴维斯：对此，有一个很好的类比。研究显示，与普通的小汽车相比，越野车涉及的交通事故更多，尽管越野车更大更结实。越野车司机认为自己没有发生交通事故的风险，从而会危险驾驶。安全感有可能会增加风险，而风险意识则会降低风险。

霍华德·马克斯：最危险的事：“普遍相信没有风险则是最大的风险。”本段开头的这句话很有价值。它给出了一个极好的例子，强调了投资者的行为方式创造了他们所面临的风险。无忧无虑才是真正最危险的事。

因此，产生风险的首要因素是认为风险很低甚至已经被完全消除的意识。这一意识推高了价格，导致了低预期收益下的冒险行为。

2005—2007年，在相信风险已被消除的信念下，资产价格达到泡沫水平，从而导致投资者采取了事后被证明是冒险的行动。这是所有过程中最危险的一环，并且有显著的复发倾向。

霍华德·马克斯：最危险的事：在我的职业生涯中，我曾经看到“风险已经被消除，周期不再存在，经济规律不会起作用”这一观点有所抬头。经验丰富、具备风险意识的投资者认为这预示着更大的危险。

在过去几年里，最诱人且危险的一个神话是全球性风险降低，理由是：

- 经济周期风险已被美联储管理层机敏地化解了。
- 风险已因全球化而在世界范围内分散，而并非地域性集中。
- 证券化和企业联合化已将风险分散至多个投资者身上，而不是集中在几个市场参与者身上。
- 风险已被“分级”到有有能力承担风险的投资者身上。
- 杠杆风险已经较低，因为利率和贷款期限对借款人更加宽松。
- 杠杆收购更加安全，因为被收购公司的基本面更加强劲。
- 做多（做空）投资和绝对收益投资以及为对冲风险而设计的衍生品能够对冲风险。
- 计算机、数学、模型的发展已经使市场更容易被理解，因而风险更低。

乔尔·格林布拉特：在评估各种分散投资的真正好处时，这样的想法是非常重要的。

《养老金与投资》杂志（2007年8月20日）有一个恰当的比喻：“吉尔·弗瑞斯顿是举国公认的雪崩应对专家……她知道这样一种道德风险：更好的安全装备可能吸引登山者承担更多的风险——实际上会令他们更不安全。”与赚钱机会类似，市场的风险水平源自参与者的行为，而不是证券、策略和机构。无论市场结构被设计成什么样子，只有在投资者行为审慎时，风险才会较低。

总而言之，关于风险控制的神话很少有成真的。风险是不能被消除的，它只能被转移和分散。令这个世界看起来风险更低的进展通常是虚幻的，由此呈现出的美好景象往往有导致风险增高的倾向。这些都是我们在2007年得到的重要教训。

《现在一切都很糟》，2007年9月10日

认为风险已经消失的看法是最危险的风险源头之一，也是促成泡沫的主要因素。在市场的钟摆达到最高点时，认为风险很低以及投资一定能获利的信念令人们激动不已，以致他们丧失了对损失应有的警惕、担忧及恐惧，只对错失机会的风险耿耿于怀。

霍华德·马克斯：最危险的事：2009年夏天，《纽约时报》邀请了十几个人分析经济危机的原因。我的回答于2009年10月5

日发表在dealbook.com上，标题是“信任过多，担忧太少”，指出无忧无虑的投资者自身就是自己最大的敌人。

近期危机发生的主要原因是，投资者对新奇、复杂、危险的事情的涉足比以往任何时候都多。他们过度使用杠杆，在流动性差的投资上投入过多资本。他们为什么要这么做呢？因为他们相信得太多，担心得太少，以至于承担的风险过多。简而言之，他们相信自己生活在一个低风险世界里……

“担忧”，以及相关词汇——“不信任”“怀疑”“风险规避”，是一个安全的金融体系必不可少的组成部分。“担忧”能够阻止高风险贷款的发放，阻止企业超出付息能力的过度借款，阻止投资组合过度集中，阻止未经证实的计划成为受人追捧的狂热。当“担忧”和“风险规避”适时出现时，投资者会怀疑并进行调查、审慎行动。如果是这样的话，人们就不会进行高风险投资了，或者他们会在预期收益时，要求高风险投资提供适当的补偿。

只有当投资者有效地规避风险时，市场才会提供适当的风险溢价。当“担忧”不足时，高风险借款人和可疑计划将更容易获得资金，金融体系将变得岌岌可危。会有过多的资金去追逐风险以及新生事物，从而推高资产价格，降低预期收益和安全性。

显然，在本次危机发生之前的数月乃至数年里，鲜有参与者表现出应有的担忧。

《试金石》，2009年11月10日



投资风险主要源自过高的价格，过高的价格往往源自过度乐观、怀疑不足以及风险规避不足。可能的基本因素包括安全投资的低预期收益、高风险投资近期的良好表现、强劲的资金流入以及贷款的易得性。关键在于理解到底是什么在影响这类事件的发生。

投资的思维过程是一个连锁过程，每一项投资都会设定下一项投资的要求。以下是我在2004年对这一过程所做的描述：

我会用前几年的“代表性”市场阐明投资思维在现实生活中的思考过程。假设30天国债的利率是4%。投资者说：“如果要我拿出钱买5年期国债，那么我需要5%的利率。如果买10年期国债，那么我必须得到6%的利率。”到期日较长时，投资者会要求更高的利率，因为他

们关心购买力风险（一种假设会随着到期日的来临不断增加的风险）。这就是为何收益率曲线（实际上是资本市场线的一部分）通常随着资产寿命的增长而向上倾斜的原因。

现在，让我们来考虑信用风险因素。“如果10年期国债的利率是6%，那么除非A级企业承诺7%的利率，否则我是不会买进它的10年期债券的。”这就引入了信用利差的概念。我们假定的投资者需要100个基点才会从“政府”转向“企业”。如果投资者就此达成共识，那么这就是利差。

非投资级债券的情况如何呢？“除非我能得到的利率超过具有相同到期日的国债的利率600个基点，否则我是不会碰高收益债券的。”因此高收益债券需要12%的利率，即与国债之间达到6%的利差，才能吸引买家。

现在抛开固定收益不谈。问题越发困难了，因为你不可能知道投资（如股票）的预期收益（简单来说，这是因为它们的收益是推测出来的，而不是“固定”的），但是投资者对此有一定的判断。“标准普尔股票的历史收益率为10%，那么只有在我认为这些股票还会保持这样的表现时我才会买进……高风险股票的收益应该更高，除非得到13%的收益率，否则我是不会买在纳斯达克上市的股票的。”

“如果我能从股票上赚到10%的收益，那么我需要15%的收益率才能接受缺乏流动性和确定性的房地产。如果是进行收购，那么收益率要达到25%……只有30%的收益率才能诱使我去进行风险投资，因为风险投资的成功率非常低。”

这就是我们所假设的投资思维过程，事实上我认为大体上的确是这样的（尽管必要条件往往不尽相同）。结果是一条大部分人都熟悉的资本市场线（如图6-1所示）。

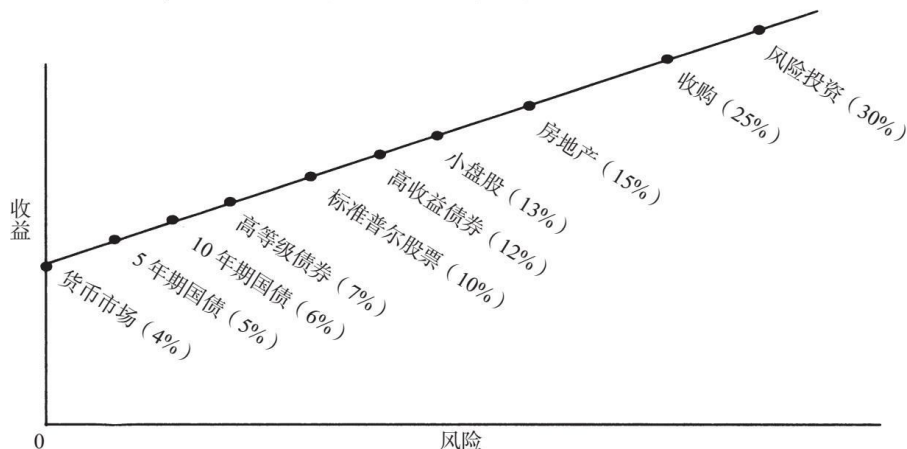


图6-1

当前关于投资收益的一大问题来自这一思维过程的起点：无风险利率不是4%，而是接近1%……

愿意接受时间风险的一般投资者仍然想要更高的收益，但若以1%的起点计，那么4%的利率（而不是6%）才是10年期债券的应有收益。没有6%到7%的收益，他们就不会投资股票；收益率低于7%的垃圾债券不值得投资；房地产必须有8%左右的收益率；收购必须承诺15%的收益率才能保持吸引力等。因此，我们现在得到了一条如图6-2所示的资本市场线，它表现得较低、较平。

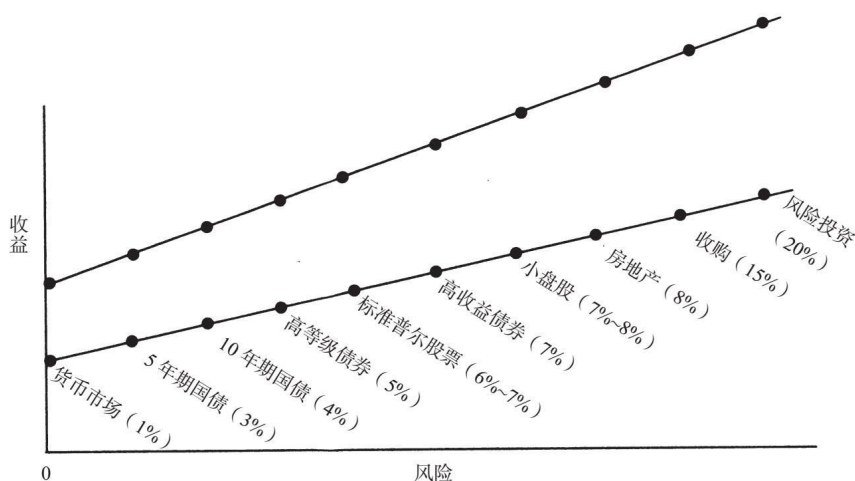


图6-2

资本市场线较低是因为以无风险利率为起点的收益率更低的缘故。尽管每项投资都必须与其他资产竞争资本，但是在这一年里，

由于低利率，风险性依次递增的各项投资的门槛已经比我的投资生涯中的任何时候都低了。

乔尔·格林布拉特：这也许是在提示，当使用无风险利率评估风险较高的投资时，应该对无风险利率加以规范。

目前，资本市场线不仅表现为收益较低，而且还有许多其他因素共同导致了资本市场线趋于平坦。（这是很重要的，因为直线的斜率，即预期收益随着每单位风险的增加而提高的幅度，决定了风险溢价的量。）首先，投资者一直希望尽可能避免低风险、低收益的投资……其次，在超过20年的时间里，高风险投资一直有着丰厚的回报，尤其是在2003年。因此，比起其他风险补偿较少的投资，高风险投资或许对投资者的吸引力更高（或受到的排斥较少）……最后，今天的投资者认为风险是相当有限的。

总而言之，按照“宽客”们的话来说，就是风险规避情绪下降了。投资者的心理已经发生了某种奇妙的变化，“不管价格高低，我都不会碰它”已经转变为“对我来说，它似乎是一项可靠的投资”。

《当今的风险与回报》，2004年10月27日

这一“富集”过程最终导致市盈率高企、信用利差收窄、投资者行为散漫、杠杆滥用以及对各种类型投资工具的强烈需求。这些结果在推高价格、减少预期收益的同时，还创造了一个高风险环境。



风险对投资者来说极为重要，同时也是短暂而不可衡量的。所有这一切都导致风险极难被识别，特别是当投资者情绪高涨的时候。但投资者必须能识别风险。在以下这一段写于2007年7月的文章里，我会带你了解当时我们在橡树资本管理公司评判投资环境与“风险情绪”的过程。在不同的时间里，细节可能有所不同，但是我希望这个关于思维过程的例子能有所帮助。

我们现在处于什么状态（2007年年中）？在我看来，这个问题不难回答。我看到怀疑、恐惧和风险规避都处于较低水平。多数人通常愿意进行高风险投资，因为传统、安全的投资的承诺收益少得可怜。事实就是这样，尽管对安全投资缺乏兴趣并接受高风险投资的行为，已经导致风险——收益曲线的斜率相当平缓。风险溢价已

经普遍达到迄今为止我所见过的最低水平，但是很少有人做出拒绝新增风险的反应.....

近期市场随着利好因素上涨，并轻易地从利空因素的影响中得以恢复。我看到市场上很少有人急于摆脱资产，强制卖家也寥寥无几；相反，人们对多数资产都有着强烈的需求。因此，我知道，在证券市场上定价过低是不存在的。

这就是市场的本来面目。我们一直生活在乐观时期。市场周期的钟摆一直在强有力地向上摆动。价格高涨，风险溢价降低。信任代替了怀疑，热切取代了含蓄。你是赞同还是不赞同这样的市场呢？这就是关键问题所在。先回答好这个问题，投资的含义便一目了然了。

2007年第一季度，次贷领域发生了大规模违约，这直接牵涉到大量资金损失，观者担心这一影响会向其他经济领域和市场蔓延。第二季度，影响已经达到投资次级抵押贷款组合的担保债务凭证（CDOs，一种被划分为若干“部分”的结构性投资工具）以及购买了担保债务凭证的对冲基金（包括贝尔斯登旗下的两个基金）。那些不得不清算资产的人就像以往在困难时期那样，被迫卖出他们所有能够而并非愿意卖出的东西，且不仅仅是与次贷相关的不良资产。我们开始看到有关调低评级、追缴保证金的通知和大甩卖的消息，资本市场的燃动力彻底崩溃了。在过去的几周里我们开始看到，在新的低评级债务债券被重新定价、推迟或取消发行，以及过桥贷款不再进行贷款重组的情况下，投资者对增长已经持有保留态度。

投资者在过去的4年半里度过了无忧无虑的幸福时光，但这并不意味着会永远这样。按照惯例，我会用沃伦·巴菲特的一句话收尾：“只有当潮水退去的时候，你才会发现谁在裸泳。”盲目乐观的人请注意：永远涨潮是不可能的。

《一切都好》，2007年7月16日

需要着重指出的是，在我2007年7月的备忘录里，没有任何注解和警告对未来做了任何预测。你只需事先知道：了解当前正在发生的一切，便能窥见崩溃的端倪。



风险实现远比风险感知来得简单直接。人们过高地估计了自己认识风险的能力，过低地估计了规避风险所需的条件。因此，他们在不知不

觉中接受了风险，由此促进了风险的产生。这就是为什么必须用超乎寻常的第二层次思维来思考这个问题的原因所在。

当投资者的行为改变市场时，风险就加大了。投资者哄抬资产价格，促使本应在未来出现的资产升值出现在当下，预期收益因此而降低。随着心理的强化，更加大胆而无畏的投资者不再要求充足的风险溢价。最终的讽刺性结果是，随着承担新增风险的人越来越多，承担新增风险的回报却不断缩水。

因此，市场不是一个供投资者操作的静态场所，它受投资者自身行为的控制和影响。不断提高的自信应带来更多的担忧，正像不断增加的恐惧和风险规避共同在降低风险的同时增加风险溢价一样。我将这种现象称为“风险的反常性”。

乔尔·格林布拉特：这是一个很好的说法，在市场大幅下跌后，鼓起勇气去购买低价股时要牢记它。

霍华德·马克斯：最危险的事：我很赞同“风险的反常性”这个提法。当投资者感到风险高时，他们就会试图去降低风险。但是，当投资者认为风险低时，他们就会创造出危险的条件。市场是动态的而不是静止的，它的行为表现是反直觉的。

“任何价钱我都不会买进——所有人都知道风险太大了。”在生活中我听到过很多次这样的话，而它已经为我提供过最好的投资机会……

事实上，大众误解风险至少像他们误解收益一样频繁。认为某种东西过热而无法应对的共识几乎总是错的，事实通常是它的对立面。

我坚信，最大的投资风险存在于最不容易被察觉的地方，反之亦然：

- 在所有人都相信某种东西有风险的时候，他们不愿购买的意愿通常会把价格降低到完全没有风险的地步。广泛的否定意见可以使风险最小化，因为价格里所有的乐观因素都被消除了。

- 当然，正如漂亮50投资者的经历所证明的，当人人都相信某种东西没有风险的时候，价格通常会被哄抬至蕴含巨大风险的地步。没有风险担忧，因此也就不提供或不要求风险承担的回报——“风险溢价”。这可能会使受人们推崇的最佳资产成为风险最高的资产。

乔尔·格林布拉特：这一思维过程在个人投资者中间很普遍。

对于很多人来说，这是他们在投资过程中存在的根本缺陷。

存在这一矛盾的原因是大多数投资者认为风险与否的决定因素是质量而不是价格。但是，高质量资产也可能是有风险的，低质量资产也可能是安全的。

克里斯托弗·戴维斯：我同意——很多危险源于“质量”。首先，“高质量投资”有一种不正确的假设或暗示，并由此产生了另一种不正确的假设或暗示：进行“高质量投资”的风险更低。正如马克斯在这里一针见血地指出，“高质量”公司经常进行高价交易，以致成为糟糕的投资。其次，“高质量”这个词带有一种倾向性，包含着后见之明的偏见或“成见效应”。通常，人们提到的“高质量”公司指的是过去表现良好的公司。未来往往大不相同。许多曾经被认为是“高质量”“基业长青”的公司早已不复存在！因此，投资者应避免使用“质量”这个词。

所谓的质量，不过是为资产所付出的价格问题……因此，狂热的公众意见不仅是潜在的低收益的源泉，还是高风险的源泉。

《人人都知道》，2007年4月26日

控制风险

归根结底，投资者的工作是以盈利为目的聪明地承担风险。能够出色地做到这一点，是最好的投资者与其他投资者之间的区别。

在我看来，杰出投资者之所以杰出，是因为他们拥有与创造收益的能力同样杰出的风险控制能力。

高绝对收益比高风险调整后收益的辨识度更高，更有诱惑力。这就是高收益投资者的照片出现在报纸上的原因。因为风险和风险调整后收益（即使在事后）的难以评估，又因为人们对管理风险的重要性普遍认识不足，所以投资者很少因为在这方面做得好而得到认可。在繁荣时期尤其如此。

克里斯托弗·戴维斯：例如，彩票赢家——然而，却没有有人认为他们是投资大师。

但是在我看来，杰出投资者是那些承担着与其赚到的收益不相称的低风险的人。他们或以低风险赚到中等收益，或以中等风险赚到高收益。承担高风险、赚到高收益不算什么——除非你能坚持很多年，在那种情况下，“高风险”要么并不是真的高风险，要么就是被管理得很好。

想想那些公认的杰出投资者，沃伦·巴菲特、彼得·林奇、比尔·米勒和朱利安·罗伯逊，他们出色的投资记录源于他们在数十年的时间里没有大亏，而不仅仅是高收益。他们中的每个人可能都有一两年表现不佳的时候，但总的来说，他们应对风险的能力与他们赚取收益的能力一样强。

的，因为风险是隐蔽的、不可见的。风险——发生损失的可能性——是观察不到的，能观察到的是损失，而损失通常只在风险与负面事件相碰撞时才会发生。

这是非常重要的一点，我用几个类比来明确这一点吧。细菌引起疾病，但细菌本身并不是疾病，我们认为疾病是细菌入侵的结果。加州的住房是否有会在地震时引起坍塌的建筑缺陷，只有在发生地震时才能知道。

同样，损失发生在风险与逆境遭遇的时候。风险是出现问题时发生损失的可能性。只要一切运转正常，就不会发生损失。只有在环境中出现负面事件时，风险才会造成损失。

我们必须记住，有利环境只是当天（或当年）可能实现的环境之一。（这就是纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的未然历史思想，详见第16章。）过去没有出现不利环境，不代表不可能出现不利环境，因此，过去没有出现不利环境不代表不需要风险控制，即使结果显示当时可以不必进行风险控制。

重要的是要意识到，即使没有发生损失，风险也有可能存在。因此，没有损失并不一定意味着投资组合是安全的。风险控制可以在繁荣时期存在，但它是观察不到的，因为得不到验证，所以风险控制是得不到认可的。只有训练有素、经验丰富的观察家才有可能在繁荣期审视投资组合，并预测它是低风险性的还是高风险性的。

为了保证投资组合撑过困难期，一般来说，投资组合必须配以良好的风险控制。然而，如果投资组合在繁荣期表现良好，那么我们便无从判断风险控制是存在但不需要的，还是缺乏的。总而言之：风险控制在繁荣期是观察不到的，但依然是必不可少的，因为由盛转衰是轻而易举的。



那么，“做得好”的定义是什么呢？

多数观察家认为，无效市场的优势在于投资经理可以将特定风险作为基准，并在此基础上取得更好的收益率。图7-1就代表了这种观点，它描绘出了一位投资经理的“ α ”系数，即利用技术所得到的附加价值。

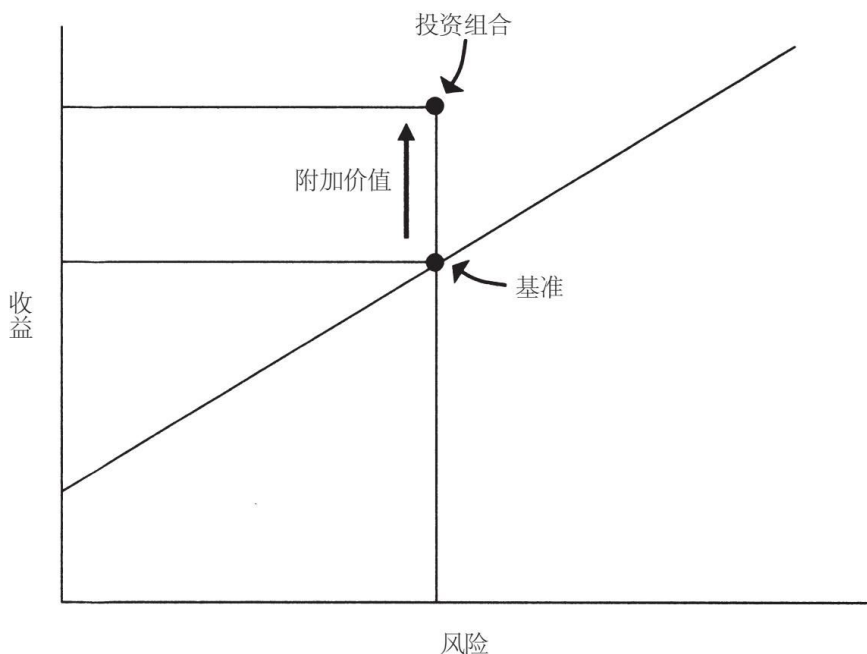


图7-1 投资经理的“ α ”系数I

这位投资经理做得不错，不过我认为这只是故事的一半——在我看来不算精彩的一半。一个训练有素的投资者在无效市场中取得与基准相同的收益，同时承担更低的风险，我认为这才是了不起的成就（见图7-2）。

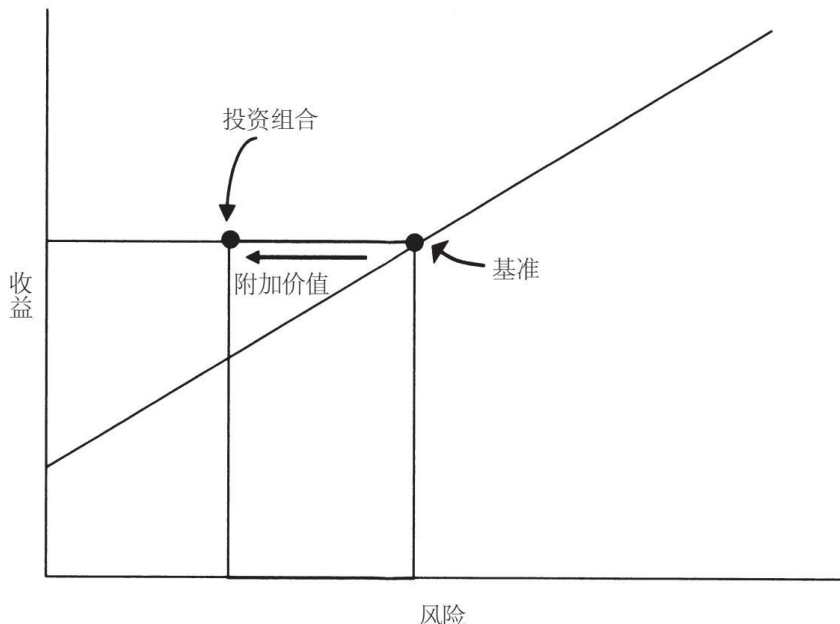


图7-2 投资经理的“ α ”系数II

在这里，这位投资经理的附加价值不是通过在给定风险下获得更高的收益来实现的，而是通过在给定收益下承担更低的风险来实现的。他同样做得不错——甚至也许做得更好。

“做得好”的定义有一定的语境，取决于你怎样看待这两幅图。不过，我认为从根本上降低风险是投资取得巨大成功的基础，所以我认为这一概念应得到更多的重视。在牛市充分盈利，同时也要在熊市取得良好业绩，你觉得这种想法怎么样？在取得牛市收益的同时承担低于市场的风险……绝非易事。

《收益、绝对收益与风险》，2006年6月13日

乔尔·格林布拉特：通常，这样的能力与评估经理人的投资进展有关，而不是源于分析相对于基准的收益。

现在，让我们回到尚未入侵的细菌或没有发生的地震上。优秀的建筑师能够避免建筑缺陷，而糟糕的建筑师会引入建筑缺陷。在没有地震的时候，你无法辨别其中的差异。

同样，优秀的投资者获得的收益可能并不比别人高，但他们在实现同等收益的前提下承担了较低风险（或以相当低的风险实现了稍低于其他人的收益）。当然，在市场平稳或上涨时，我们无从得知投资组合的

风险有多大。这就是沃伦·巴菲特所观察到的，除非潮水退去，否则我们无从分辨游泳者中谁穿着衣服，谁又在裸泳。

以较低风险实现与其他风险承担者相同的收益是一项杰出的成就，但在多数情况下，这种微妙而隐性的成就只有经过复杂的判断才能被体会到。

一般来说，市场所经历的繁荣期多于衰退期。在衰退期，风险控制的价值是通过损失减少来体现的，所以风险控制的成本——表现为放弃收益——有可能看起来过高。在市场繁荣期，有风险意识的投资者必须用“自己是在知道投资组合中存在风险的情况下而获利”的想法来满足自己，即使风险控制是不必要的。他们就像小心翼翼的房屋业主，买下保险并为得到了适当的保护而感觉良好……即使当时没有发生火灾。

控制投资组合风险是一项非常重要而有价值的工作。然而，风险控制的成果仅仅表现在并未发生的损失上。在繁荣期进行这种“如果……将会……”的推断是很难的。

保罗·约翰逊：这是风险管理的终极悖论。

承担风险而不自知，可能会铸成大错，但这正是人们在买进风靡一时、备受推崇以及“绝不可能出问题”的证券时不断在重复的事。另一方面，以盈利为目的、聪明地接受公认的风险是最明智、最有利可图的投资的基础——即使（或许正是因为）大多数投资者将其视为危险性投机而回避。

归根结底，投资者的工作是以盈利为目的并聪明地承担风险。能够出色地做到这一点，是最好的投资者与其他投资者之间的区别。

以盈利为目的并聪明地承担风险是什么意思呢？让我们以人寿保险为例。在知道人人都会死亡的前提下，美国人寿保险公司——美国最保守的公司——如何为人们的生命提供保险？

• 他们知道风险。他们知道人人都会死亡，因此在他们的算法里已将这一事实考虑在内。

• 他们能够分析风险。他们会请医生评估申请人的健康状况。

• 他们能够分散风险。他们有意识地混合了不同年龄、性别、职

业、居住地的投保人，以保证自己不会遭遇罕见事件与大规模损失。

• 他们确信会为承担风险得到良好补偿。他们设定的保费能够确保他们在投保人以精算表上的平均年龄死亡时盈利。如果保险市场是无效的——举例来说，如果公司能按照假定在70岁身故的保费把保单卖给一个可能会在80岁身故的人——他们就能更好地防范风险，并在事态按照预期发展时（投保人在80岁身故）获得超额利润。

在高收益债券领域及制定橡树资本管理公司的其他投资策略时，我们就是这样做的。我们努力识别风险。考虑到我们的工作涉及不少被某些人简单地称为“高风险”的资产，这一点是非常重要的。我们聘请训练有素的、具备分析投资与评估风险能力的专业人士。我们酌情分散投资。我们只有在确信可能的收益能远远弥补所承担的风险时才进行投资。

多年来我一直在说，高风险资产如果足够便宜，就能成为好的投资。关键在于知道何时会出现这样的结果。很简单：以盈利为目的的并聪明地承担风险，长期反复成功的事实就是最好的验证。

《风险》，2006年1月19日



尽管风险控制非常重要，但风险承担本身谈不上明智与否，它是多数投资策略和投资利基必不可少的组成部分。人们在承担风险时，可能做得很好，也可能做得很差；可能时机恰当，也可能时机不当。在风险可控的情况下，如果你有足够的技术协助你获得更有利的利基，那就最好不过了。但是，潜在隐患也很多，而这些隐患是必须要避免的。

谨慎的风险控制者明白自己不知道未来。他们明白未来可能包含一些负面结果，但不知道结果会坏到什么程度，也不知道结果发生的精确概率是多少。因此，最大的难题是无从知晓“多坏算坏”，继而造成决策失误。

极端波动和极端损失极少出现。如果随着时间的推移，它们一直没有出现，那么看起来它们似乎越来越有可能永远不会出现——这一关于风险的假设太保守了。因此，放宽政策和提高杠杆就越发变得有吸引力，并且往往就在风险终于抬头的关键时刻成为现实。正如纳西姆·尼古拉斯·塔勒布在《随机漫步的傻瓜》中所写的：

现实比俄罗斯转盘残酷多了。首先，现实很少射出致命的子弹。就像一把枪膛里可以装下几百发甚至上千发而不只是6发子弹的左轮手枪，试过几十次之后，人们便忘记了子弹的存在，误以为自己很安全……其次，俄罗斯转盘这类游戏的规则非常明确，只要会6的乘法的人都能看到风险，但人们却看不到现实生活举起的枪口……于是，人们在不知不觉中就玩起了俄罗斯转盘——只不过以“低风险”的名字称呼它而已。

2004—2007年，金融机构玩了一场自以为是低风险游戏的高风险游戏，就是因为他们假设的损失与波动太低了。当时他们只消说：“这些东西是有潜在风险的。房价涨得太高了，抵押贷款太容易拿到了，所以房价可能会普遍下跌。因此，我们承担的风险只要达到取得过去的业绩所承担风险的一半即可。”我们也将会看到一派完全不同的景象。

“他们应该做更保守的假设”说起来容易，但是要保守到什么程度呢？你不可能在最坏情况假设的基础上经营企业，否则你什么事都做不了。况且“最坏情况假设”的说法并不确切；除非完全损失，否则最坏情况是不存在的。现在我们知道，宽客们不应假设房价不可能出现全国性下跌。但是，在你最初假设可能出现房价下跌时，你为下跌做好了多少准备？2%？10%？50%？

保罗·约翰逊：这是评估风险时的关键问题。

2008年的新闻头条里充斥着各种实体大规模亏损甚或倒闭的消息，因为其资产是杠杆买进的……这些投资者所承担的杠杆可能适用于中等波动的资产，但他们却将杠杆用到有史以来波动性最大的资产上面。“他们做错了”这句话说起来是容易的，但是期望他们应早早做好应对特殊事件的准备，是否合理呢？

如果每个投资组合都必须具备能力承受我们今年（2008年）所目睹的这种程度的衰退，那么人们可能就不会采用任何杠杆了。这是一种合理的反应吗？（事实上，即使不用杠杆，可能也没有人在这些资产类别上投资。）

在生活的方方面面，我们都是基于可能发生的事件来做决定的，而可能发生的事件在很大程度上以过去经常发生的事件为基础。我们预期，结果在大多数时间里接近峰值（A），并且我们知道看到较好（B）或较坏（C）的结果并非不常见。尽管我们应牢记偶尔会出现正常范围（D）之外的结果，但我们往往会忘记离群值。重要的是，正如近期事件所表明的，我们很少考虑百年一遇或从不发

生的结果（E），见图7-3。

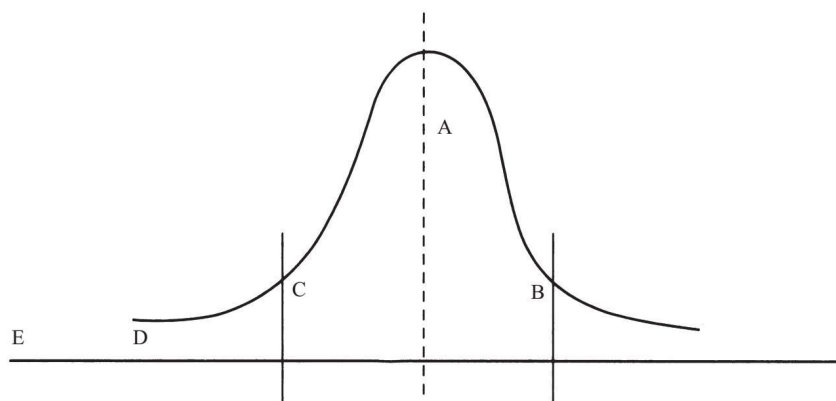


图7-3 预期的可能性

即使意识到异常、罕见的事件有发生的可能，为了付诸行动，我们也要做出合理的决策。如果回报丰厚，我们就会有接受这种风险的心理准备。“黑天鹅”事件偶有发生。但如果我们总说“不能做这，不能做那，因为结果可能会比以往任何时候都坏”，那么我们将一事无成。

所以，对于大多数事件你不能做最坏情况的准备。做好应对几十年一遇的事件的准备应该就够了。但几十年不是永远，并且事件会有多次超出标准的时候。这种情况下你该怎么做呢？以前我一直在苦苦思索的是，一个人到底应该为可能性不大的灾难做多少准备。而包括2007—2008年所发生的事件在内的一切都表明，答案并没有那么简单。

《波动+杠杆=炸药》，2008年12月17日

鉴于本章前面介绍的风险的多变性，我要明确一下风险控制与风险规避之间的重要区别。风险控制是规避损失的最佳方法。反之，风险规避则很有可能会连同收益一起规避。有时候，我会听到关于橡树资本管理公司故意规避投资风险的议论，我非常不赞同这样的说法。

显然，橡树资本管理公司不逃避风险。在时机、形势和价格都合适的情况下，我们欢迎风险。我们能轻而易举地规避所有风险，你也能做到。但是这样一来，我们肯定会同时将高于无风险利率的收益一起规避掉。威尔·罗杰斯说过：“有时你必须爬上枝头，因为果实就在那里。”在我们这一行里，没有人愿意只获得4%的收益率。

保罗·约翰逊：马克斯很清楚这其中的区别。风险控制不是风险规避，“合适的价格”是其中最重要的部分。

因此，尽管橡树资本管理公司的投资理念强调“风险控制的重要性”，但它与风险规避完全没有任何关系。

客户付给我们高薪，为的是让我们通过承担风险——特别是承担其他人极其厌恶的风险——努力为他们带来价值的增值。制定这样的方针后，风险在我们的投资过程中的重要性是显而易见的。

德勤公司的里克·芬斯顿在一篇文章（名为“当企业风险变为个人风险时”，《企业董事》，2005年特刊）里所说的话升华了本篇备忘录的主旨：“你需要感到安慰的是……风险和风险敞口是可以理解的，是可以适当管理的，是可以对所有人更加透明的……这不是风险规避，这是风险智能。”这就是橡树资本管理公司每天为之奋斗的目标。

《风险》，2006年1月19日

贯穿长期投资成功之路的，是风险控制而不是冒进。在整个投资生涯中，大多数投资者取得的结果将更多地取决于致败投资的数量及程度，而不是制胜投资的伟大。良好的风险控制是优秀投资者的标志。

乔尔·格林布拉特：关于负收益率投资组合的计算有助于证实这一结论。（例如，某年造成的40%的亏损需要67%的收益才能完全抵补。）

关注周期

我认为，牢记万物皆有周期是至关重要的。我敢肯定的东西不多，但以下这些话千真万确：周期永远胜在最后。任何东西都不可能朝同一个方向永远发展下去。树木不会长到天上。很少有东西会归零。坚持以今天的事件推测未来是对投资者的投资活动最大的危害。

在投资界浸淫的时间越长，我对事物的基本周期就越重视。2001年11月，我用了整整一篇备忘录来探讨这个话题。我借用三商美邦人寿保险公司的广告语，给备忘录起名为“你不能预测，但你可以准备”，因为我完全赞同他们的宗旨：我们永远不知道未来会发生什么，但是我们可以为可能性做好准备，减少它们所带来的痛苦。

在投资中就像在生活中一样，完全有把握的事非常少。价值可以消失，预测可能出错，环境可以改变，“有把握的事”可能失败。不过无论如何，我们有信心把握住的概念有两个：

- 法则一：多数事物都是周期性的。
- 法则二：当别人忘记法则一时，某些最大的盈亏机会就会到来。

很少有事物是直线发展的。事物有进有退，有盛有衰。有些事情可能在开始时进展得很快，然后却放慢了节奏；有些事情可能在开始时慢慢恶化，然后突然急转直下。事物的盛衰和涨落是基本原理，经济、市场和企业同样如此：起伏不定。

我们这个世界存在周期的基本原因是人类参与。机械性的东西会走一条直线。时间只会向前持续不停地运动。只要有充足的动力，机械也

会这样持续不断地运转。但是历史和经济这些与人有关的发展过程，其运动轨迹不是一条直线，而是多变的曲线，它们的变化有周期性。我觉得这是因为，人是情绪性的，很难一直保持客观，不会始终保持一致，也不会一直稳定不变，人经常是反复无常的。

客观因素确实在周期中扮演着一定分量的角色，比如量化关系，世界性事件，环境变化，科技发展，公司决策等。这些客观因素都会影响周期，但是人在分析这些客观因素时，心理和情绪会起作用，导致投资人过度反应或者反应不足，从而决定周期波动的幅度会过大或过小。

如果人们感觉良好，觉得事情进展得顺利，就会对未来非常乐观。他们的行为也会受到这种乐观心态的强烈影响。他们会花更多钱，存更少钱。他们会借钱来满足个人享受，或者借钱来提高自己的盈利能力，尽管这样做会让他们的财务状况更加危险（当然像风险这样的概念，人们在满心乐观的时代，就会通通忘记了）。然后，他们变得愿意为得到现在的价值，或者为得到未来的价值，支付更高的价格。

所有这一切都可能会在一秒钟之内发生逆转。我最喜欢的卡通片里的一位电视评论员说过：“昨天的一切市场利好对今天的市场没有一点儿好处。”周期的极端性主要源自人类的情绪与弱点、主观与矛盾。

周期是可以自我修正的，周期的逆转不一定依赖外源性事件。周期的发展趋势本身就是造成周期逆转（而不是永远向前）的原因。因此，我喜欢说的一句话是，祸兮福之所倚，福兮祸之所伏。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

特别值得一提的是信贷周期，它具有必然性、极端波动性，也具有为适应它的投资者创造机会的能力。在所有的周期中，信贷周期是我最喜欢的。

涉足投资的时间越长，我对信贷周期的力量的印象就越深刻。只要经济有微小的动静，就能导致信贷可得性的巨大波动，并对资产价格及其背后的整体经济造成重大影响。

过程很简单：

- 经济进入繁荣期。
- 资金提供者增多，资本基础增加。

- 坏消息极少，因此贷款风险与投资风险似乎已经减少。
- 风险规避消失。
- 金融机构开始扩大业务——确切地说，提供更多的资本。
- 金融机构通过降低必要收益（如降息）、降低信贷水平、为特定交易提供更多的资本以及放宽信贷条款来争夺市场份额。

最终，资本提供者开始为不具备资格的借款人和项目提供资本。正如早些时候《经济学人》所说的：“最坏的贷款出现在最好的时候。”这一行为导致了资本损耗，即资本投资项目的资本成本超过其资本收益，最终导致没有资本收益。

保罗·约翰逊：如果没有吃过亏是很难完全理解这一洞见的。尽管在课堂上讨论这一话题时，学生们频频点头以示认同，但是，当他们成为投资者和银行家的时候，毫无疑问他们会重蹈覆辙。

当达到这个点时，前面所描述的上升段——周期的上升部分——会开始出现逆转。

- 损失导致借款人畏难回避。
- 风险规避增加，伴随着利率、信贷限制与条款要求的提高。
- 可得资本减少——在周期的谷底，只有资质最好的借款人（如果有的话）才能借到资本。
- 企业迫切需要资本。借款人无法展期债务，导致债务违约及企业破产。
- 这一过程导致并加剧经济萎缩。

当然，这一过程在达到极点时将会再次发生逆转。因为贷款或投资的竞争性较弱，所以使得高收益与高信誉成为可能。为了获取高收益，逆向投资者会在这个时候投入资本，有吸引力的潜在收益开始吸引资本。这样，经济复苏得到推动。

克里斯托弗·戴维斯：你再一次得到了较高收益和较低风险。

我在前面提到过，周期具有自我修正的能力。信贷周期通过上述过程来自我修正，而信贷周期是驱动经济周期波动的因素之一。繁荣导致扩大借款，扩大借款导致轻率借款，轻率借款导致巨大损

失，巨大损失导致借款人停止借款，停止借款导致繁荣结束，如此循环往复……

当下次出现危机的时候，你可以看看身边，也许你能找到一位贷款人。资本提供者的姑息纵容常常为金融泡沫推波助澜。近期有大量关于宽松信贷导致繁荣继而崩溃的著名例子：1989—1992年的房地产，1994—1998年的新兴市场，1998年的长期资本管理公司，1999—2000年的电影会展业，2000—2001年的风险投资基金和电信公司。在这些例子中，贷款人和投资者提供了过多的低息贷款，结果导致信贷过度膨胀和大规模亏损。在电影《梦幻之地》中，一个声音告诉凯文·科斯特纳：“你建好了，他们就会来。”在金融领域里，只要你提供低息贷款，就会有人去借、去买、去建——通常漫无纪律，并带来不良后果。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

保罗·约翰逊：我再次为这本书所折服，10年前的备忘录读起来就像最近才写的一样鲜活，这份备忘录就是最好的例子。马克斯用以前的备忘录十分清晰地向我们展示了，历史总是重复的，或者说，人类有重复历史的倾向。

请注意，这篇写于十几年前的备忘录精确地描述了2007—2008年的金融危机的过程。我之所以能写出这样的话，并不是因为我有预测能力——而是因为我深谙永无止境的基本周期。

乔尔·格林布拉特：了解市场具有周期性规律且最终会自我修正的道理，可以在市场暴跌后寻找低价股时保持些许乐观情绪。



周期循环一再发生，永远不会停止。如果真有那种完全有效的市场，或者人们做的决策完全只靠数字计算而不动感情，那么也许真的会把周期（或者至少是走到极端的周期）驱逐出市场。但是永远不会有这种情况。

经济会有增长和下滑，因为人们的消费支出既会增长又会减少，而消费支出增加或减少，是因为人们对经济因素或者经济体系之外所发生的政治事件和自然事件所做出的情绪反应不同。在经济周期上行阶段，人们会预测未来形势一片大好，从而过度扩大生产设施和增加存货；而

当经济掉头下行的时候，这些生产设施和存货会变得过剩，从而增加负担。银行在经济增长良好的时候，会过度慷慨，企业能用很便宜的成本获得很多资金来进行过度扩张；而后来当事情变得不好的时候，银行又会收紧银根，再好的企业也难获得资本。当公司经营状况良好的时候，投资人会对公司的股票做过高估值；而当公司业务遇到困难的时候，投资人又会对公司的股票做过低估值。

塞思·卡拉曼：事实上，这是资本主义的基本特征。商品的过度供应导致价格下跌，利润减少。如果可能，那么商品供应者将停止扩张，开始紧缩。市场经济体制的反馈可以优化社会资源的使用，这是计划经济所不能实现的。

每隔10年左右，人们便会断言周期性的结束。他们认为，繁荣期会永无止境滚滚向前，或者不良趋势将得不到遏制。在这个时候，他们谈论的是“良性循环”或“恶性循环”——周期永远自发地朝着某一方向发展。

例如，1996年11月15日的《华尔街日报》报道了一个正在逐渐达成共识的观点：“从会议室到起居室，从国家机关到交易场所，一个新的共识正在形成——大而坏的商业周期已经被驯服了。”然而，在那之后的许多年里，真的出现过稳定而缺乏周期性的经济环境吗？1998年的新兴市场危机、2002年的经济衰退以及2008年的金融危机——第二次世界大战以来最严重的衰退，又该做何解释呢？

认为周期性已经结束的信念所体现的思维方式，基于一个危险的前提——“这次是不同的”。这6个字应该令任何了解过去、知道这种错误在不断重演的人心怀恐惧——或许还预示着盈利机会。因此，当出现这种形式的错误时，具有识别它的能力是至关重要的。

我最喜欢的书是一本名为《哦，真的吗？》的小册子，该书编著于1932年，内容是关于大萧条前的商界人士和政治领导人的智慧。从书中来看，即使是在当时，专家们对不受周期约束的经济的预测也从来没有停止过：

- 当前的繁荣是不会中断的。（迈伦·E·福布斯，皮雅士-雅路汽车公司总裁，1928年1月1日）

- 我不得不对“这个国家的繁荣必须而且必定会在未来减少和消退”的说法发出反对的声音。（E. H. H. 西蒙斯，纽约证券交易所总

裁，1928年1月12日）

• 我们不过处在一个将载入史册的黄金时代的起点。（欧文·T.布什，布什端子公司总裁，1928年11月15日）

• 国家的基本事务……都建立在一个健全而繁荣的基础之上。（赫伯特·胡佛总统，1929年10月25日）

有时候，当一个上行趋势或下行趋势持续的时间很长并（或）到达极端时，人们开始说“这次是不同的”。他们援引地缘政治、机构、技术或行为的变化，表明“旧规则”已经过时。他们做出投资决策，推断近期趋势。然而，随后的结果却证明了，旧规则仍然适用，周期重新开始。最终，树木没有长到天上，也很少有东西会归零，但大多数现象是有周期性的。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

我们的结论是，在多数时间里，未来看上去与过去极为相似，既有上行周期，又有下行周期。足以证明“一切会更好”的最佳时机是存在的，那就是当市场触底、人人都以廉价抛售的时候。危险发生在市场创纪录地触及以往从未达到过的高点的时候。这种情况过去有，未来也将会再次发生。

《这次会有不同吗》，1996年11月25日

忽视周期，简单地外推趋势，是投资人所做的最危险的事情。投资人的行为经常建立在一厢情愿的想法上：公司现在做得好，投资人就倾向于认为将来会一直这样好下去；投资的资产现在跑赢了市场，投资人就容易认为将来会一直跑赢市场。反过来也是一样的：公司现在做得不好，投资人就容易认为将来会一直不好下去；投资的资产现在跑输了市场，投资人就容易认为将来会一直跑输市场。其实，更有可能出现的情况完全相反。

霍华德·马克斯：最危险的事：在一切都运行得很顺利的时候，推算会引入巨大的风险。无论是公司的盈利能力、资本注入、价格上涨或市场流动性，这些被认为可以永远增长的因素，都将不可避免地回归平均值。

菜鸟投资人看到这种现象，也许会相信一些以前从来没有发生过的事情，比如他们认为从此没有周期。但是第二次，甚至第三次经历了周期后，这些投资人吃过亏了，上过当了，有经验了，就应该认识到像周

期消失这种事，过去从来没有发生过，将来也永远不可能发生。认识到这一点，投资人以后做投资就有优势了。

下次，当你面对一个以“周期已经中断”为基础而建立起来的交易时，记住，要是你赌周期不会再来，那么你必输无疑。（《投资最重要的事》）

钟摆意识

当形势良好、价格高企时，投资者迫不及待地买进，把所有谨慎都抛诸脑后。随后，当周围环境一片混乱、资产廉价待沽时，他们又完全丧失了承担风险的意愿，迫不及待地卖出。永远如此。

我平生的第二份备忘录写于1991年，几乎通篇内容都和我在那些年里思考得越来越多的一个问题相关：钟摆式摆动的投资者态度与行为。

保罗·约翰逊：从本质上来说，第9章是前面三章与风险相关的内容的扩展，为如何分析当前市场的风险程度提供了非凡的洞见。

证券市场的情绪波动类似于钟摆的运动。虽然弧线的中点最能说明钟摆的“平均”位置，但实际上钟摆停留在那里的时间非常短暂。相反，钟摆几乎始终在朝着或者背离弧线的端点摆动。但是，只要摆动到接近端点时，钟摆迟早必定会返回中点。事实上，正是朝向端点运动本身为回摆提供了动力。

投资市场遵循钟摆式摆动：

- 处于兴奋与沮丧之间。
- 处于值得庆祝的积极发展与令人困扰的消极发展之间。
- 处于定价过高与定价过低之间。

这种摆动是投资世界最可靠的特征之一，投资者心理显示，他们花在端点上的时间似乎远比花在中点上的时间多。

《第一季度表现》，1991年4月11日

13年后，我在另外一篇备忘录里再次详尽地探讨了钟摆问题。我在

其中提到，除了前面这些元素，在贪婪与恐惧、看待事物的乐观与悲观、对未来发展的信心与否、轻信与怀疑、风险容忍与风险规避之间，也存在着钟摆式摆动。

最后这一点——对待风险的态度上的摆动，是贯穿许多市场波动的主线。

如前所述，风险规避是理性市场中的重要组成部分，它的钟摆所处的位置尤为重要。不恰当的风险规避是市场出现过度泡沫或严重崩溃的主要原因。认为缺乏风险规避就是泡沫的必然标志有些过于简单化，但并不为过。另一方面，投资者在市场崩溃的时候会恐惧过度。即使价格已经完全反映了悲观情绪、估价已经低得离谱，过度的风险规避也会导致他们仍然不敢买进。

在我看来，贪婪与恐惧的循环是对待风险的态度改变所致。贪婪盛行，意味着投资者具有更安于风险和以获利为目的而承担风险的认知。相反，普遍恐惧则意味着对风险的高度厌恶。学者们认为投资者对待风险的态度是一成不变的，但实际上它的波动性非常大。

金融理论很大程度上建立在“投资者更倾向于风险规避”这一假设之上。也就是说，投资者“不喜欢”风险，若要他们承担风险，就必须以更高的预期收益来引诱——贿赂——他们。

从高风险投资中获得可靠的高收益是一对矛盾，但人们有时会忽视这些警告而过分安于风险，从而导致证券价格中包含的风险承担溢价不足以补偿所承担的风险。

总的来说，当投资者对风险容忍过度时，证券价格体现的是更高的风险而不是收益。当投资者过度规避风险时，价格体现出来的收益高于风险。

《良好平衡》，2004年7月21日

保罗·约翰逊：马克斯将风险与证券价格/价值直接关联在了一起，一般的金融理论并不会这样做，但这样对于投资者的理解极为重要。

对待风险的态度是所有钟摆式摆动中最强劲的一个。事实上，我最近将投资的主要风险归结为两个：亏损的风险和错失机会的风险。大幅消除其中任何一个都是有可能的，但二者是不可能被同时消除的。理想

状态下，投资者会使两者达到平衡。但当钟摆摆动到最高点时，一种风险或另一种风险一次又一次地占据上风。举例来说：

- 在2005年、2006年和2007年年初，随着一切进展顺利、资本市场洞开，很少有人预料到损失可能就在眼前。许多必然存在的风险被抛诸脑后。投资者唯一担心的是自己可能会错失机会，如果华尔街推出新的金融神话，如果其他投资者买了而他们没买，再如果这个神话的确成真了，那么他们可能就会错失先机。既然没有亏损的担忧，他们也就不再看重低价买进、适当的风险溢价或投资者保护。简而言之，他们当时的表现过于积极。

- 随后的2007年年末及2008年，随着信贷危机全面爆发，人们开始担心世界金融体系将彻底崩溃。没有人再为错失机会而忧心忡忡，钟摆已经摆动到了人们只怕赔钱的位置。于是人们开始规避所有哪怕有一点点风险的证券——无论它的潜在收益如何，并转向收益率几乎为零的政府证券。因此在这个阶段，投资者表现得恐惧过甚、卖出过急，投资组合的建仓也过于保守。

塞思·卡拉曼：保罗·艾萨克称之为“无收益风险”。

保罗·约翰逊：二者让我们重温了投资者在2008年金融危机之前所犯下的许多错误。

因此，过去几年里所发生的一切为我们提供了见证钟摆式摆动以及大众如何在错误的时间做错误的事情的清晰机会。当形势大好、价格高企时，投资者迫不及待地买进，把所有谨慎都抛诸脑后。随后，当周围环境一片混乱、资产廉价待沽时，他们又完全丧失了承担风险的意愿，迫不及待地卖出。永远如此。



在我的职业生涯初期，一位经验丰富的投资者告诉过我，牛市有三个阶段。在此与读者分享。

- 第一阶段，少数有远见的人开始相信一切会更好。
- 第二阶段，大多数投资者意识到进步的确已经发生。
- 第三阶段，人人断言一切永远会更好。

不必再浪费时间搜肠刮肚了，他已经说得非常全面了。关键是领悟其中的含义。

市场有自身的规律，由投资者的心理变化（而不是基本面改变）所致的市场评估指标的改变，是引起大多数证券的价格出现短期变化的原因。投资者心理的变化也呈钟摆式摆动。

股票在形势严峻时最便宜。沮丧的前景令投资者裹足不前，只有少数精明勇敢的便宜货猎手愿意建立新的仓位。或许他们的购买行为吸引了某些人的注意，又或许前景变得不再那么令人沮丧，无论如何，市场开始有了起色。

保罗·约翰逊：简短的描述进一步表明了马克斯关于金融危机的观点，短短几句话揭示出成功的投资所面临的挑战。对于普通投资者来说，在经济前景黯淡的情况下进行新的投资是很困难的。然而，正是这样的时刻才会带来最高的潜在收益。

随后，前景似乎变得逐渐明朗起来。人们开始意识到正在发生的进步，成为买家不再是那么难以想象的一件事。当然，随着经济与市场脱离危险，人们买进股票的价格逐渐反映出股票的公允价值。

最后，人们开始被胜利冲昏头脑。受到经济以及企业表现进步的鼓舞，人们开始踊跃地推测未来。人们激动（并且嫉妒）于早期投资者斩获的利润，迫切希望分得一杯羹。他们无视事物的周期性，断言收益将永远存在。这就是我为何喜欢“智者始而愚者终”这句古老谚语的原因。最重要的是，在大牛市的最后一个阶段，人们开始假设繁荣期将永远存在，并愿意以此基础上确立的价格买进股票。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

霍华德·马克斯：最危险的事：当投资者相信情况只会越来越好的时候，就进入了最危险的阶段。这样的想法毫无意义，但大多数投资者会上当。这就是泡沫产生的原因——反之则会导致崩溃。

在我初次了解牛市三阶段的35年之后，在次贷的缺陷已经暴露、人们担心危机将会蔓延全球之后，我总结出了它的对立面——熊市的三个

阶段：

- 少数善于思考的投资者意识到，尽管形势一片大好，但不可能永远称心如意。

- 大多数投资者意识到势态的恶化。

- 人人相信形势只会更糟。

毫无疑问，我们正在迈入这三个阶段中的第二阶段。到处都是坏消息和坏账冲销。越来越多的人意识到新产品、杠杆、衍生品、交易对手风险以及盯市会计准则的内在危害。无法解决的问题似乎越来越多。

总有一天我们会达到第三阶段。人们对解决问题不再抱任何希望。不过，除非金融世界真的就此结束，否则我们仍然有希望遇到千载难逢的投资机会。重大底部出现在人人都忘记潮水仍会上涨的时候。那就是我们期望的时机。

《潮退了》，2008年3月18日

就在我写下这段话的6个月之后，市场已经按部就班地迈入第三阶段。人们认为世界金融体系有彻底崩溃的可能。事实上，崩溃的第一步——雷曼兄弟公司的破产，对贝尔斯登、美林银行、美国国际集团、房利美、房地美、美联银行和华盛顿互惠银行的合并或援助——已经发生了。这是有史以来最严重的危机，因此投资者比以往任何时候都认同“人人相信形势只会更糟”的第三阶段。与此同时，许多资产类别的钟摆式摆动——从2008年下跌到最低点，投资机会出现，再到2009年获利——也是有史以来我见过的幅度最大的摆动。

这一阶段的意义在于，为已经认识到正在发生的事件及其影响的人提供了机会。在钟摆的一个极端——最黑暗的极端——人们需要强大的分析力、客观性、决断力乃至想象力，才能相信一切将会更好。少数具备这些能力的人能够在极低风险的基础上获得高额利润。但在另一个极端，当人人开始推测未来、价格永远以不可思议的速度上涨时——令人痛苦的损失已悄然奠定了基础。

一切都是相辅相成的，任何事件都不是孤立的或偶然的。相反，它们都是一定的循环模式的组成部分，是可以掌握并从中获利的。

投资者的钟摆式摆动在性质上与第8章所描述的经济与市场周期的上下波动极为相似。出于某种原因，我对二者做了区分，并以不同的术语称呼它们。但事实上它们同样重要，主要的经验教训也是一样的。这得益于我在1991年写下第一篇关于钟摆的备忘录之后近20年的经验积累，我想在这里重新表述一下我对于钟摆的认识：

- 理论上，恐惧与贪婪是两个极端，多数时候钟摆应处于两极之间，但它在 midpoint 停留的时间并不长。

乔尔·格林布拉特：这意味着，无论是现在还是以后，市场总会创造机会。在机会较少的市场里，耐心很重要。价值机会终究会被正确地得以体现，通常不会超过一至两年。

- 投资者心理是主要因素，在它的影响下，钟摆通常处于摆向端点或从端点摆回的过程中。

- 钟摆不可能永远朝向某个端点摆动，或永远停留在端点处（尽管摆幅越接近最大时，人们越倾向于将之视为永恒状态）。

- 与钟摆类似，投资者心理朝向某个极端的摆动，最终会成为促进反方向回摆的力量。有时，积聚的能量本身就是回摆的原因——也就是说，钟摆朝向端点摆动时，会受到自身重力的修正。

- 自端点摆回的速度通常更快——因此，比朝向端点摆动的时间要短得多。（或者像我的合伙人谢尔顿·斯通通常说的：“气球泄气比充气快得多。”）

在多数市场现象中，类钟摆模式是明确存在的。不过，正像周期的波动一样，我们永远不会知道——

- 钟摆摆动的幅度。
- 令摆动停止并回摆的原因。
- 回摆的时机。
- 随后朝反方向摆动的幅度。

在牛市阶段.....为了维持统治地位，环境必须具备贪婪、乐观、繁荣、自信、轻信、大胆、风险容忍和积极的特征，但是这些特质不会永远统治市场。最终，它们会让位于恐惧、悲观、谨慎、

疑惑、怀疑、警惕、风险规避和保守……崩溃是繁荣的产物。我相信，把崩溃归因于过度繁荣而不是引发市场回落的特殊事件，通常来说更为合适。

《现在又如何》，2008年1月10日

我们能够肯定的事情之一，是极端市场行为会发生逆转。相信钟摆将朝着一个方向永远摆动——或永远停留在端点的人，最终将损失惨重。了解钟摆行为的人则将受益无穷。

抵御消极影响

得到更多的渴望、担心错过的恐惧、与他人比较的倾向、群体的影响以及对胜利的期待——这些因素几乎是普遍存在的。因此，它们对大多数投资者和市场都有着深远的影响。结果就是错误——频繁的、普遍的、不断重复发生的错误。

保罗·约翰逊：这极好地描述了大多数投资者面对牛市时的压力——正如马克斯所指出的，很少有人能对此免疫。

无效性——错误定价、错误认知以及他人犯下的过错——为优异表现创造了机会。事实上，利用无效性是保持卓越的唯一方法。为使自己与他人区别开来，你应该站在与那些错误相反的一边。



为什么会产生错误？因为投资是一种人类行为，而人类是受心理和情感支配的。

克里斯托弗·戴维斯：心理与反常情绪能够影响机构投资者做出消极的决策。

许多人具有分析数据所需的才智，但是很少有人能够更加深刻地看待事物并承受巨大的心理压力。换句话说，很多人会通过分析得出相似的认知结论，但是，因为各自所受的心理影响不同，他们在这些结论的基础上所采取的行动各不相同。最大的投资错误不是来自信息因素或分析因素，而是来自心理因素。投资心理包括许多独立因素，本章将一一进行探讨。但要记住的关键一点是，这些因素往往会导致错误决策。它们大多归属“人性”之列。

霍华德·马克斯：心理作用对投资者有着巨大的影响。大多数崩溃来自投资者心理造成的市场波动。当这些力量推动市场至泡沫过度或崩溃时，就会为拒绝高价持有、坚持低价买进的顶尖投资者创造更高的盈利。抵制这种负面力量是有必要的。

第一种侵蚀投资者的成就的情感是对金钱的渴望，尤其是当这种渴望演变成贪婪的时候。

大多数人投资的目的就是赚钱。（有些人将投资视为一种智力训练，或将投资视为显示自身竞争力的手段，而对他们来说，金钱也是衡量成功的标准。金钱本身可能不是所有人追求的目标，但它是人们拥有的财富的计量单位。不在乎钱的人通常是不会进行投资的。）

努力赚钱并没有错。事实上，对利润的渴望是驱动市场及整体经济运转的最重要因素之一。危险产生于渴望变成贪婪的时候。对于贪婪，韦氏词典将其定义为“对财富或利润过度的或无节制的、通常应受谴责的占有欲”。

贪婪是一股极其强大的力量。它强大到可以压倒常识、风险规避、谨慎、逻辑、对过去的教训的痛苦记忆、决心、恐惧以及其他所有可能令投资者远离困境的要素。反之，贪婪时常驱使投资者加入逐利的人群，并最终付出代价。

贪婪与乐观相结合，令投资者一次又一次地追求低风险高收益策略，高价购进热门股票，并在价格已经过高时抱着增值期望，继续持股不放。事后人们才发现问题所在：期望是不切实际的，风险被忽略了。

《化后知后觉为先见之明（即，他们在想什么）》，2005年10月17日

与贪婪相对应的是恐惧——我们必须考虑的第二个心理因素。在投资领域，这个词并不代表理性的、明智的风险规避。相反，恐惧就像贪婪一样，意味着过度。因此恐惧更像恐慌。恐惧是一种过度忧虑，妨碍了投资者采取本应采取的积极行动。

在我的职业生涯中，我一直惊讶于人们为何那么轻易就自愿终止怀疑。因此，我要讨论的第三个因素就是人们有容易放弃逻辑、历史和规范的倾向。这种倾向使得人们愿意接受任何能让他们致富的可疑建

议……只要说得通就行。对此，查理·芒格引用德摩斯梯尼的一句话做了精彩的点评：“自欺欺人是最简单的，因为人总是相信他所希望的。”相信某些基本面限制因素不再起作用，因而公允价值不再重要的信念，是每一个泡沫以及随之而来的崩溃的核心。

在小说中，自愿终止怀疑为我们增添了乐趣。在看《小飞侠》时，我们不想听到坐在旁边的人说“我能看到那些线”（即使我们知道线就在那里）。虽然知道小男孩不会飞，但是我们不关心这些，我们坐在那里纯粹是为了娱乐。

但投资的目的是严肃的，容不得玩笑，我们必须持之以恒地警惕在现实中无效的东西。简而言之，在投资的过程中需要大量的怀疑……怀疑不足会导致投资损失。在事后剖析金融灾难的时候，有两句话屡次出现：“好到不像真的”和“他们在想什么”。

《化后知后觉为先见之明（即，他们在想什么）》，2005年10月17日

是什么让投资者迷上这样的错觉呢？答案通常是，投资者往往在贪婪的驱使下，轻易地摒弃或忽略了以往的教训。用约翰·肯尼斯·加尔布雷斯的话来说，是“极端短暂的金融记忆”使得市场参与者意识不到这些模式的复发性与必然性：

当相同或者相似的情况再次发生时（有时仅仅相隔几年），通常会被年轻的、永远超级自信的新一代当作金融领域以及更广阔的经济领域的创新发现而受到追捧。在人类的活动领域内，历史的作用可能很少像在金融领域内这样无足轻重。既往经验作为记忆的一部分，被斥为“缺乏敏锐洞察力、认识不到当前令人难以置信的奇迹的人们的原始避难所”而遭到摒弃。（约翰·肯尼斯·加尔布雷斯，《金融狂潮简史》，纽约：维京出版社，1990）

乔尔·格林布拉特：我犯过的许多错误都是以前犯过的同样的错误——它们每次看起来都略有不同，其实只是同样的错误改头换面而已。

对于人们逐渐深信不疑的、能够带来无风险高回报的、万无一失的投资——必然的成功或免费的午餐——很有进一步探讨的必要。

当市场、个体或一种投资技术获得短期高额收益时，它通常会吸引人们的过度（盲目）崇拜。我将这种获得高额收益的方法称为“银弹”。

投资者永远在寻找银弹，也称其为“圣杯”或“免费的午餐”。人人都想要一张无风险致富的门票。很少有人质疑它是否存在，或者为什么他们应该得到。无论如何，希望永远在滋生。

然而银弹并不存在，没有任何策略能够带来无风险的高收益率。没有人知道所有答案，我们只是人而已。市场是不断变化的，并且就像许多其他的事物一样，获得意外利润的机会是随着时间的推移而减少的。相信银弹存在的信仰终会导致灭亡。

《现实主义者的信条》，2002年5月31日

乔尔·格林布拉特：记住，如果理论（像谣言一样）缺乏这一事实基础，一开始就不会有人相信它们。

是什么促成了银弹信仰呢？最初，通常存在一定的**事实基础**，这一事实被发展成冠冕堂皇的理论，信徒们开始四处游说。随后，这一理论带来了短期利润，无论是因为理论本身确有一定价值，还是仅仅因为新信徒的购买行为推高了目标资产的价格。最后会出现两种表象：第一，存在一种获得必然财富的方法；第二，方法的效力引发狂热。就像沃伦·巴菲特于2010年6月2日在国会上所说的那样：“居高不下的价格就像是一剂麻醉剂，影响着上上下下的推理能力。”但在事后——爆发之后——这种狂热被称为“泡沫”。

第四个造成投资者的错误的心理因素是从众（即使群体共识存在显而易见的荒谬）而不是坚持己见的倾向。在《市场是怎么失败的》一书中，约翰·卡西迪描述了斯沃斯莫尔学院的所罗门·阿希教授在20世纪50年代所做的经典心理实验。阿希请被测试组对看到的情况做出判断，但是在每组中只有一个人是被测试对象，其他人都是托儿。卡西迪解释说：“这样的设置将真正的被测试对象置于两难境地，正如阿希所说，‘我们对他施加了两种相反的力量——他自己的感觉，以及同组人一致的群体意见。’”

真正的受测对象忽略自身所见与同组人保持一致的比值很高，即使其他人明显是错误的。这个实验显示了群体的影响力，它启发我们，应该对群体共识的正确性持保留态度。

“就像所罗门·阿希的视觉实验中的参与者一样，”卡西迪写道，“许多不赞同市场共识的人会觉得受到了排斥。最终，真正疯狂的是那些不懂市场的人。”

从众的压力和赚钱的欲望一次又一次地致使人们放弃了自己的独立性和怀疑精神，将与生俱来的风险规避抛诸脑后，转而去相信毫无意义的东西。这种情况发生得非常频繁，因此一定是某些固有因素而不是随机因素在起作用。

第五个心理影响因素是嫉妒。无论贪婪的负面力量有多大，它还有激励人们积极进取的一面，与之相比，与别人相比较的负面影响更胜一筹。这就是我们所谓的人的天性中危害最大的一个方面。

一个在孤立环境下感觉快乐的人，当他看到别人做得更好时，可能会变得痛苦不堪。在投资领域中，投资者在面对别人赚钱比自己多这一事实时，大多难以坐视不管。

霍华德·马克斯：情绪与自负：许多投资的驱动因素是具有可比较性的。如果别人做得更好，那么高收益也不会令人满意，而如果别人做得更坏，那么低收益往往就能使人知足。这种比较的倾向是最有害的，强调相对收益而不是绝对收益体现了心理对投资过程的扭曲。

我知道这样一家非营利机构，它从1994年6月到1999年6月的捐赠基金的年收益率是16%，但是同行23%的年均收益率令投资者沮丧不已。

塞思·卡拉曼：即使是最好的投资者都会以收益来评判自己。用风险来进行评判很难，因为风险无法衡量。显然，这个捐赠基金的投资经理们善于利用风险规避，不过他们对于获得的相对收益却很失望，尽管从他们在接下来三年的表现来看，他们的风险调整后业绩可能相当不错。这突出了在短期业绩被认为不佳的情况下，投资者保持长期信念的不易。

没有任何成长股、科技股、收购以及风险投资的捐赠基金在5年的时间里发展滞后。而随着科技股崩盘，从2000年6月到2003年6月，这家机构只有3%的年收益率（同期的捐赠基金大多出现亏损），股东们反而兴高采烈起来。

这样的结果肯定有问题。人们怎么可能因为每年赚16%而不开心，赚3%反倒高兴呢？答案是我们都有与别人进行比较的倾向，这种倾向会对本应是建设性、分析性的投资过程产生不利影响。

乔尔·格林布拉特：这一点极为重要。大多数机构投资者和个人投资者会比较他们的收益，因此大多以从众而告终：搞错重点了。

第六个关键影响因素是自负。在下列事实面前保持客观和审慎具有极大的挑战性：

- 进行短期投资业绩的评价和比较。
- 在繁荣期，轻率甚至错误地承担更大风险的决策往往能够带来最好的收益（我们在大部分时间里都处于繁荣期）。
- 最好的收益带来最大的自我满足。如果事情确实如愿发展，那么自认聪明并得到别人的认可是一件很开心的事。

霍华德·马克斯：情绪与自负：投资（特别是糟糕的投资）是一个满是自负的世界。由于风险承担在上升的市场中能够获得回报，自负能够令投资者采取积极的行动，以期通过高企的业绩彰显自己。但是据我所知，最好的投资者寻求的都是最好的风险调整后收益……而不是名声。在我看来，成功投资之路往往以谦卑而不是自负为特征。

相比之下，善于思索的投资者会默默无闻地辛勤工作，在好年份里赚取稳定的收益，在坏年份里承担更低的损失。他们避开高风险行为，因为他们非常清楚自己的不足并经常自省。在我看来，这是创造长期财富的最佳准则——但是，在短期内不会带来太多的自我满足。谦卑、审慎和风险控制路线并不那么光鲜亮丽。当然，投资本不应与魅力搭边，但它往往是一种富有魅力的艺术。

最后，我要探讨一种我称之为“妥协”的现象，一种通常出现在周期后期的投资行为特征。投资者会尽他们的最大努力坚持自己的信念，但当经济和心理压力变得无法抗拒时，他们会放弃并跟风。

一般来说，踏入投资业的人都聪明过人、学识丰富、见多识广并精于计算。他们精通商业和经济的微妙之处，也了解复杂的理论。多数投

投资者都能够得到关于价值和前景的合理结论。

但是，还有心理因素和群体影响的介入。在大多数时间里，资产被估价过高并持续增值，或者被估价过低并持续贬值。最终，这种倾向会对投资者的心理、信念和决心造成不利影响。你舍弃的股票别人却因此获利，而你买进的股票在日益贬值，你认为危险或者愚蠢的概念——热门新股、无收益的高价科技股、高杠杆的抵押贷款衍生品——日复一日地被宣扬和传播。

随着定价过高的股票走势更好，或者定价过低的股票持续下跌，正确的做法变得更加简单：卖掉前者，买进后者。但是，人们不会这样做。自我怀疑的倾向与别人成功的传闻混杂在一起，形成了一股使投资者做出错误决定的强大力量，当这种倾向的持续时间增加时，其力度也会增大。这是另外一种我们必须对抗的力量。

霍华德·马克斯：害怕看错：资产定价过高是由于投资者过高估计并推高资产价值的行为所致。这一过程会一直持续下去，直到价格涨到“恰当”水平或者当你感觉定价过高将它卖出。通常列车会继续向前冲出很远，最初的价格判断看起来更像是错误的而不是正确的。这可以理解，但是难以忍受。

得到更多的渴望、担心错过的恐惧、与他人比较的倾向、群体的影响以及对胜利的期待——这些因素几乎是普遍存在的。因此，它们对大多数投资者和市场都有着深远的影响。结果就是产生错误——频繁的、普遍的、不断重复发生的错误。

霍华德·马克斯：情绪与自负：大多数导致泡沫或崩溃的波动都以事实为基础，通常还有合理的分析……至少在最初是这样的。但是，心理因素导致结论中含有错误的因素，而市场在实践结论的道路上走得太远。巨大的市场亏损源于心理偏差而不是分析失误。

这么多并且可能不适用于你的理论是否对你有所触动呢？我真心希望你是对的。我的结论是理性者有可能屈服于情感的破坏性力量。为了打消你对这句话的疑虑，让我提醒你四个字：科技泡沫。之前我提到过在投资者无视价值与价格之间合理关系的疯狂时期都发生了什么。是什

么令投资者放弃了常识？是我们一直在这里谈论的某些情感：贪婪、恐惧、自欺、自负，让我们回顾一下当时的情况，看一看心理在其中是如何起作用的。

20世纪90年代是股市的全盛期。当然也有表现不好的日子或月份，以及像1994年大幅加息这样的打击，但是标准普尔500股票指数从1991年到1999年（包括1991年和1999年）每年都有盈利，年平均收益率高达20.8%。这样的结果足以让投资者产生乐观情绪，欣然看涨。

在最初几年里，成长股的表现比价值股略好——可能是已经在80年代取得良好业绩的价值股冲高回落所致——同样提升了投资者高度重视公司成长潜力的意愿。

投资者为技术创新着迷。宽带、互联网和电子商务的发展似乎有改变世界的可能，科技企业家和电信企业家受到追捧。

科技股上涨，吸引更多人买进，股价继而进一步上涨，像往常一样表现为不可阻挡的良性循环进程。

在多数牛市中，貌似合乎逻辑的理论都或多或少起着一定的作用，以下理论也不例外：因为公司表现好，所以科技股的表现将胜过其他股票。更多的科技股将被纳入股指中，它们在经济中的重要性将不断提高。指数基金和模仿指数的隐蔽型指数基金将买入更多的科技股，积极投资者也将跟进。更多的人会制订401(k)养老计划，所以401(k)投资者将会提高投资组合中股票的比重，以及科技股在股票中的比重。因此，科技股必须上涨，而且上涨速度必须超过其他股票，只有这样才会继续吸引更多人来购买。所有现象都是短期内实际发生了的事实，助长了人们对这一理论的轻信。

IPO（首次公开募股）的科技股在发行首日就上涨数十甚至数百个百分点，十足一副必胜者的姿态。寻求准备IPO的公司成为一股普遍的狂热。

从心理学的角度来讲，IPO时发生的一切特别具有蛊惑性。大致情形如下：办公室里坐你隔壁的家伙告诉你，他在买一家准备IPO的公司的股票。你询问这个公司是干什么的。他回复：“不知道”，但是他的经纪人告诉他，发行首日股价会翻番。你说：“这很荒谬。”一星期后他告诉你，他的股票没有翻番……而是变成了原来的三倍，但他仍然不知道这个公司是干什么的。几次之后，这个过程开始变得令人难以抗拒。你知道这毫无道理可言，但是你不想继续让人感觉你像个智力障碍者似

的。典型的妥协表现是接下来在某公司IPO时，你买进了几百股……并且因为你这样的新买家的买入行为，这把火有越烧越旺的势头。

投资了成功的创业企业的风险投资基金吸引了高度关注和大量资金。谷歌上市那年，为它提供种子资金的风投基金上涨了350%。

科技股投资者的智慧得到了媒体的盛赞。受经验和怀疑的限制最少的人——因而也是赚钱最多的人——大多30岁出头，甚至有的才20多岁。从来没有人指出，他们的成功也许只不过是受益于非理性市场，而不是因为他们绝顶聪明。

还记得我前面关于所有的泡沫都始于事实的见解吗？在这个例子中，科技的巨大潜力就是事实的种子，随之而来的看涨理论为之添加了肥料，正在进行并且看似永不停息的价格上涨则进一步推波助澜。

当然，所有对科技、电子商务和电信股票的狂热追捧，都源自这类公司改变世界的潜力。我丝毫不怀疑这些进步正在彻底改变着我们所熟知的生活，也丝毫不怀疑它们将会使世界截然不同——哪怕仅仅是与几年前相比。挑战在于指出它们中的哪一个是制胜投资，以及它们现在的实际价值如何……

现在说科技、互联网和电信即将盛极而衰，且好比螳臂当车，但我必须告诉你的是，它们已经从巨大的繁荣中受益，应抱着怀疑的态度审视它们。

《网络科技泡沫》，2000年1月3日

在写下2000年1月的备忘录之后不久，不堪重负的科技股甚至在没有任何引发下跌的外部事件的情况下开始崩溃。忽然之间，股价过高亟须调整的事实明朗起来。每当投资热过气的时候，《华尔街日报》就会用一张表格来显示由此造成的损失，典型股票通常会跌90%或更多。在科技泡沫破灭的时候，表格上显示的损失在99%以上。自大萧条后，综合股价指数首次遭遇为期三年的衰退，而科技股——以及整体股票市场——看上去不再有任何特别之处。

回顾过去的10年，我们看到，科技发展的确已经改变了世界。成功企业有着巨大的价值，报纸和CD等行业受到了深远影响。但同样显而易见的是投资者在泡沫中往往置常识而不顾，他们忽略了很多事实：并不是所有的公司都会成功，股市会有漫长的震荡过程，提供免费服务难以盈利，以高市售率（因为没有利润，所以不能用市盈率）定价的亏损公

司的股票有着巨大的风险。

乔尔·格林布拉特：我想起了巴菲特关于航空业经济的金句。航空业是一项伟大而有价值的创举，但并不意味着它就是一个好生意。巴菲特说过，一个真正的资本家会在威尔伯降落于基蒂霍克时，就为航空业的资本破坏史写下一笔。

贪婪、兴奋、不理性、丧失怀疑以及忽视价值，令人们在科技泡沫中损失惨重。此外，它还使许多聪明过人、训练有素的价值投资者在泡沫破裂前看起来愚蠢不堪（当然，泡沫最终还是破裂了）。

霍华德·马克斯：最危险的事：乐观的感觉——有时被称为“非理性的动物精神”——是过高估计资产价值的主要原因。训练有素的价值投资者在一开始看起来像是悲观主义者、爱抱怨、顽固不化……最后，事实证明他们才是能够规避损失的少数人。

避免在泡沫中赔钱的关键是，当贪婪和人为错误导致积极因素被高估、消极因素被忽视时，拒绝跟风。做到这一点并不容易，因此弃权的人并不多。同理，对于在暴跌中恐惧过度的投资者来说，关键是避免卖出——也许更恰当的做法是买进。（这一点提醒了我。需要指出的是，泡沫可以自行产生，不一定是崩溃的必然结果，但崩溃一定是泡沫的必然结果。）

对于大多数人来说，在科技泡沫时期，抵制买进的诱惑很难；在信贷危机全面爆发时，抵制卖出的欲望更难——此时买进的难度还要更胜一筹。在牛市中没有买进的最坏结果不过是你看起来有些落后并且要付出机会成本。但在2008年大崩溃时，没有卖出的后果则是无尽的损失，世界末日仿佛真的有可能降临。

霍华德·马克斯：情绪与自负：拒绝加入从众犯错的队伍——就像是在投资领域的其他方面那样——需要控制好情绪和自负。这是最困难的事，但其带来的回报却十分可观。仅凭精通投资中的人性之道并不足以获得成功，一旦能与熟练的分析结合起来，则会得到丰厚的收益。

那么，投资者究竟要如何对待这些促使他们做出愚蠢投资的心理冲动呢？首先，认识它们，这是我们获得战胜它们的勇气的第一步。其

次，要认清现实。认为自己对本章中所描述的影响因素免疫的投资者会将自己置于危险境地。如果这些因素对别人的影响足够大到改变整个市场，那么凭什么它们不会影响你？如果一个牛市强大到可以令成年人无视过高的估价甚至承认永动机的可能性，那么凭什么它不会对你产生同样的影响？如果一个无限损失的故事恐怖到令别人廉价抛售，那么又有什么能阻止它不令你做同样的事情？

相信我，在别人都在买进、专家态度乐观、上涨理由充分、价格不断飙升、承担最高风险的人不断获得巨额收益的鼎盛期，抵制买进是很难的（卖出更难）。相反，在股市跌入谷底、持股或买进似乎会带来全盘损失的时候，抵制卖出也是很难的（买进更难）。

霍华德·马克斯：害怕看错：记住，你并不会因为闭塞而犯错。资产会因为他人的行为而难以掌控。你或许会有一段时间看起来是错误的，而群体成员似乎（或感觉）是正确的。将自己与他人进行过多的比较是一种侵蚀意志的过程——虽然这是天性使然——而且，这也会给你施加过多的压力。

与本书中描述的其他事情一样，简单的解决方案是不存在的：没有告诉你市场已经摆向非理性极端的公式，没有保证你永远做出正确决策的完美工具，也没有保护你不受消极情绪影响的魔法药丸。正如查理·芒格说的：“没那么简单。”

那你该用什么样的武器来提高自己的胜算呢？以下是在橡树资本管理公司中行之有效的方法：

- 对内在价值有坚定的认识。

乔尔·格林布拉特：没有这一点，一个投资者便无以立足。内在意义的重要价值在于，它是可以抵挡心理因素对行为造成影响的唯一方法。那些未能评估公司或安全水平的投资者不会拥有成功的商业投资或前景（除非是走运）。这听起来很简单，但是大多数的投资者都会欠缺。

- 当价格偏离价值时，坚持做该做的事。

• 足够了解以往的周期——先从阅读和与经验丰富的投资者交谈开始，之后通过经验积累——从而了解市场过度膨胀或过度萎缩最

终得到的是惩罚而不是奖励。

- 透彻理解市场对极端市场投资过程的潜在影响。

- 一定要记住，当事情看起来“好得不像是真的”时，它们通常不是真的。

- 当市场错误估价的程度越来越深（始终如此）以至于自己貌似犯错的时候，愿意承受这样的结果。

- 与志趣相投的朋友或同事相互支持。

这些方法并不一定奏效，但它们能够赋予你可以一搏的机会。

逆向投资

在别人沮丧地抛售时买进、在别人兴奋地买进时抛售都需要最大的勇气，但它能带来最大的收益。

约翰·邓普顿爵士

我只能用一个词来描述大多数投资者——趋势跟踪者，而杰出投资者恰恰相反。希望到目前为止我已经令你相信，卓越投资需要第二层次思维——一种不同于常人的更复杂、更具洞察力的思维方式。从定义上来看，大多数投资者不具备这种思维能力，因此成功的关键不可能是群体的判断。某种程度上来说，趋势、群体共识是阻碍成功的因素，雷同的投资组合是我们要避开的。由于市场的钟摆式摆动或市场的周期性，所以取得最终胜利的关键在于逆向投资。

沃伦·巴菲特的建议的精髓：“别人对自己的事务越不慎重，我们对自己的事务则越应慎重。”他鼓励我们采取和别人相反的行动：做逆向投资者。

保罗·约翰逊：逆向投资是成功的价值投资者所具备的重要技能。然而，我发现经验是培养这种技能的最重要因素。逆向投资是教学中的一个挑战。

与其他人做同样的事情会将你置于波动状态之下，这种波动有时会因他人及你自身行为的影响而过度。跟着人群蜂拥逃离悬崖当然是不可取的，但是我们需要极好的技巧、洞察力以及纪律才能避免这种情况的发生。

《现实主义者的信条》，2002年5月31日

群体错误的逻辑性是明确的，甚至几乎是可以测算的：

- 市场会发生剧烈的摆动，从牛市到熊市，从估价过高到估价过低。

- 市场走势受群体（人群或大多数人）行为的驱动。牛市出现于更多的人想成为买家而不是卖家，或买家比卖家更为活跃的时候。随着人们从卖家转变为买家，或买家活跃度的进一步提高、卖家活跃度的进一步降低，市场开始上涨（买家不占据主导地位，市场就不会上涨）。

保罗·约翰逊：这是一种关键的洞察力，能够使逆向投资对投资者自己有利。

- 市场极端代表着拐点，出现于牛市或熊市达到巅峰时。比方说，当最后一个希望成为买家的人成为买家的时候，市场就会到顶。既然在到顶时，所有买家都已经加入了看涨群体中，那么牛市就不会进一步上涨，市场也已高到了它能够达到的极限。此时买进或持有都很危险。

- 因为再也没有看涨的人，市场停止了上涨。如果次日有一个人从买家转变成卖家，那么市场就会下跌。

- 因此，在达到由群体的信念所创造出来的市场极端时，大多数人都是错的。

- 因此，投资成功的关键在于逆势而行：不从众。那些意识到他人错误的人可以通过逆向投资而获利丰厚。

我们常常看到狂热的买家或恐慌的卖家，匆忙地买进或急迫地卖出，过热的市场或冰冷的市场，以及高得过分的价格或低得离谱的价格。可想而知，市场和投资者的态度与行为只在中点停留很短的时间。

这对我们的行为有何影响？从众并在周期处于极端的时候加入市场中，显然对你的金融状况极为不利。市场的高点产生于狂热的买家占据上风、价格被推到难以超越的高度的时候。市场的低点出现于恐慌的卖家占据上风、急于以过后看来严重偏低的价格抛售资产的时候。

“低买高卖”是一句古老的名言，但是被卷入市场周期中的投资者却常常反其道而行之。正确的做法应该是逆向投资：在人们冷落时买入，在人们追捧时卖出。“千载难逢”的市场极端情况似乎每隔10年左右便会出现一次——这还不够频繁，以至于投资者很难以利用

市场极端获利为业。但是，尝试这样去做应该是所有投资方法的重要组成部分。

乔尔·格林布拉特：我热衷于这个想法。市场出现极端情况（或者是更准确的说法——机遇）的可能性会大于合理情况。你绝不会在这些情况中发生触底或触顶，而它们则是痛苦和困难的源头。

不要认为这很简单。当价格显著偏离内在价值时，你需要有感知的能力。你必须有足够的意愿去挑战传统智慧，抵制“市场永远有效因而永远正确”的神话。你需要为这种果断行为打下基础，你必须得到拥护者的理解和支持。期待胜利却没有足够的时间安然度过极端期的你将会成为最典型的市场受害者：一个6英尺高的人淹死在平均5英尺深的小河里。但是，如果你对市场的钟摆式摆动保持警惕，你就有可能认出那些偶尔出现的机会。

《良好平衡》，2004年7月21日

乔尔·格林布拉特：巴菲特和马克斯有一个伟大的观点。从长期看来，市场会自动走向正确。但是，在看到长期之前，你必须得在短期内幸免于难。



接受逆向投资概念是一回事，把它应用到实际中则是另一回事。首先，我们永远不知道市场的钟摆能摆多远，也不知道它在发生逆转的时候会向反方向摆多远。

其次，我们可以肯定的是，一旦市场达到极端，它最终会摆回（或超过）中点。认为市场会沿着同一方向永远摆动或者到达端点时便会停留在那里的投资者必定会失望。

最后，由于影响市场的各种因素的易变性，没有任何工具（包括逆向投资）是完全靠得住的。

- 逆向投资并不是一种让你永远稳赚不赔的方法。在大多数情况下，没有值得下注的过度市场。

乔尔·格林布拉特：我是这样来看待它的：虽然没有人能够穿

越高速公路上的迈克卡车车流，但这并不表示你不能够这样做。

- 即使市场过度发展，你也要记住，“估价过高”与“明天就会跌”是截然不同的。

- 市场可以被高估，也可以被低估，并且能够将这种状态维持一段时间甚至若干年。

- 不利走势会令人非常痛苦。

- 有“人人”都得出“大众是错误的”这一结论的时候。我的意思是，逆向投资本身会变得过于热门，从而有可能会被误以为是群体行为。

塞思·卡拉曼：在这里，牢记格雷厄姆与多德的教诲是十分重要的。如果你试图在市场中寻找一份报告，而持有的股票每天都在下跌就会让你有一种挫败感。但是，如果你对投资尚存兴趣，那么你会感觉自己是在以较大的折扣购买被低估的资产。也许，你只需保持积极的心态。这正是沃伦·巴菲特对1973—1974年熊市期间关于抄底的论述。

- 最后，仅仅做与大众相反的投资是不够的。考虑到刚刚提到的逆向投资的各种困难，你必须在推理和分析的基础上，辨别如何脱离群体思维才能获利。你必须保证自己在进行逆向投资的时候，不仅知道它们与大众的做法相反，还知道大众错在哪里。只有这样你才能坚持自己的观点，在立场貌似错误或损失远高于收益的时候，才有买进更多的可能。

戴维·史文森是耶鲁大学捐赠基金的管理人。耶鲁的投资表现一直相当出色，这与过去20多年里史文森对捐赠基金投资的杰出影响是分不开的。自20世纪80年代执掌耶鲁大学捐赠基金起，他极不寻常的思维方式逐渐成为捐赠基金的业内准则。他对逆向投资的困难有着精彩的阐述。

投资成功需要坚定的立场，即使它因为与群体共识存在分歧而令人不安。轻率的承诺将招致失败，会将投资组合经理暴露于高买低卖的双重危险之下。投资者只有具备来自强健决策程序的果断决策的自信，才能卖出过度投机的股票，买进估价过低的股票。

积极管理策略需要传统机构采取非传统的做法，这是一种很少

有人能够解释清楚的悖论。建立并维持非传统的投资组合需要有接受令人不安的特殊投资组合的能力，即使它在拥有传统智慧的人的眼中往往显得轻率透顶。

《投资组合的创新管理》，2000年

保罗·约翰逊：这就是听从马克斯的建议后，所能获得的丰厚回报。

最终获利最高的投资行为，是我们所定义的逆向投资：在所有人卖出时买进（因而价格很低），或者在所有人买进时卖出（因而价格很高）。正如史文森所说，这种行为是孤独并且令人不安的。怎么知道它的对立面——大众行为——是令人安心的呢？因为大多数人都在那样做。

霍华德·马克斯：害怕看错：在这里有一些特定的形容词——非制度化的、特殊的、轻率的、一意孤行的、不适的，它们为挑战是如何巩固非共识看法提供了注解。但是，只要能够获得优异的表现，这样做是绝对有必要的。



我发现投资最有趣的一件事是它的矛盾性：最显而易见、人人赞同的事，最终往往被证明是错误的。

我不是说公认的投资智慧无效。现实更加简单、更加系统化：多数人并不了解产生巨大收益潜力的投资进程。

显而易见的投资者共识几乎总是错的……投资背后群体意识的凝聚，往往会消弭其潜在的利润……比如，一项“人人”都认为很好的投资。在我看来，单从定义来讲，它就不可能是这样的。

乔尔·格林布拉特：这非常简单，而且十分睿智。

• 如果人人都喜欢它，那么可能是因为它一直表现良好。多数人倾向于认为，迄今为止的优异表现能够预示未来的优异表现。事实上，迄今为止的优异表现往往是因为借用了未来的概念，因此它预示着较差的未来表现。

• 如果人人都喜欢它，那么很有可能它的价格已经高到受人追捧

的水平，增值空间可能相对较小。（当然，从“估价过高”到“估价更高”是有可能的，但我并不指望这种情况会发生。）

- 如果人人都喜欢它，那么很有可能这一领域已经被彻底发掘过——资金流入已经过多——便宜货也所剩无几了。

- 如果人人都喜欢它，那么一旦群体心理改变并寻求离场，就会面临价格下跌的显著风险。

杰出投资者能够识别并买进价格低于实际价值的股票。只有当多数人看不到投资价值的时候，价格才会低于价值。约吉·贝拉有一句名言：“没有人愿意再光顾那家餐馆了，因为它太挤了。”这就像是在说“人人都意识到那是一只特价股”一样毫无意义。如果人人都意识到这一点，他们就会买进，在这种情况下，价格就不再低廉……买进人人喜欢的股票不会赚大钱，而买进被大众低估的股票才会赚大钱……

简而言之，杰出投资有两个基本要素：

- 看到别人没有看到或不重视的品质（并且没有反映在价格上）。

- 将这种品质转化为现实（或至少被市场接受）。

通过第一点应明确的是，杰出投资的进程始于投资者的深刻洞察、标新立异、特立独行或早期投资。这就是为何成功投资者大多都很寂寞的原因。

《人人都知道》，2007年4月26日

2007—2008年的全球信贷危机是我见到过的最大的崩溃。需要我们从中学到的教训很多，因此我在不止一章中对它进行了多方位的探讨。对我来说，这个教训让我有了新的理解：怀疑论也需要逆向思维。我不是一个经常顿悟的人，但是在怀疑论这个问题上，我确有所悟。

在每一次泡沫破裂的时候，牛市崩溃，银弹失效，人们为自己的错误扼腕叹息。怀疑论者清醒地意识到了这一点，他们试图提前识别假象，避免同大多数人一样被假象蒙蔽。因此，投资怀疑论者通常是抗拒投资热潮、牛市狂热和庞氏骗局的一群人。

我的顿悟产生于2008年10月中旬，全球信贷危机接近最低点的时候。那个时候，我们正在耳闻目睹着以前不敢想象的事情：

- 雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司、房地美、房利美以及美国国际集团的破产和接受紧急援助。

- 公众对高盛集团及摩根士丹利公司的生存能力十分担忧，以及其股价均大幅下跌。

- 美国国债信用违约掉期保费的持续上涨。

- 极度风险规避造成的短期国债利率接近零点。

- 我想，这是人们第一次意识到，美国政府的财政资源是有限的，政府印刷钞票和解决问题的能力也是有限的。

在雷曼兄弟公司破产后，显而易见的是……形势正在不断恶化，没有人知道这种情况会在什么时候以什么样的方式结束。真正的问题在于：人们相信任何消极的情况，所有包含乐观因素的情况都被当作盲目乐观被摒弃了。

当然，这其中有一点是对的：一切皆有可能。但是在应对未来时，我们必须考虑两件事：第一，可能发生的事件；第二，实际发生的概率。

危机期间，许多不好的事情看起来都有可能发生，但并不意味着它们一定会发生。身处危机期间的人们无法将两者区分开来……

40年来，我见证了投资者的心理在躁狂—抑郁之间的疯狂摆动：除了常说的恐惧与贪婪，还有乐观与悲观、轻信与怀疑。总而言之，从众——并随着钟摆而摆动——只会带给你长期平均表现，并让你在极端市场下一败涂地。

乔尔·格林布拉特：投资者的情绪在2008年10月时表现得极为突出。股价出人意料的低，股票被寄予希望将会强势反弹。事实是，在接下来的两年里反弹势头的确极为强劲。然而，在股市出现好转前，股价先是比2008年时还下跌了20个百分点（发生在2009年3月）。

如果你相信别人都相信的故事，你就会和他们做同样的事。通常你会高买低卖。你会爱上无风险高收益的“银弹”神话。你会买进表现良好的股票，卖出表现不佳的股票。你会在崩溃期遭受损失，在恢复期错失机会。换句话说，你会成为一个循规蹈矩而不是标新立异的人，一个趋势追随者而不是逆向投资者。

怀疑态度是深入了解资产负债表、了解最新财务工程奇迹或那些不容错过的故事的必要条件……只有怀疑论者才能分得清听起来

不错、实际也不错，以及听起来不错、实则糟糕的东西。我所熟知的最优秀的投资者身上都体现了这一特质。这是一个绝对必要的条件。

许多坏事的发生揭开了曾被认为不可能出现的信贷危机的序幕，同时对大量利用杠杆的投资者造成了严重影响。所以简单的解释就是，之所以会在信贷危机中受到重创，是因为他们不够怀疑或不够悲观。

这引发了我的顿悟：怀疑并不等同于悲观。在过度乐观时，怀疑倡导悲观；但在过度悲观时，怀疑又会倡导乐观。

随着信贷危机在上周达到阶段性高峰……我发现极少人是乐观的，绝大多数人有着不同程度的悲观。没有人持怀疑态度，或者说没有人认为“这个恐怖故事不太可能是真的”。上周，人们一直没有积极买入，所以股价一跌再跌——俗话说的“跳空”，一次就下跌很多。

与往常一样，解决问题的关键是对别人所说的和所做的保持怀疑。消极的故事可能更令人信服，但只有少数人相信的乐观故事才有更大的盈利潜力。

《负面主义的极限》，2008年10月15日



大众在市场达到顶峰时会乐观，在市场跌到谷底时会悲观，显然这是不对的。因此，为了获利，我们必须对顶峰时普遍的乐观和谷底时盛行的悲观持怀疑态度。

《试金石》，2009年11月10日

通常，我们认为怀疑态度就是在恰当的时间说出“不对，事情好到不像是真的”。但是，在2008年我意识到——回想起来是如此显而易见——有时候怀疑态度同样要求我们说：“不对，事情坏到不像是真的。”

许多在2008年第四季度购买的不良债务在接下来的18个月竟然得到了50%~100%甚至更高的收益率。在那样的艰难形势下，买进是极端困难的一件事，但是，当我们意识到几乎没有人再说“不对，事情坏到不像是真的”的时候，做出买进决定还是比较容易的。在那个时刻，保持乐观并大胆买进就是逆向投资的最佳表现。



某些共同的线索贯穿于我所目睹的最佳投资中。它们通常是逆向投资，富有挑战性并令人不安——尽管经验丰富的逆向投资者会从与众不同的立场中得到安慰。举例来说，每当债务市场崩溃时，多数人就会说：“我们是不会去接下落的刀子的，那太危险了。”通常，他们会再补充道：“我们要等到尘埃落定，不确定性得到解决之后再说。”当然，他们所表达的意思是，他们被吓坏了，不确定到底该怎么做。

霍华德·马克斯：害怕看错：虽然需要忍受孤独和不适的处境，但这却是值得庆幸的。通常，当处于钟摆式摆动的极点时，身为大流中的一员才应该需要担心。

我敢肯定的一件事是，当刀子停止下落，尘埃已然落定，不确定性得到解决的时候，利润丰厚的特价股也将不复存在。当买进某种东西再次让人感觉安稳的时候，它的价格再也不会那么便宜。因此，在投资中，利润丰厚和让人感觉安稳通常是矛盾的。

作为逆向投资者，我们的任务就是尽可能谨慎熟练地接住下落的刀子。这也是内在价值的概念如此重要的原因。如果我们对价值的认识能够让我们在别人都在卖出的时候买进——并且如果我们的观点事后被证明是正确的——那么这就是以最低风险获取最高回报的途径。

塞思·卡拉曼：伴随着大量抛售股票即将告一段落，不仅是价格会反弹，大规模的买进也会变得更加困难。

寻找便宜货

在大多数人不愿做的事情中，通常能够发掘出最佳机会。

精心构建投资组合的过程，包括卖出不那么好的投资从而留出空间买进最好的投资，不碰最差的投资。这一过程需要的素材包括：第一，潜在投资的清单；第二，对它们的内在价值的估计；第三，对其价格相对于内在价值的感知；第四，对每种投资涉及的风险及其对在建投资组合的影响的了解。

克里斯托弗·戴维斯：这是一个极好的总结。

通常，第一步是确保所考虑的投资满足某些绝对标准。即使是经验丰富的投资者也不会说，“我只在足够廉价时买进”。多数情况下，他们会列出一个满足自己的最低标准的候选投资清单，然后从中挑出最划算的。这就是本章要探讨的全部内容。

举例来说，投资者会先将可能的投资范围缩小到风险可接受的限度内，因为可能会存在某些投资者不能适应的风险。比如在科技领域快速增长的板块里滞后的风险，以及某个热门消费品不再受追捧的风险，这些风险在一些投资者看来超出了他们的专业知识的范围。此外，投资者可能会发现，有些公司绝对是不可接受的，因为它们的行业太过难以预测，或它们的财务报表不够透明。

强调将资产的风险限定在一定范围内不无道理。市场认为极其安全的证券可能会提供令人乏味的收益，而极不安全的证券可能会超出投资者的风险容忍能力。换句话说，有些地方是投资者不愿碰触的，而无论证券价格如何。

克里斯托弗·戴维斯：这些警告源于马克斯早期关于价格和风

不仅存在投资者不愿承担的风险，也存在他们的客户不希望他们承担的风险。尤其是在机构投资领域里，很少有人会对投资经理这样说：“这是我的钱，拿去做你想做的事吧。”投资经理的职责不仅是进行有利可图的投资，还要满足客户的需求，多数机构投资者是因为开展特定资产类别和投资风格的业务才被聘用的。如果客户是冲着某种类型的投资来的，那么从事其他类型的投资就得不到什么好处，无论它们有多么诱人。举例来说，如果投资经理是以高质量、高市值的价值股投资专业知识来招揽客户的，那么大量的高科技创业企业投资就会对该投资经理的业务非常不利。

克里斯托弗·戴维斯：这是对一位投资经理的职责的贴切描述。但是，我仍然坚信投资经理没有必要过度谨慎，因为这种态度很容易就会变成对整体风险或争议的麻木不仁。

因此，建立投资组合的出发点不可能是毫无限制的。有些考虑是从客观实际出发的，而有些则不是。

定义了“可行集合”之后，下一步就是从中选择投资。这一步通过识别潜在收益——风险比值最高的或最划算的投资来实现。格雷厄姆和多德所著的《证券分析》修订版的编辑锡德·科特在告诉我他的观点时说，“投资是相对选择的训练”。35年来这句话一直伴随着我。

锡德这句简单的话里包含着两个重要信息。首先，投资的过程必须是缜密且经过严格训练的。其次，相对是必需的。不管价格低迷还是高涨，以及因此所带来的预期收益是高还是低，我们都必须从中找到最佳投资。我们改变不了市场，若想参与其中，我们唯一的选择就是从现存的可能性中选择最好的。这就是相对决策。

乔尔·格林布拉特：根据一些投资的经验，我们或许可以将当前显得十分划算的投资机会比作过去那种以估值为基础的交易。由此，在如今的情况下，获得便宜货的机会同样可以被视为未来潜在的交易契机。

那么，构成我们所寻找的杰出投资的要素是什么？正如我在第4章所提到的，价格是主要因素。我们的目标不在于“买好的”，而在于“买得好”。因此，关键不在于你买什么，而在于你用多少钱买。

克里斯托弗·戴维斯：这受制于风险以及前文提到的评价标准。

高质量资产可能划算，也可能不划算，同样，低质量资产也可能划算或者不划算。将客观优点误以为是投资机会的倾向，以及不能正确区分好资产与好交易之间区别的倾向，会令大多数投资者陷入困境。

克里斯托弗·戴维斯：同意！

因为我们追求的是好交易，所以本章的主要目标是阐明特价股的特征。一般来说，它意味着价格相对于价值较低，潜在收益相对于风险较高。股票中的便宜货是如何做到这一点的呢？

在第10章中，我以科技股热潮为例，论证了良好的基本观点被转化为高价泡沫的过程。它通常始于一项具有客观吸引力的资产。随着人们重视程度的提高，他们希望拥有这项资产的意愿不断加强，继而资本流入、价格上涨。人们将价格上涨视为这项投资的优点，从而买进更多。其他人开始听说有这样一项资产并加入买家行列，于是上涨势头形成一种不可阻挡的良性循环的表象。通常这是一场人气竞赛，受到人们追捧的资产就是制胜投资。

如果这种情况持续的时间足够长、积聚的力量足够大，投资就会变成泡沫。泡沫为善于思考的投资者提供了许多卖出和卖空的机会。

便宜货的形成过程很大程度上与之相反。因此，为了找到便宜货，我们必须了解为什么资产会受到冷落。它不一定是客观分析的结果。事实上，多数便宜货的形成过程与分析无关，重要的是考虑它背后的心理因素，以及它的驱动因素：受欢迎程度的变化。

那么，造成价格相对于价值较低，收益相对于风险较高的原因是什么？换句话说，是什么令一件东西卖得比它应有的卖价便宜？

- 与成为热门题材的资产不同，潜在的便宜货通常会显示出一些

客观不足。资产类别可能存在缺陷，公司在业内可能较为落后，资产负债表可能被过度杠杆化，或者证券为其股东提供的结构性保护不足。

- 有效市场设定公平价格的过程需要相关人员善于分析，保持客观，便宜货通常是在非理性或片面理解的基础上形成的。因此，便宜货往往产生于投资者不能保持客观的态度对待资产，没有透过表象全面了解资产，或未能克服某些不以价值为基础的传统、偏见或束缚的时候。

- 与市场宠儿不同，“孤儿资产”常被忽略或鄙视。当它在媒体上和鸡尾酒会上被提起的时候，不过是作为一个不受欢迎的短语而出现。

塞思·卡拉曼：一般来说，越不受欢迎或不被看好的交易，往往都是更好的交易。

- 它不断下跌的价格通常令第一层次思维者发问：“谁想要它呢？”（一个不断重复的现象是，大多数投资者会根据以往的业绩而不是更可靠的均值回归来预测未来趋势。第一层次思维者倾向于将过去的价格疲软视为负担，而不是资产更为廉价的标志。）

- 结果，便宜货往往成为极不受欢迎的资产。资本远离或出逃，没有人想得出持有它的理由。

以下是当整个资产类别不受追捧时，便宜货如何形成的例子。

债券过去60年的发展故事与股票所受的追捧形成了对立映射。债券的第一个低潮出现在二十世纪五六十年代股票成为众人焦点的时候，1969年年底，第一国家城市银行的《每周债券数据摘要》以黑框标题“最后一次发行”而宣告结束。在70年代的高利率环境下，债券锐减，即使在80年代和90年代利率开始稳步下降的时候，债券也没有显示出任何能与股票的高额收益相抗衡的希望。

到了90年代后半期，所有的债券投资给人感觉都像抛锚了一样表现不佳。我作为一个慈善组织的投资委员会主席，看到另一个城市的兄弟组织——已经多年受80：20的债券/股票组合之累——将其债券/股票比例变为0：100。我猜，一个典型的机构投资者会如是说：

我们的固定收益投资比例很小。我不能告诉你为什么。这是历

史的偶然性。我的前辈确定了这样的比例，但他们当初的理由已经被以往的表现消磨殆尽。现在我们有进一步减持债券的考虑。

即使在当前这个人们并不热衷于买进更多股票的时代，也鲜有资金流入高评级债券。债券受欢迎程度持续下降的诸多原因之一，是格林斯潘领导下的美联储为刺激经济以及应对外源性冲击（如千年虫恐慌）而采取的低利率政策。3%~4%的国债和高评级债券收益率对实现机构投资者8%的收益率目标起不到多大作用。

《裙摆理论》，2010年9月10日

在上述过程已经持续足够长时间并且债券持有量已经减到足够少之后，债券被重新定位成具有卓越表现的证券，原因是环境发生了改变，导致安全性需求相对于升值潜力需求增大。与资产开始上涨的时候一样，投资者突然认识到债券的吸引力，并且发现自己持有的债券不够多。较早意识到这一点的人便能利用这种变化从中获利。



公平定价的资产从来不是我们的目标，因为它们只能带来有风险的一般收益。当然，定价过高的资产对我们更没有任何好处。

我们的目标是寻找估价过低的资产。应该到哪里去找呢？从具有下列特征的资产着手是个不错的选择：

- 鲜为人知或人们一知半解的。
- 表面上看基本面有问题的。
- 有争议、不合时宜或令人恐慌的。
- 被认为不适于“正规”投资组合的。
- 不被欣赏、不受欢迎和不受追捧的。
- 有收益不佳的追踪记录的。
- 最近有亏损问题、没有资本增益的。

保罗·约翰逊：这是一份很出色的“购物清单”。

如果提炼成一句话，那么我会说：便宜货存在的必要条件是感觉必须远不如现实。也就是说，最好的机会通常是在大多数人不愿做的事情

中发掘出来的。毕竟，如果人人都感觉这项资产不错并愿意购买的话，它的价格就不会那么低廉了。

1978年，当我在花旗银行从股票研究转向投资组合管理时，有幸接触到了满足上述某些或全部标准的资产类别。我的第一项任务是管理可转换证券。这是一潭比现在更小、更不受重视的市场死水。虽然对于投资者来说，它们具有既能提供债券又能提供股票的优势，但是只有弱势企业，如企业集团、铁路企业和航空企业在别无选择的时候才会发行可转换债券。主流投资者认为它们引入了不必要的复杂性。他们会说，如果你想要债券和股票，那么为什么不直接买进债券和股票呢？如果你喜欢一家公司，那么为什么不买进股票得到全部收益，却要投资防御型混合金融工具？然而，一旦“人人”感觉某种东西没有优点的时候，就有理由怀疑它不受欢迎、不受追捧，从而有可能估价过低。这就是为什么1984年《商业周刊》一篇关于我的文章里会出现一句带下划线的对话：“真正的男人不买可转换证券，像我这样的胆小鬼才会廉价买进。”

1978年下半年，我受命启动一个高收益债券基金。这种低评级债券有一个令人讨厌的别名——“垃圾债券”，达不到大多数投资机构“投资级或以上级别”或者“A级或以上级别”的最低要求。垃圾债券有违约的可能，那么它们怎样才能成为适合养老基金或捐赠基金持有的债券呢？如果某个基金从一家投机级公司买进债券后该公司破产了，那么受托人如何避免明知高风险却偏要去做之后所导致的尴尬和指责？

克里斯托弗·戴维斯：这同样适用于首要风险。

提示这类证券潜力的一个显著线索可以在一家评级机构关于B级债券的描述中找到——“普遍缺乏理想投资的特点”。现在你应该快速发问：人们怎么能够在没有任何价格参考的情况下全盘否定一个潜在投资类别呢？这些债券后来的发展表明：如果没有人持有某个债券，那么对它的需求（以及价格）只可能上涨，只需从绝对禁忌调整到可以容忍，债券就能有良好的表现。

塞思·卡拉曼：在更广泛的意义上，这是所有机构评级都存在的问题。假设的安全性会吸引那些未能很好地做足功课的投资者，使得他们最终变成普遍意义上的买家。具有讽刺意味的是，评级下降通常发生在这时——市场已经发现存在问题，使得那些相信评级的投资者遭受了巨大的损失。

终于，在1987年，我的合伙人布鲁斯·卡什和谢尔顿·斯通带着成立一个投资不良债务的基金的好点子来找我了。还有什么能比投资破产公司或极有可能破产的公司的债券更不靠谱、更令人不屑？谁会去投资一家已经证实缺乏财务可行性并且有管理缺陷的公司呢？有责任感的人怎么可能投资呈自由落体式下跌的企业呢？当然，考虑到投资者的行为方式，任何在某一时间点被认为是最差的资产，都很有可能成为最廉价的资产。便宜不需要与高品质有任何关系。事实上，令人望而却步的低质量证券的价格往往更低。

保罗·约翰逊：这是一种很好的石蕊指示剂——用以发现交易。

这些资产类别满足本章前面列举的大部分或所有标准。它们鲜为人知，不被理解，也不受重视。没有人为它们说一句好话。每项资产都是戴维·史文森在第11章中所谈到的令人不安、貌似轻率的投资的典型例证……因此，在未来二三十年里，每项资产都将变成一项杰出投资。我希望这些例子能够提示你去哪里寻找便宜货。

乔尔·格林布拉特：马克斯的论述涉及价值和特殊情况下的投资机遇。

便宜货的价值在于其不合理的低价位——因而具有不寻常的收益——风险比值，因此它们就是投资者的圣杯。按照第2章的原则，这样的交易不应该存在于有效市场中。然而，我经历的每一件事情都在告诉我，尽管便宜货不合常规，但是人们以为的那些可以消除它们的力量往往拿它们无可奈何。

我们是积极投资者，因为我们相信我们可以通过识别好机会而击败市场。另一方面，许多摆在我们面前的“特殊交易”好到不像是真的，避开它们是取得投资成功的关键。因此，和许多事情一样，促使一个人成为积极投资者的乐观态度，以及一个人对有效市场假说的怀疑态度，二者必须保持平衡。

显然，投资者可能会因心理弱点、错误分析或拒绝进入不确定领域而犯错。这些错误为能够看到别人错误的第二层次思维者创造了便宜货。

耐心等待机会

市场不是有求必应的机器，它不会仅仅因为你需要就提供高额收益。

彼得·伯恩斯坦

与全球金融危机相关的繁荣——衰退周期，为我们提供了在2005到2007年年初以高价卖出，以及随后在2007年年底和2008年以恐慌价格买入的机遇。从许多方面来讲，这是一个千载难逢的机会，在周期中逆势而动的逆向投资者们有了展现自己能力的黄金机遇。但是在本章，我想指出的是，并不是总有伟大的事情等着我们去做，有时我们可以通过敏锐的洞察和相对消极的行动将成果最大化。耐心等待机会——等待便宜货——往往是最好的策略。

保罗·约翰逊：马克斯在这一章中贡献了杰出的智慧。有一种考验与许多投资者对于应在何时增加投资感到困惑有关，实际上，所有研究都表明，绝大多数投资者会过度交易其证券投资组合。伴随着这种考验，很难说明人类是生来就有耐心的。

所以，在这里我要提醒你：等待投资机会到来而不是追逐投资机会，你会做得更好。在卖家积极卖出的东西中挑选，而不是固守想要什么才买什么的概念，你的交易往往会更为划算。机会主义者之所以买进某种东西，因为它们是便宜货。在价格不低时买进则没什么特别。

在橡树资本管理公司，我们的格言之一：“我们不找投资，投资找我们。”我们尽量作壁上观。我们不会怀揣“购物清单”出门寻找，而是等待电话铃响起。如果我们打电话给持有者说，“你有X，我们想买”，价格就会上去。但是，如果持有者打电话给我们说，“我们被X套牢了，想脱手”，价格就会下降。因此我们更喜欢相机而动，而不是发起交易。

任何特定时间点上的投资环境都是特定的，除了接受它并从中投资之外，我们别无选择。可供一搏的钟摆或周期极限并不总是存在。有些时候，贪婪和恐惧、乐观和悲观、轻信和怀疑是平衡的，因此明显的错误是不会出现的。大多数定价可能看起来是大致公平的，而不是显著过高或过低。在这样的情况下，令人兴奋的低买高卖是不太可能出现的。

乔尔·格林布拉特：这是专业投资者最难掌握的技能之一：日复一日地工作，却一无所获。

识别市场环境并做出相应的行动决策是成功投资所必不可少的条件。其他可能的行为包括：在没有认清市场的情况下采取行动，在无视市场状况的情况下采取行动，相信我们可以在某种程度上改变市场。这些都是不可取的。结合我们所处的环境适当地投资才是明智之举。事实上，除此之外的其他任何做法都是行不通的。

我从哲学中得到了这个结论：

20世纪60年代中期，沃顿商学院的学生必须选择一门非商业辅修课，我通过辅修5门日本研究课程达到了这一要求。令我惊讶的是，这些课程成了我大学生涯的亮点，并且为我后来建立投资理念做出了重要贡献。

日本早期最有价值的文化之一是“无常”。在我看来，无常是对“转法轮”的认识，含有接受变化和起落的必然性之意……换言之，无常意味着周期有起伏，事物来而往，环境被改变的方式并不受我们的控制。因此，我们必须承认、接受、配合并且响应改变。这不就是投资的本质吗？

逝者已矣，覆水难收。过往造就了我们面临的现状。我们所能做的，不过是客观地认识环境，并以此为前提，做出我们能够做出的最好的决定。

《本来如此》，2006年3月27日

沃伦·巴菲特的理念比我的理念在精神层面上略少一些，他没有用“无常”，而是以棒球作为类比。

在伯克希尔·哈撒韦公司1997年的年报中，巴菲特提到了绰号为“利刺”的泰德·威廉姆斯——史上最伟大的击球手之一。对所参与

的比赛进行深入研究是他成功的一个重要因素。他把好球区分解为77个棒球大小的空间，并将结果绘制在本垒板上。他知道只有击打“最佳位置”的投球时，击球率才会更高。当然，即使有这样的认知，他也不可能整天等待完美投球；如果三投不中，他就要被三振出局。

早在1974年11月1日的《福布斯》上，巴菲特就指出，就这一点来说，投资者是有优势的，只要他们能够领悟。因为投资者不会被三振出局，所以他们不必承受行动的压力。他们可以错过无数机会，直到一个极好的机会出现在眼前：

“投资是世界上最棒的交易，因为你永远不必急着挥棒。你只需站在本垒板上，投手就会以47美元投给你通用汽车，以39美元投给你美国钢铁！没有人会被三振出局。在这里没有惩罚，只有机遇。你可以整日等待你喜欢的投球；当守场员恹恹欲睡时，你便可以快步上前一击命中。”

《你的游戏策略是什么》，2003年9月5日

乔尔·格林布拉特：我会经常想到这个类比（特别是当我有点儿犯懒的时候）。

投资最大的优点之一，是只有真正做出失败的投资时才会遭受损失。不做失败的投资就没有损失，只有回报。即使会有错失制胜机会的不良后果，也是可以容忍的。

塞思·卡拉曼：标准依然是很重要的。设定标准过高，你或许仍然持观望态度。设定标准过低，你将会立刻全力注入资金——这与你在没有标准时的表现毫无区别。经验和全方位的思维是设定标准的关键所在。

错失制胜机会为什么会产生不良后果？要知道，投资者是普遍为金钱而竞争的，因此没人会在失去获利机会时完全无动于衷。

对于帮别人理财的专业投资者来说，其中的利害关系更为严重。如果投资经理在繁荣期错过的机会太多，得到的收益太少，他们就会承受来自客户的压力，并最终失去客户。这在很大程度上取决于对客户习惯的培养。

克里斯托弗·戴维斯：进行有效的客户管理的关键总是在于

——降低他们的期待。

橡树资本管理公司一直态度鲜明地表达我们的信念：投资失败比失去一个获利机会更值得重视。因此，比起全盘获利，公司将优先考虑风险控制。对此，我们的客户都有心理准备。

乔尔·格林布拉特：我们也许会仔细查看五六十种投资，以便从中发现少数的佼佼者。如果我们买了6种资产且进展顺利，并因此错过了50种应该购买的资产，那么我们也不会认为这将造成损失。

将球棒搭在肩上，站在本垒板上观望，是巴菲特对“耐心等待机会”的解读。当且仅当风险可控的获利机会出现时，才应该挥动球棒。为了做到这一点，我们应尽最大努力弄清我们所处的是一个低收益环境还是高收益环境。

几年前我想到了一个寓言，可以恰当地类比低收益环境。这个寓言叫作“猫、树、胡萝卜和大棒”。猫是投资者，需要应对投资环境，而树是环境的一部分；胡萝卜——接受新增风险的激励——来自似乎可以从高风险环境中获得的高收益，而大棒——放弃安全的动力——来自较安全的环境所提供的低水平预期收益。

胡萝卜诱惑着猫采取高风险策略，爬向更高的枝头捕食晚餐（它的目标收益），大棒则激励着猫向上爬，因为停在靠近地面的地方得不到食物。

在大棒和胡萝卜的共同作用下，猫不断向上爬，直到最终到达树尖，将自己置于危险境地。我们观察到的关键点，是即使在低收益环境中，猫也在追求高收益并承担新增风险的后果，尽管它们自己往往并未察觉到这一点。

债券投资者将这一过程称为“攫取收益”，传统上用于表示随着较安全投资的收益下降，投资者为了得到在市场上涨之前的惯有收益而进行高风险信贷投资。这种为了延续收益而承担新加剧的风险的模式往往会在周期中不断重复。那些收益攫取者的座右铭似乎是：“如果不能通过安全投资得到你需要的收益，那么就通过高风险投资去得到它。”

在上一个10年的中期，我们目睹了这一行为的不断上演：

（信贷危机之前，）投资者无法抵御杠杆的诱惑。他们借入低成本短期资金——期限越短，成本越低（如果你愿意承诺按月还款，你的贷款成本就可以很低）。他们用这笔钱去购买流动性不足和（或）包含基本面风险因而能够提供高收益的资产。世界各地的机构投资者们凭借两枚提供低风险高收益的“银弹”——证券化与结构性的最新承诺，占领了华尔街。

从表面上看起来，这些投资很合理。它们承诺了令人满意的绝对收益，因为杠杆购买的收益大于资本成本——收益会很可观……只要不发生意外。

然而就像往常一样，对利润的追求导致了错误。预期收益看起来很好，但也有可能出现一系列极其糟糕的结果。许多技术和结构的成功靠的是其未来走势与过去相似。我们所依赖的许多“现代奇迹”并未经过验证。

《这一次没有什么不同》，2007年12月17日

值得注意的是，许多早期投资者中的佼佼者如今已不再是主要竞争对手（甚至退出了竞争）。一些投资者由于组织模式或商业模式的缺陷而在市场中步履蹒跚，其他投资者则因为坚持在低收益环境中追求高收益而不得不退出市场。

你无法创造并不存在的投资机会。坚持追求高收益是最愚蠢的做法——这个过程会榨干你的利润。愿望不会凭空创造机会。

在价格高的时候，预期收益低（风险高）是不可避免的。这简单的一句话对如何采取适当的投资行为具有重要的指导意义。如何将这一观察应用到实践中呢？

克里斯托弗·戴维斯：再次强调：高价会同时增加风险和降低收益。

2004年，我写了一篇叫作《当今的风险与回报》的备忘录。如第6章所述，我在其中表达了我的观点：第一，当时的资本市场曲线“低平”，意味着几乎所有市场的预期收益和风险溢价都处于有史以来的最低水平；第二，如果预期收益提高，那么很可能是通过价格下跌达到的。

但是，问题在于我们能怎么做呢？几周之后，我提出了几个可能性：

投资者该如何应对一个似乎只提供低收益的市场呢？

- 否认并进行投资。这种做法的问题在于你不会心想事成。简而言之，当被推高的资产价格表明不可能获得惯常收益的时候，做出惯常收益预期是毫无意义的。我很高兴收到了彼得·伯恩斯坦对我的备忘录的回信，他的信中有一些精彩的言论：“市场不是有求必应的机器，它不会仅仅因为你需要就提供高额收益。”

乔尔·格林布拉特：这是一个出色的观点。

- 径直投资——试着接受相对收益，即使绝对收益不具有吸引力。

- 径直投资——忽略短期风险，关注长期风险。这种做法不无道理，特别是当你承认市场时机难以判断、资产难以进行战术性配置的时候。但在这样做之前，我建议你先得到投资委员会或其他投资成员同意忽略短期损失的承诺。

- 持有现金——对于需要满足精算假设或花费率的人、希望自己的钱永远“被充分利用”的人，或对眼睁睁地看着别人赚钱而自己没赚钱长期感到不安（或者会丢掉工作）的人来说，这样做是有难度的。

塞思·卡拉曼：近年来，持有现金已经彻底过时了，却最终成了逆向投资者选择的投资行为。

- 就像过去几年里我一直不厌其烦重复的那样，将投资集中在“特定利基与特定人群”上。但是随着投资组合的增长，这样做的难度会越来越大。识别真正有天赋、有纪律、有耐力的投资经理当然并不容易。

事实是，当投资者面临预期收益和风险溢价不足的情况时，是没有简单答案的。但是我坚定地认为，有一种做法——一个典型误区——是错误的：攫取收益。

考虑到今天处于低风险一端的投资预期收益不足，而被大肆宣扬的解决方案位于高风险的一端，许多投资者正在将资本转向更高风险（或至少不那么传统）的投资。但是，当他们进行高风险投资

的时候，恰恰是投资的预期收益达到历史最低点的时候，他们因风险递增而获得的收益增量是有史以来最低的，他们正参与在以往预期收益更高的时候拒绝做（或做得较少）的事情中来。这可能恰恰是通过提高风险来增加收益的错误时间。你应该在别人都离场的时候，而不是在他们和你竞逐的时候承担风险。

《又来了》，2005年5月6日

塞思·卡拉曼：这凸显了投资收益要求中的一个陷阱，就像企业养老基金被迫所做的那样。企图赚取高额收益不仅无法使你盈利，还会以类似于提高风险的方式，使你经历短期的损失和下跌，这无疑使你雪上加霜。

显然，这篇备忘录写得太早了。2005年5月并不是离开旋转木马的最佳时机——2007年5月才是。过早的善意提醒会带来过于超前的痛苦。即便如此，2005年5月的过早离场也远远好过在2007年5月时仍然滞留。

乔尔·格林布拉特：高价值评估通常会比预期中的更高、更持久，令训练有素的、有耐心的投资者屡屡受挫。



我一直在试图阐明投资环境对投资结果有着重大影响。在低收益环境中得到较高收益，需要具备逆流而上的能力，以及找到相对较少的制胜投资的能力。这必须建立在高超的技巧、高风险承担和良好运气相结合的基础上。

另一方面，高收益环境所提供的高额收益机会是通过低价买进实现的，并且通常是低风险的。举例来说，在1990年、2002年和2008年的危机中，我们的基金不仅取得了罕见的高额收益，而且是通过损失概率很小的投资做到这一点的。

买进的绝佳机会出现在资产持有者被迫卖出的时候，在经济危机中，这样的人比比皆是。资产持有者出于以下原因，一次又一次地成为强制卖家：

- 他们管理的基金被撤销。

- 投资组合不符合投资规定，例如不满足最低信用评级或最高仓位限制。
- 因为资产价值低于与出借方在合约中约定的金额而收到追加保证金的通知。

保罗·约翰逊：有趣的是，尽管马克斯只是有所暗示，但投资者应该学着绝不要让自己成为这样的强制卖家。

我已说过很多次，积极投资管理的真正目标是以低于价值的价格买进。有效市场假说认为我们做不到这一点。它的反对理由似乎很有道理：人们何必以特价卖出某种东西呢，特别是潜在卖家都明智而理性的时候。

一般来讲，潜在卖家会在卖个好价和尽快卖掉之间做出权衡。强制卖家的妙处在于他们别无选择。他们被枪指着脑袋，必须不计价格卖出。如果你是交易的另一方，那么“不计价格”这四个字将是世界上最美妙的词汇。

如果强制卖家只有一个，那么无数买家会蜂拥而至，交易价格只会稍有下降。但是，如果混乱大规模扩散，就会同时出现大量的强制卖家，能够提供必需流动性的人则寥寥无几。授权交易的难题——价格急跌，贷款撤回，交易对手或者客户恐慌——对大多数投资者有着同样的影响。在这种情况下，价格可能会跌得远低于内在价值。

2008年第四季度所发生的一切就是一个混乱时期的流动性需求的绝佳例子。让我们以持有优质银行贷款杠杆投资的实体为例。这些贷款的评级很高，在危机发生的前几年能够实现无条件信贷，因此，借入大笔资金，通过债务组合杠杆投资来提高潜在收益是很容易办到的。通常，一个以“保证金”交易的投资者可能会在价值1美元的附属担保品跌到85美分以下时，同意追加新增资本。而以过去的经验来看，这样的贷款几乎从来没低于“面值”（也就是100美分）交易过。

信贷危机爆发后，对于进行银行贷款杠杆投资的投资者来说，一切全都不对劲了。（而且因为这些所谓的安全贷款的收益率实在太低，几乎所有买家都是用杠杆来提高预期收益的。）贷款价格下跌，流动性枯竭。由于多数交易是利用借入资本进行的，因此信贷市场的紧缩对大批持有者造成了影响。潜在卖家数量激增，付现买家消失。随着新增信贷难以获得，再也没有新的杠杆买家能够挺身而出，吸收如此巨大的销

量。

贷款价格跌到95美分、90美分、85美分.....随着所有的投资组合都达到“触发点”，银行开始发出追加保证金通知或提出资本输注要求。在这种环境下，几乎没有投资者有追加资本的资源 and 胆量，于是银行接管投资组合并对其进行清算。“整体竞购”开始被广泛使用。投资者会在下午收到整体竞购通知，然后被告知次日上午进行拍卖竞标。仅有的少数潜在买家出价极低，以期拿到真正的便宜货（人们不必担心出价过低，因为整体竞购一个紧接着一个）。银行并不关心是否得到了公允价格，它们需要的不过是足够抵偿贷款的收入（可能是75美分或者80美分）。超额部分都归投资者所有，银行并不在乎。因此整体竞购会以极低的价格进行。

贷款价格最终跌到60多美分，每一位得不到新增资本的短期信贷持有人都有可能被清出局。卖价低到荒谬。在2008年，优质贷款指数比高收益次级债券指数衰退得还要厉害，释放出一个确凿无疑的无效信号。以你买进优先受偿债务的价格，即使发行公司最终只值一两年前收购基金出价的20%~40%，你也能保本。承诺收益率是很可观的。事实上，大部分证券在2009年都有显著的上涨。

这就是耐心等待机会者采取行动的时机。只有已经认识到2006年与2007年所蕴含的风险并且做好准备、等待机会的人，才有这样做的能力。

在危机中，我们关键要做到远离强制卖出的力量，并把自己定位为买家。为达到这一标准，投资者需要做到以下几点：坚信价值，少用或不用杠杆，拥有长期资本和顽强的意志力。在逆向投资的心态和强大资产负债表的支撑下，你只有耐心地等待机会，才能在灾难中收获惊人的收益。

保罗·约翰逊：尽管极端的挑战可能会出现，但这不失为一个绝佳的建议。

认识预测的局限性

我们有两类预言家：无知的和不知道自己无知的。

约翰·肯尼斯·加尔布雷斯

想到自己不知道某些事情令人忧心，而想到这个世界在被一群自以为是的人控制着，则更令人恐惧。

阿莫斯·特沃斯基

赔钱的人有两种：一无所知的和无所不知的。

亨利·考夫曼

我从上百万条类似的名言警句里选用了三句来开启本章。认识预测的局限性是我的投资方法的一个重要组成部分。

我坚定地相信了解宏观未来很难，很少人拥有可转化为投资优势的知识。不过我要补充两点：

- 对细节关注得越多，越有可能获得知识优势。通过勤奋的工作和专业的技术，我们能比旁人知道更多关于个别公司和证券的信息，但想要在对于整个市场和经济的认知上做到这一点则很难。因此，我建议大家要努力做到“知可知”。
- 我将在下一章详细论述的另一个建议是，投资者应尽量弄清自己在周期和钟摆中所处的阶段。这不会令未来变得可知，但它能帮助人们为可能的发展做好准备。

我不会试图去证明未来无法预知的观点。我们是无法证明否定句的，当然也包括这一结论。不过，我还没有碰到过永远知道宏观未来走

势的人。同样，在你追随的所有经济学家和战略家中，有谁在大部分时间里都是对的？

保罗·约翰逊：我是这样总结这一章的：谨慎地对待你自己的预测，至于别人的预测则要更加小心！我从这章中发现了这个重要的信息，并传授给学生们。大多数人在20多岁到30岁时，对自己的能力过于自信，特别是在预测未来这一方面。无论我展示了多少事实以削弱预测的价值，多数的学生仍无所畏惧地离开了学校。我确信这些学生将从马克斯出色的处理方式中受益匪浅——即不可能持续地做出价值预测。

我在这个问题上的“研究”（我用了引号，因为我在这个领域付出的努力实在有限，此处仅将逸事当成严肃研究）主要包括：了解预测和观察预测的无效性。研究的结果是我写了两篇备忘录——《预测的价值，或雨来自何处？》（1993年2月15日），以及《预测的价值II，或给男人一支雪茄》（1996年8月22日）。在第二篇备忘录中，我用了《华尔街日报》上的三组半年经济调查数据来检验预测的效果。

第一，预测大体准确吗？答案显然是“否”。平均下来，6个月后及12个月后的90天国债利率、30年期债券收益率、美元兑日元汇率的预测值与实际值相差15%。6个月后的长期债券收益率的平均预测值与实际值相差96个基点（差异足够大到每1 000美元产生120美元的出入）。

第二，预测有价值吗？准确预见到市场变化的预测是最有用的。如果你预测到某种东西在今后并且永远不会发生变化，那么这样的预测不会为你赚太多的钱。准确预测到变化才有可能带来高额回报。通过对《华尔街日报》数据的观察，我发现有几个重大变化（如果人们在当时做出准确的预测，就能帮助人们获利或是避免损失）完全没有被人们预测到：1994年和1996年的加息，1995年的减息及美元兑日元汇率的巨幅波动。总而言之，预测的变化和实际变化之间没有太大的相关性。

第三，预测来源于什么？答案很简单：预测大多由推论而来。预测的平均效率在5%以内。像许多预言家一样，经济学家们在驾驶时都紧盯着后视镜。他们只能告诉我们有什么东西存在，却不能告诉我们要去向何方。这验证了那句老话——“准确预测很难，预测未来更难。”由此可知：预测过去是再简单不过的一件事。

第四，预测准确过吗？答案是相当肯定的。举例来说，每次在做半年预测时，都有人能够将30年期债券收益率的预测误差控制在10到20个基点内，即使利率变化很大。这样的结果比共识预测的70到130个基点的预测误差要准确得多。

第五，如果预测有时候很准——准得一塌糊涂——那么我为什么这么抵触预测呢？因为一次准确并不重要，重要的是长期都能准确。

我在1996年的备忘录中进一步列举了“提醒你应谨慎听取胜利者预测的两件事”。首先，调查发现，除了取胜的那一次外，胜利者通常预测得并不准确。其次，调查发现，胜利者的错误预测中有一半比共识预测错得还要离谱。这篇备忘录里最重要的当然不是数据，而是其中的结论（假设结论是正确并且可以推广的）及其影响。

有一种方法有时候是正确的，就是一直看涨或一直看跌；如果你持有一个固定观点的时间足够长，那么迟早你会是对的。即使你是一个门外汉，你也有可能因为偶尔准确地预见到别人没有预见到的东西而得到大家的赞赏。但是，这并不意味着你的预测总是有价值的……

对于宏观未来的预测可能偶尔准确，但并不是经常性的。仅仅知道一大堆预测里有几个准确是没用的，你必须知道哪几个是准确的。如果准确的半年预测来自不同的经济学家，那么很难相信共同预测到底有多大价值。

《预测的价值II，或给男人一支雪茄》，1996年8月22日



这一关于预测的讨论表明，我们面临着两难境地：投资结果完全取决于未来发生的一切。然而，尽管在一切“正常”的大部分时间里，我们有可能推知未来将会发生什么，但是在最需要预测的紧要关头，我们却几乎无法预知未来将会发生什么。

保罗·约翰逊：借此，马克斯展示了重要的投资困境。

- 多数时候人们会根据既往经验来预测未来。
- 人们不一定是错的：未来的多数时候在很大程度上是既往的重演。

• 从这两点出发，可以得出“预测在大多数时间里是正确的”的结论：人们往往会根据既往经验做出通常准确的预测。

• 然而，根据既往经验做出的准确预测并不具备太大价值。正如预测者通常会假设未来和过去非常相似一样，市场也会这样做，从而根据既往价格延续性定价。因此，如果未来真的与过去相似，那么赚大钱是不可能的，即使是那些做出准确预测的人。

• 然而，未来每隔一段时间就会与过去大不相同。

• 此时的准确预测具有巨大价值。

• 此时也是预测最难准确的时候。

• 某些在关键时刻做出的预测能最终被证实是对的，表明准确地预测关键事件是有可能的，但同一个人持续做出准确预测是不太可能的。

• 总而言之，预测的价值很小。

保罗·约翰逊：在我所读过的关于预测之缺陷的论著中，这9枚“子弹”是最佳的论述。

如果你需要证据，问问自己：有多少预测者能准确地预测到2007—2008年的次贷危机、全球信贷危机和大规模崩溃？你也许能想到几个人，并且相信他们的预测是有价值的。但是，接下来再问问你自己：这些人中有几个继续准确地预测到了2009年经济的缓慢复苏和市场的大规模反弹？我想答案是“极少”。

这并非巧合。准确预测到2007—2008年危机的人至少有一部分原因是他们具有消极倾向。因此，他们很可能对2009年继续保持悲观态度。预测的整体效用不大……即使他们对过去80年里发生的某些重大金融事件的预测相当准确。

所以，关键问题不是“预测是否有时是准确的”，而是“总预测——或某个人的所有预测——是始终可行并具有价值的吗”。任何人都不应对肯定答案抱太大希望。

对2007—2008年金融危机的准确预测有着巨大的潜在价值。但是，如果你发现它来自一个总是预测不对的人，并且这个人有着明显的消极倾向，那么你还会采取行动吗？这就是预测不一致带来的问题：预测者并非从来没有准确预测过，但是，他们的成绩不足以激励人们在偶发灵感时采取行动。

坦白地说，我对预测和相信预测的人持保留意见。事实上，我已经想到要为这些人贴一个什么样的标签了。

这些年来，我碰到的大部分投资者都是属于“我知道”学派的，很容易辨认。

- 他们认为，关于经济、利率、市场的未来趋势以及广受追捧的主流股票的知识，是投资成功必不可少的。

- 他们相信这些知识是可以掌握的。

- 他们相信自己是能够成功的。

- 他们知道许多人也在做同样的努力，但是他们认为人人都能同时成功，或者只有少数人能成功，而他们是其中之一。

- 他们很放心地根据自己对未来的看法进行投资。

- 他们乐于和别人分享自己的观点，尽管准确预测的价值本应重大到不可能有人愿意无偿赠送的地步。

- 作为预测者，他们很少回过头去严格评估自己的预测记录。

保罗·约翰逊：人类愿意去进行预测（这显然是我们的天性使然），我猜想没有任何证据能够阻止大多数人去这样做。马克斯建议，至少要保留一次自己的预测记录。

“自信”是描述这一学派成员的关键词。相反，对“我不知道”学派来说，关键词——特别是在应对宏观未来时——是谨慎。这一学派的信徒普遍相信，未来是不可知，也是不需要知道的，正确目标是抛开对未来的预测，尽最大努力做好投资。

作为“我知道”学派的一员，你对未来侃侃而谈（说不定你还会让别人做笔记）。你可能会因为自己的观点而受到追捧，被人们奉为座上宾……特别是在股市上涨的时候。

加入“我不知道”学派的结果更加复杂。很快你就会厌倦对朋友或者陌生人说“我不知道”。不久后，亲戚们也不再追问你对于市场趋势的看法。你将永远体会不到千分之一预测成真以及被《华尔街日报》刊登照片的乐趣。另一方面，你也能避免所有的预测失误以及对未来估计过高所带来的损失。

没有人喜欢在未来大多不可知的前提下投资未来。另一方面，如果真是这样的话，我们最好正视现实，寻找其他应对方法，而不是徒劳地预测。无论投资世界强加给我们多少限制，承认并适应比否认并冒进要好得多。

保罗·约翰逊：在此，马克斯提出了一种终极的投资挑战，还有一种关于继续做出预测的关键性动因。

哦，对了，还有一件事：最大的问题往往出现在投资者忘记概率与结果的区别的时候——也就是当他们忘记预测限制的时候：

- 当他们相信概率分布的形状可知（并且他们知道）的时候。
- 当他们假定最可能的结果就是必然结果的时候。
- 当他们假定预期结果能准确代表实际结果的时候。
- 也许最重要的是，当他们忽略罕见结果发生的可能性的时候。

霍华德·马克斯：理解不确定性：风险和不确定性并不等同于损失，但是在实际中出现错误时，它们却为损失埋下了隐患。某些最重大的损失出现在对预测能力过度自信的时刻，投资者会低估可能性的范畴、具体化的难度和意外的后果。

对这些限制条件掉以轻心的鲁莽的投资者很可能在投资中犯错，并因此遭受极大损失。这正是发生在2004—2007年的一切：许多人高估了结果可知与可控的程度，从而低估了行动的风险。

“预测未来是否有用”的问题，不是单纯的好奇或学术探讨。它对投资者行为有或应有重大影响。如果行动决策的结果在将来才能揭晓，那么很显然，你对能否预测未来的看法，将会让你采取不同的行动。

投资者必须回答的一个关键问题，是他们认为未来是否可以预知。认为可以掌握未来的投资者会采取武断行动：定向交易、集中仓位、杠杆持股、寄希望于未来的增长——换句话说，即行动的时

候不把预测风险考虑在内。另一方面，那些认为不能掌握未来的投资者会采取截然不同的行动：多元化、对冲、极少或者不用杠杆、更强调当前价值而不是未来的增长、高度重视资本结构、通常为各种可能的结果做好准备。

第一种投资者在经济崩溃之前会做得更好，但是当崩溃发生时，第二种投资者会有更充分的准备和更多的可用资本（以及更好的心态）从最低点抄底获利。

《试金石》，2009年11月10日

如果未来是可知的，防守就是不明智的。你应该积极行动，以成为最伟大的赢家为目标，没有任何损失需要你担心。多元化是不必要的，杠杆是可以最大化的。事实上，过度谨慎会产生机会成本（放弃利润）。

另一方面，如果你不知道未来会发生什么，自以为是的行动就是鲁莽。回过头去再听一听本章开篇时阿莫斯·特沃斯基他们是怎么说的，结果就很清楚了。不可知论者投资不可知的未来令人不安，摆出无所不知的姿态投资不可知的未来则近乎愚蠢。也许马克·吐温说得最好：“人类不是被一无所知的事所累，而是被深信不疑的事所累。”

无论是进行脑外科手术、越洋竞赛还是投资，过高估计自己的认知或行动能力都是极度危险的。正确认识自己的可知范围——适度行动而不冒险越界——会令你获益匪浅。

正确认识自身

我们或许永远不会知道要去往哪里，但最好明白我们身在何处。

市场周期给投资者带来了严峻的挑战，例如：

- 不可避免的市场涨跌。
- 对投资者业绩的重大影响。
- 无法预知的幅度和转折时机。

因此，我们不得不应付一股有着巨大影响但在很大程度上不可知的力量。那么，面对市场周期我们该怎么做呢？这个问题至关重要，但是显而易见的答案往往是错误的。

第一种可能的答案，是我们应否认周期的不可预测性，加倍努力地预测未来，将新增资源投入战斗，并根据我们的预测结果进行投资。但是，大量的数据和经验告诉我，关于市场周期，唯一能够预测它的是它自身的必然性。此外，优异的投资结果来自对市场的更多了解。但是，真的有那么多人比大众更了解市场周期的转折时机和区间吗？我找不到令我满意的证明。

第二种可能的答案，是承认未来的不可预测性，忽略市场周期。我们不再费力预测周期，而是尽力做好投资并长期持有。既然我们无法知道该何时增持或者减持，也不知道该何时更积极或者更防御，那么我们只能投资，完全忽略周期及其影响。这就是所谓的“买进并持有”法。

不过，还有第三种可能的答案——在我看来最为正确的答案：为何不试着弄清我们处在周期的哪个阶段，以及这一阶段将对我们的行动产

生怎样的影响？

在投资领域里……周期最可靠。基本面、心理因素、价格与收益的涨跌，提供了犯错或者从别人的错误中获利的机会。这些都是已知的事实。

我们不知道一个趋势会持续多久，不知道它何时反转，也不知道导致反转的因素以及反转的程度。但是我相信，趋势迟早都会终止。没有任何东西能够永远存在。

那么，面对周期，我们能做些什么呢？如果不能预知反转如何以及何时发生，那么我们该怎么应对呢？关于这个问题，我坚持我的意见：我们或许永远不会知道要去往哪里，但最好明白我们身在何处。也就是说，即使我们不能预测周期性波动的时间和幅度，尽力弄清楚我们处于周期的哪个阶段并采取相应的行动也是很重要的。

《本来如此》，2006年3月27日

保罗·约翰逊：我尊重马克斯对该主题的定位。然而，这个目标并不像他建议的那样简单。他的确是在备忘录中提出了合理的妥协，我认为这具有可行性。

如果能够成功预测钟摆的摆动并采取正确的行动该多好，但这无疑是一个不切实际的愿望。我认为以下做法更为合适：第一，当市场已经到达极端的时候，保持警惕；第二，相应地调整我们的行为；第三，最重要的是，拒绝向导致无数投资者在市场顶部或底部犯下致命错误的群体行为看齐。

《第一季度表现》，1991年4月11日

我并不是说如果我们知道自己处于周期的哪个阶段，我们就会准确地预知接下来会发生什么。不过我的确认为，对自身处境的正确认识会为我们了解未来事件、采取相应对策提供宝贵的洞见，这就是我们希望得到的一切。

当我说现状可知（不同于未来）的时候，我并不是说这种认识是自发产生的。就像与投资相关的大多数东西一样，它需要付出努力，而它是可以实现的。以下是我认为在认识现状过程中需要注意的几个重要方面。

我们必须对现在发生的事保持警惕。哲学家桑塔耶纳说过：“忘记过去的人注定会重蹈覆辙。”同样，我相信那些不知道周遭正在发生什么的人一定会受到惩罚。

如果我们是警觉的人或是留心的人，就能够评估我们周围那些人的行为，并以此来判断我们应该做什么。

这里最关键的成分是“推断”——这是我最喜欢的一个词。每个人都能通过各种各样的媒体了解每天发生的事情，但是有多少人能够理解这些事背后所折射出来的信息：市场参与者的心理是什么样的，投资气候是怎样的，我们应该如何应对。

简单地说，我们必须努力想明白周围发生的事情的含义。当其他人无所顾忌，充满自信地激进买入时，我们应该高度谨慎。当其他人都吓得一动也不敢动，或者恐慌性地割肉卖出时，我们应该变得更加激进。

所以看看你的周围，问问你自己：投资人乐观还是悲观？媒体名嘴认为：现在的市场，投资人应该加仓买入，还是应该避开？新型的投资方案很容易被市场接受，还是被拒绝？证券发行和基金放开申购，被视为是发财的机会，还是亏钱的陷阱？信贷周期现在的阶段是资本更容易获得，还是资本更难得到？市盈率参照历史水平来看，是过高还是过低？信用利差收窄还是加大？

所有这些因素都很重要，但是它们都不需要预测。我们可以做出非常优秀的投资决策，只需要仔细观察现在的情况，并以此为基础去做决策，而并不需要猜测未来会如何。

保罗·约翰逊：当投资者定期检测市场温度时，这些富有洞察力的问题能够轻而易举地充当检测标准。

关键是你留意这些事件，让事件告诉你应该做什么。虽然市场沿着周期曲线行进的时候，并不会天天大声高喊“采取行动”，但是市场周期走到极端时，确实会如大喊大叫一样发生强烈的信号。这时倾听市场发出的声音非常重要。

市场及其参与者将2007—2008年视为痛苦时期或人生中最宝贵的经验。当然二者都是对的，但是拘泥于前者没有太大帮助，理解后者才能帮助人们成为更好的投资者。毁灭性信贷危机就是证明正确观察现状的重要性以及试图预测未来的愚蠢性的最佳例子。这是一个值得深入探讨的问题。

回顾2007年年中金融危机爆发前的那段时间，很明显，投资者在不知不觉中承担了过度风险。随着投资者对股票、债券的态度降温，资金流向“另类投资”，如私募股权、企业收购，其金额之巨大已经注定了失败的厄运。人们对投资房地产能够确保收益并能抵御通胀的观点深信不疑。低利率、宽松条款的资本极易得到，刺激着人们过度使用杠杆。

如果人们事后才察觉风险，那么其意义并不大。问题在于警惕与推理是否帮助人们躲过了2007—2008年市场衰退的全面冲击。以下是我们看到的某些过热指标：

- 高收益率债券和低于投资级别的杠杆贷款的发行创下纪录。
- 在高收益率债券中，“CCC”评级债券的占比非常高，通常这一质量标准的新债券是不能被大量出售的。
- 为筹集派息资金而发行债务成为惯例。在正常时期，这类增加发行者风险且对债权人无益的交易是很难实现的。
- 在以债买债的优惠条件下，债务发行得越来越多，而保护债权人的条款却很少或者没有。
- 以前罕见的“AAA”评级被授予上千种未经验证的结构性投资工具。
- 收购需要的现金流越来越多，杠杆比值也越来越高。平均下来，收购公司在2007年支付的美元现金流比2001年高出50%以上。
- 公司收购发生在周期性很强的产业（如半导体制造业）中。在谨慎时期，投资者不会在周期性产业中应用杠杆。

考虑以上所有因素，可以得到一个明确的推论：资本提供者在竞相提供资本，他们放松条款和利率，而不是要求资本得到充分保护和可获得潜在收益。对善于思考的投资者来说，世界上最吓人的几个字——过

多的资金追逐过少的交易——恰如其分地形容出了市场状况。

霍华德·马克斯：最危险的事：当买家争着向市场投入大量运作资本时，会出现——价格被推至高于价值，预期中的反弹缩减，风险骤升。只有当买家对卖家处于相对的主导地位时，你才会有被过高估价的资产。这个警示应该不难发现。

当过多资金参与竞逐的时候，你是能够分辨出来的。市场交易量不断上升，交易容易度也在上升，资本成本下降，被收购资产的价格被连续交易抬高。资本洪流是一切发生的根源。

如果你的工作是制造汽车，并且希望能够长期更好地把汽车销售出去（也就是说，从其他竞争者手中抢占永久市场份额），那么你会努力把产品做得更好……这就是为什么大部分销售在推销时会以这样或那样的方式说：“我们是更好的。”然而，有很多产品是无法被差异化的，经济学家们称之为“货品”。任何卖家销售的“商品”都没有太大差别，因为在交易时，买家往往只考虑价格因素——每个买家都倾向于购买交货价最低的商品。所以，如果你进行的是商品交易，并且想卖出更多，那么通常有一种方法是可行的：减价……

将钱视同为“商品”有助于你加深理解。每个人的钱都大同小异。不同的是机构希望提高贷款量，私募股权基金公司和对冲基金公司希望提高手续费。相同的是它们都想调拨更多资金。所以，如果你想存放更多资金——也就是说，让人们找你，而不是你的竞争对手来融资——那么你必须让自己的钱更“便宜”。

降低价格的一种方法是降低你的贷款利率。稍微巧妙一点儿的方法是同意为你购买的东西付出更高的价格，例如以更高的市盈率买入普通股，或者在收购公司时付出更高的总成交价。无论你用任何方法削减成本，你都要做好预期收益更低心理准备。

《逐底竞争》，2007年2月17日

在这一危险时期，投资者可能已经观察到并且需要警惕的一个趋势，是市场对我之前所形容的“银弹”或者“必胜投资”的态度从怀疑到轻信的转变。善于思考的投资者可能注意到，人们对“银弹”的欲望越来越强烈，意味着贪婪已经战胜恐惧，标志着一个无怀疑市场（因此是高风险市场）的形成。

在过去10年里，对冲基金特别是那些所谓的“绝对收益”基金被视为是绝对安全的。这些多（空）基金或套利基金不会通过“定向”投资市场趋势来追求高额收益。而且，无论市场涨跌，基金经理凭借自己的能力或技术，都能获得8%~11%的稳定收益。

很少有人意识到，稳定获取这一水平的收益是一个多么非凡的成就——简直好到不像是真的（注：这正是伯纳德·麦道夫所声称的收益范围）。很少有人怀疑有多少基金经理具备足够的能力创造这一奇迹，特别是在大幅削减管理费和绩效费之后；他们能够管理的资金有多少；那些下注在微小统计差异上的高杠杆投资遭遇逆境时将会怎样。（在艰难的2008年，基金的平均损失约为18%，表明“绝对收益”这一短语被滥用和误用了。）

正如我们在第6章详细讨论的一样，在那个时候我们听到的说法是通过证券化、分级、预售、脱媒化和脱钩等新兴手段，风险已经被消除了。在这里特别值得注意的是分级。分级指的是把投资组合的价值和现金流分配到不同级别的利益相关者身上。最高层级持有者有优先清偿权，因此，他们享有获取最高安全且相对较低的收益的权利。最低层级持有者是“第一损失”债权人，作为承担高风险的补偿，在清偿优先级债权人的固定索偿后，他们享有剩余部分所带来的高收益潜力。

在2004—2007年出现了一个概念：如果你将风险切分成较小的部分，然后把它们卖给最适合持有的投资者，风险就消失了。这听起来很神奇。然而，不巧的是，许多最可怕的崩溃的发生正是从被人们寄予厚望的分级证券化开始的：投资恰恰毫无神奇可言。

绝对收益基金、低成本杠杆、无风险房地产投资和分级债务工具风靡一时。当然，它们的所有错误都在2007年8月开始清晰起来。事实证明，风险并没有被分散，反而是投资者的信任过度和怀疑不足增加了风险。

2004年到2007年中期这段时间，是投资者降低风险、取得优异表现的绝佳时期，只要他们足够敏锐地认识到未来将要发生什么并有足够的信心采取行动。你真正要做的是在市场过热时测量市场温度，并在它持续升温时离场。我们在第11章里讨论过遵守逆向投资原则的典型例子。已经削减了风险并在危机发生前做好准备的逆向投资者们在2008年的崩溃中损失得更少，并且有从崩溃带来的大特价中获利的机会。

很少有领域的战略战术决策不受周围环境的影响。我们踩油门的力度取决于道路是空旷还是拥挤。高尔夫球手根据气流选择球杆。人们根据天气变化选择外套。投资行为难道不应受投资环境的影响吗？

很多人根据他们对未来的预测努力调整自己的投资组合。但同时大多数人必须承认，未来的能见度并不是很高。这就是为什么我强调要顺应当前现实及其影响，不要寄希望于明确的未来。

《本来如此》，2006年3月27日



小人物的市场评估指导：

这里有一个简单的练习，可以帮助你测量未来市场的温度。我列出了一些市场特性。从任意一对词语中选出一个你认为最能贴切地描述当前状况的词语。如果你发现你的标记大部分在左侧栏里，那么你就要像我一样，看紧自己的钱包。

表15-1 市场评估指南

经济现状	生机勃勃	停滞不前
经济展望	正面有利	负面不利
贷款机构	急于放贷	缄默谨慎
资本市场	宽松	紧缩
资本供给	充足	短缺
融资条款	宽松	严格
利率水平	低	高
利差水平	窄	宽
投资者	乐观 自信 渴望买进	悲观 忧虑 无心买进

资产持有人	乐于持有	急于卖出离场
卖家	稀少	众多
市场	人群拥挤	乏人问津
基金	申购门槛高 每天都发新基金 基金管理人说了算	向所有人开放申购 只有最好的基金才能募资 基金投资人有话语权
近期业绩表现	强劲	萎靡
资产价格	高	低
预期收益	低	高
风险	高	低
流行风格	激进 四处投资	审慎且自律 精挑细选
正确风格	审慎且自律 精挑细选	激进 四处投资
易犯错误	买进太多 高价追涨 承受太多风险	买进太少 离开市场 承受太少风险

《本来如此》，2006年3月27日

克里斯托弗·戴维斯：如果可以用这个表格进行测量，那么其效用会更加显著。例如，以1~5为等级来进行分类，并在必要的地方使用“是/否”。通过这些修改，这个表格就是一个很不错的指南。

乔尔·格林布拉特：这个表格棒极了，也是一个很好的练习。

保罗·约翰逊：我强烈地感觉到，投资者通过一年浏览两次这个表格，就能密切关注市场钟摆的摇摆动向。在第一个10年之后，投资者从这个表格体现出的市场历史动向中获得丰富的数据。真希望我在10年前就有这样一个表格！



市场处在周期性运动中，有涨有跌。钟摆在不断摆动，极少停留在

弧线的中点。这是危险还是机遇？投资者该如何应对？我的回答很简单：努力了解我们身边所发生的事情，并以此指导我们的行动。

重视运气

每隔一段时间，就会有一个在不可能或不明朗的结果上下了高风险赌注的人，结果他看起来像一个天才。但我们应该认识到，他之所以能够成功，靠的是运气和勇气，而不是技能。

投资领域并不是一个可以预见未来、特定行为总能产生特定结果的有秩序有逻辑的地方。事实上，投资结果在很大程度上受运气支配。有些人喜欢把它叫作“偶然性”或“随机性”，这些词听起来的确比“运气”更加高深。但归根结底它们都是同一件事：我们作为投资者所取得的成功深受偶然因素的影响。

保罗·约翰逊：对我而言，本章的主题是这样的：学着诚实地对待你自己的成功和失败。学着认识运气在获得结果的过程中所扮演的角色。学着发现结果是怎么得来的——这与技能有关，也离不开运气。直到学会识别真正的成功源泉何在，一个人才能免于被不确定性愚弄。

为了阐明运气的概念，在本章中我要阐述纳西姆·尼古拉斯·塔勒布在《随机漫步的傻瓜》一书中表达的某些思想。我的某些观点产生于看塔勒布的书之前，但是塔勒布在他的书里把所有观点都串到了一起，并且增添了新的内容。我认为这是投资者要看的最重要的书之一。我在2002年写下名为“收益及其获得方法”的备忘录时，借鉴了塔勒布的某些思想，其中包括节选了《随机漫步的傻瓜》的内容，并在备忘录中以斜体标出。

保罗·约翰逊：我也是塔勒布的忠实读者，本章中会有很多来自塔勒布的精辟见解。我特别喜欢塔勒布关于“未然历史”的概念，而马克斯则出色地将这一概念融汇到了他的投资哲学中。

随机性（或者运气）对结果起着巨大的作用，应区别对待随机事件与非随机事件带来的结果。

因此，在评判投资结果是否具有可重复性时，我们必须考虑随机性对投资经理的表现的影响，必须考虑他们的业绩靠的是技能还是单纯的运气。

玩俄罗斯转盘赚来的1 000万美元，其价值不同于靠辛勤努力和娴熟的牙医技术赚来的1 000万美元。两者的金额相同，能买相同的东西，但前者的随机成分比后者高。对会计师来说，它们完全相同……不过在内心深处，我总觉得它们的性质很不一样。

考察投资业绩时，应参考其他可能的结果——塔勒布称之为“未然历史”——像“有形历史”一样容易发生的历史。

很明显，我判断事物的方式在本质上是概率论，它的依据是什么都有可能发生……

我们听说过的历史上最伟大的将领或者发明家，不外乎是因为他们承担了极大的风险（像成千上万人那样），然后碰巧成功了。他们聪明、无畏、高尚（有时），有着在他们那个时代所能获得的最高素养，但成千上万的其他人注定只能成为陈腐的时代注脚。

有时候每隔一段时间，就会有一个在不可能或不明朗的结果上下了高风险赌注的人，结果他看起来像一个天才。但我们应该认识到，他之所以能够成功，靠的是运气和勇气，而不是技能。

想想同时掷出两个6点才能取胜、胜率是1/36的十五子棋玩家。选手接过色子加倍下注，然后赚到他的大篷车。这也许不是一个明智的赌博，但是因为他赢了，所以人人都认为他很聪明。我们应该想一想同时掷出两个6点以外的其他情况发生的可能性，从而了解玩家取胜是多么幸运。这足以显示玩家再次取胜的可能性……

短期来看，很多投资之所以成功，只是因为在对的时间做了对的事情。我一直在说，成功的关键在于进取精神、时机和技能，而某些在对的时间有足够进取精神的人不需要太多技能。

在市场的任一时间点，获利最多的交易者往往是最适合最新周期的人。这种情况很少发生在牙医或钢琴家身上——因为这是随机性的本质使然。

可以通过一个简单的方法领会这一点：在繁荣期，承担最高风险的人往往能够获得最高收益，但这并不意味着他们就是最好的投资者。

沃伦·巴菲特在《聪明的投资者》第四版的附录中，描述了一场2.25亿美国人每人每天拿出1美元参加的掷硬币比赛。第一天，猜对的一方从猜错的一方手中赢得1美元，第二天继续猜，依次类推。10天后，有22万人连续猜对10次，赢了1 000美元。“他们可能尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们偶尔会吹嘘自己在猜硬币上如何技术高超，天才过人。”又过了10天，连续猜对20次的人减少到215位，每人赢得100万美元。他们很可能会写一本名为“我如何每天早上工作30秒就在20天里用1美元赚到100万美元”的书，然后开研讨班卖票。这听上去很熟悉吧？

由此可见，很少有人充分意识到随机性对于投资业绩的贡献（或破坏）。因此，迄今为止所有成功策略背后所潜伏的危险常常都被低估了。

摘录塔勒布书中的表格来总结他的观点或许是一个好办法。他在第一列里列出了一些容易被误以为是第二列的东西。

运气	技能
随机论	决定论
可能性	必然性
想法，假说	知识，真理
理论	现实
逸事，巧合	因果，法则
生存偏差	市场优异表现
幸运的傻瓜	专业的投资者

这种二分法实在太聪明了。我们都知道，在成功的时候，运气看起来像技能，巧合看起来像因果。“幸运的傻瓜”看起来像专业的投资者。当然，即使知道随机性的影响，区分幸运的傻瓜和专业的投资者也并不容易，但是我们必须努力地区分。

塞思·卡拉曼：这就是为什么有必要不去注意投资者的投资纪录，但是需要注意他们是如何实现这些纪录的。这有用吗？这可以被复制吗？为什么没有尽力去避免任何表面上的市场无效性，并推动投资走向成功呢？

我发现我基本上完全认同塔勒布的重要观点。

- 投资者永远因为“错误的原因”而对（或错）：有些人因为预期某种股票会有一定的发展而买进股票，但预料中的发展并没有出现；无论如何，市场推高了股价，投资者沾沾自喜（并接受赞美）。

- 决策的正确性无法通过结果来判断，然而人们就是这么做的。好决策指的是当时的最佳决策，而根据定义，此时的未来还是未知数。因此，正确的决策往往是不成功的，反之亦然。

- 短期来看，随机性自身就可能产生任何结果。在一个允许充分反映市场走势的投资组合里，市场走势能够轻而易举地令有技能（或没技能）的投资经理毫无用武之地。不过，市场走势所带来的结果肯定不能记在投资经理头上（除非他是罕见的市场择机者，有反复成功的能力）。

- 由于上述原因，一些投资者往往能得到他们不应得到的荣誉。一次意外的成功足以建立良好的声誉，但显然，一次意外的成功有可能来自单一的随机性因素。在这些“天才”中，很少有人能够连续成功两次或三次。

- 因此，在判断投资经理的能力时，大量的观测数据——多年数据——是必不可少的。

《收益及其获得方法》，2002年11月11日



塔勒布的“未然历史”（既往有可能发生的其他情况）思想很有吸引力，特别适用于投资。

多数人承认未来充满不确定性，而他们认为至少过去是已知并且确定的。毕竟，过去已成历史，是绝对的、不可更改的。但是塔勒布指出，已发生事件只是可发生事件中的一小部分。因此，计划或者行动已经奏效的事实，并不一定证明其背后的决策是明智的。

也许最终导致决策成功的是一个完全不可能的、纯粹靠运气的事件。在这种情况下，决策——即使已被证实是成功的——也有可能是不明智的，决策的失误会被既往可能发生的诸多其他历史所证实。

应该怎样评价为高度不确定的结果下注、并最终幸运地获得了成功的决策者？这是一个值得我们深思的问题。

我记得，自1963年进入沃顿商学院后，我最早学到的一件事是，决策的质量并不取决于结果。随后发生的事件导致决策成功或不成功，而这些事件往往出人意料。塔勒布的书有力地佐证了这一观点，他特别强调随机事件惩善扬恶的能力。

什么是好决策？假设有一人决定在迈阿密建一个滑雪胜地，且随后三个月，一场罕见的寒流席卷南佛罗里达，积雪深达12英尺。滑雪场在第一季获利丰厚。这是否意味着建立滑雪场就是一个好决策呢？并非如此。

好的决策本应是有逻辑、有智慧、有见地的人在条件出现之时、结果出现之前做出的。以这一标准来衡量，迈阿密滑雪胜地就是一个愚蠢的决策。

由于具有损失风险，许多影响决策正确性的事件是无法预知或量化的。即使在事后，也很难确定谁是在可靠分析的基础上做出了好的决策却遭遇罕见事件而失败，谁又是因冒险而获利。因此，很难判断谁做出了最好的决策。另一方面，过去的收益很容易评估，因此很容易知道谁做出了最有利的决策。二者很容易混淆，但是聪明的投资者必须意识到其中的差异。

霍华德·马克斯：害怕看错：尽管这是违反直觉的，但是却十分重要：它考虑到了投资环境具有的随机性和多样性，的确如此，好的决策往往会不起作用，而糟糕的决策却会屡屡奏效。特别是，投资者总是“吸引错误的决策”（反之亦然）。你不能让自己为此而沮丧，也不能认为心目中的好的决策都是错误的（除非，有许多的错误让你不得不反思）。

长期来看，好的决策一定会带来投资收益。然而在短期内，当好的决策无法带来投资收益的时候，我们必须忍耐。

保罗·约翰逊：我喜欢这个观点。哦，这实在是太真实了！

第14章所描述的“我知道”学派的投资者认为预知未来是有可能的，因此他们构想出未来的样子，并在此基础上以收益最大化为目的建立投资组合，很大程度上无视其他可能性的存在。相反，“我不知道”学派采

取局部最优法，把重心置于他们认为可能的情况下表现良好、在其他情况下表现不会太差的投资组合上。

“我知道”学派的投资者预测色子的走向，成功时归功于自己对未来的敏锐感觉，失败时归咎于运气不好。当他们正确时，必须要问的一个问题是：“他们真的能预见未来吗？抑或不能？”“我不知道”学派的投资者采用的是概率论法，所以他们知道投资结果在很大程度上是听天由命的，所以对投资者的赞扬或指责应有适当的限度——特别是在短期内。

“我知道”学派根据一两次掷色子的结果，迅速而肯定地将其成员划分为胜利者和失败者。“我不知道”学派知道，他们的技术应根据多次而不是一次结果（可能是一个罕见结果）来判断。因此，他们能够接受自己谨慎的局部最优法在短期内业绩平平的结果，但是他们相信，真正优秀的投资者一定是在长期有优秀的业绩。

短期收益和短期损失可能都是假象，二者都不是真实的投资能力的必然指标。

保罗·约翰逊：这是一条重要的界线。不知有多少投资者都在这个错误上栽了跟头？

出奇好的收益往往是出奇坏的收益的另一面。某一年的好收益可能会夸大投资经理的能力，掩盖他所承担的风险。当坏年景紧跟在好年景后面出现时，就会出现令人吃惊的结果。投资者往往会忽视短期收益和短期损失可能都是假象的事实，忽视深度挖掘并理解造成短期收益和短期损失的原因的重要性。

投资表现是事件发生后的投资组合的状态。人们高度关注最后的结果，但他们更应该问的问题是，投资经理真的能够理解已经发生的事件（以及其他有可能但未发生的事件）吗？如果发生其他可能的事件，那么其表现会怎样？所谓的其他事件，就是塔勒布的“未然历史”。

《杂草》，2006年12月7日

乔尔·格林布拉特：在21世纪第一个10年中，表现最好的共同基金每年有18%的收益。同期投资者平均每年损失8%。投资流向往往伴随着“上涨”，优异的业绩和投资外流则与损失和新股偏弱有关。显然，大多数投资者在做出决策时，很少会运用“长

塔勒布的思想新颖且引人入胜。一旦你意识到随机性对投资结果的影响的深刻程度，你就会以一种完全不同的视角来看待一切。

“我知道”学派的行动建立在未来是可知可控的唯一未来的观点之上。“我不知道”学派认为未来事件是呈概率分布的。这是一个很大的区别。在后一种情况下，我们可能会对哪种结果最有可能发生有一定的认识，但是同时我们知道，还有许多其他的可能性，并且其他结果的可能性可能比我们认为最可能的结果的可能性高得多。

霍华德·马克斯：理解不确定性：有人认为未来是可知的（他们能够知道）——他们属于“我知道”学派。他们忽略不确定性的表现，认为如果决策正确就能盈利，但他们也将自己置于一旦发生失误便极有可能遭受损失的危险中。因此一旦意识到了这一点，所有的投资者都有必要检查自己是否知行合一。

显然，塔勒布的“世界是不确定的”这一观点与我的观点十分相符。我的投资信仰和投资建议均来自这一思想学派。

- 我们应将时间用在从可知的行业、企业和证券中发现价值上，而不应将决策建立在对更加不可知的宏观经济和大盘表现的猜测上。
- 考虑到我们不能确切地预知未来，我们必须通过坚定持股、分析性认识持股、在时机不佳时减少买入等途径来保持我们的价值优势。
- 因为大多数结果可能会对我们不利，所以我们必须进行防御性投资。在不利结果下确保生存比在有利结果下确保收益最大化更为重要。
- 为了提高成功机会，我们必须在市场出现极端的情况下采取与群体相反的行动：在市场低迷时积极进取，在市场繁荣时小心谨慎。
- 考虑到结果的高度不确定性，我们必须以怀疑的眼光看待投资策略及其结果——无论好坏——直至它们通过大规模试验的验证。

克里斯托弗·戴维斯：这是一个非常好的总结。

与对世界不确定的认识相伴而行的其他表现为：适度尊重风险，知道未来不能预知，明白未来是呈概率分布的并相应地进行投资，坚持防御型投资，强调避免错误的重要性。在我看来，这就是有关聪明投资的一切。

乔尔·格林布拉特：对于优秀的投资者而言，时间的推进使他們有了更多的机会去演练自己的技能，长线投资回归可能造成的破坏性概率也会有所降低。

多元化投资

有老投资者，有大胆的投资，但没有大胆的老投资者。

乔尔·格林布拉特：对于经验老到的飞行员和大胆冒失的飞行员而言，这个方法能起到事半功倍之效。

每当朋友们向我咨询投资建议时，我总是先设法了解他们对待风险与收益的态度。当你没有指定要求、泛泛地咨询投资建议时，就像问医生要好药却不告诉他你哪里不舒服一样。

于是我问：“赚钱与避损，你更在乎哪一个？”答案总是一成不变：“都在乎。”

问题是你不可能将精力同时放在获取收益和避免损失上。每一位投资者都必须在这两个目标中做出选择，且通常要在两者之间进行合理的平衡。投资决策必须是谨慎而理智的。本章所讲的就是有关选择的问题以及我的建议。

从进攻与防守层面入手是理解决策的最好方法之一，以体育运动来类比，则是理解进攻与防守的最好的方法之一。

我要引用查尔斯·艾利斯1975年发表在《金融分析师》杂志上的一篇文章名为《输家的游戏》的精彩文章，来奠定本次讨论的基础。这可能是我最早接触到的投资与体育之间的直接类比，对我今后注重防御型投资的思想产生了巨大的影响。

查尔斯的文章中描述了西蒙·拉莫博士（TRW公司创始人之一。TRW公司是一家综合企业，产品经营范围从汽车零部件到信用报告服务等）在《网球庸手的高超打法》一书中关于网球运动的精辟分析。拉莫指出，专业网球比赛是一场“赢家的游戏”，打出最多制胜球（令对手无

法还击的快速而精准的击球)的选手赢得比赛。

在对手的不断进攻下，专业球员几乎在任何时候都能随心所欲地击球：或扣或吊，或高或低，或左或右，或平或旋。某些在业余比赛中具有挑战性的因素，如低弹球，风速与风向，刺眼的太阳，速度、耐力与技巧不足，或者对手打出你接不着的球等，对专业球员完全够不上干扰。专业球员几乎可以接到对手的所有击球并且能够随心所欲地控制自己的击球。事实上，专业球员的发挥相当稳定，极少失误，以至于网球统计员会统计相对罕见的每一次“非受迫性失误”。

但是，其他人玩儿的就是“输家的游戏”了，游戏规则为输球最少的选手赢得比赛。胜利者只需在失败者击球落网或出界前连续回球即可。换句话说，决定业余网球比赛结果的，不是赢，而是输。我从拉莫的避险策略中认识到了自己的打法。

查尔斯·艾利斯进一步将拉莫的观点发扬光大，把它应用到了投资上。他认为市场是有效的，交易成本是高昂的，并由此得出结论：在主流股票市场中主动得分对投资者未必有好处。相反，投资者应该尽量避免输球。我认为这是一个十分引人入胜的投资观点。

选择进攻还是防守，应从投资者对自我掌控能力的认识出发。在我看来，投资中包含许多投资者无法控制的因素。

专业球员知道，每当他们的脚、躯干、手臂、球拍分别做出A、B、C、D的动作，球就会正好打出E，整个过程中很少有变数。但是投资充满了低弹球和意料之外的发展，而且场地大小和球网高度随时都在改变。经济与市场的运作方式模糊而多变，其他参与者的思想和行为也在不断改变着投资环境。即使你做得都对，你最喜欢的股票也可能无人问津，管理层可能会浪费公司的机会，政府可能会改变政策，就连自然都有可能呈上一场灾难。

诸多条件尽在掌控，专业球员确实应该并且最好拥有得分的主动权，因为如果他们送出机会球，对手就会打出制胜球得分。相比之下，只有部分投资结果在投资者的掌握之中，投资者无须高难度击球，就可以得到不错的收益并拖垮对手。

总而言之，即使经验丰富的投资者都可能打出失误球，击球过于主动更容易输掉比赛。因此，防守——重点在于避免错误——是每一场伟大的投资游戏的重要组成部分。

我喜欢投资里的很多东西，其中大部分也适用于体育。

- 它具有竞争性——有人赢，有人输，界限分明。
- 它是定量的——你可以见到黑白分明的结果。
- 它是一种能力主义——长期来看，更好的收益总是被杰出的投资者获得。
- 它具有团队精神——有效的团队可以比单个人取得更好的业绩。
- 它带给人满足和愉悦——当然主要是在你赢的时候。

这些优点使投资成为一项值得参与的、有意义的活动。但投资就像运动一样，也有弊端。

- 积极进取能够获得额外收益，但长期效果并不明显。
- 业绩不佳令人沮丧。
- 短期成功导致人们普遍轻视应有的耐性和业绩的稳定性。

总而言之，我认为投资和运动非常相似，它们对决策的要求也很相似。

以美式橄榄球比赛为例。进攻组球员拿到球。他们有4次机会带球推进10码，否则裁判就会吹哨，停止计时。然后进攻组球员下场，阻止对手前进的防守组球员上场。

橄榄球比赛能够很好地类比你心目中的投资吗？对我来说，它是不适合的。在投资中没有人吹哨，你几乎不知道该何时从进攻转向防守，而且根本没有暂停时间。

我认为投资更像其他国家的足球比赛。在足球比赛中，同样的11名球员打满整场比赛。没有所谓的进攻组和防守组。场上球员均要进攻和防守……他们必须具有处理所有意外情况的能力。11名球员必须都有射门得分和阻止对手得分的能力。

足球教练在带队参赛时必须决定是以进攻为主（以多进球得分

并相应地控制对手少得分为目的），以防守为主（不让对方得分，同时寻找射门机会），还是攻守平衡。教练知道在比赛中他们并没有太多攻防转换机会，他们必须摆出制胜阵容并坚持到底。

这就是我对投资的想法。很少有人（如果有的话）能够顺应市场条件及时地改变策略。所以投资者应致力于一种方法——一种有望应对多种不同情况的方法。他们可能会抱着投资成功时多赚钱、投资失败时不赔钱的希望积极进取。他们可能会抱着形势好时不少赚、形势不好时少赔钱的希望，以防御为重。或者他们可能会平衡攻守，不再关注时机选择，而是选择出色的证券，在牛市和熊市中都赚钱。

显然，橡树资本管理公司青睐的是防御型投资。在繁荣期，我们认为只要能跟上大盘表现就好（在市场最火的时候甚至可能还会落后一点儿）。但在投资庸手都能赚大钱的繁荣期，我怀疑很多投资经理会因为表现平平而被炒。

塞思·卡拉曼：马克斯和他的伙伴们宁愿放弃一部分抱有不切实际期待的客户，以及那些不在乎且不适应橡树资本管理公司的投资哲学的客户。最终，橡树资本管理公司管理的是持续稳定的资本，他们的方法也有着相当大的吸引力，因此理所应当会受到世界各地众多投资者的欢迎。

橡树资本管理公司关于投资组合的设计以在衰退期超越市场表现为目的，这才是我们认为最有必要的。很明显，如果我们能够在繁荣期跟上市场表现，并在衰退期超越市场表现，那么在整个市场周期中，我们就会以低于平均水平的波动取得高于平均水平的业绩，我们的客户也会在别人痛苦时享受快乐。

《你的游戏策略是什么》，2003年9月5日

对你来说，得分和阻止你的对手得分，哪一个更重要？在投资中，你是去争取制胜投资，还是尽力避免致败投资？（或者更恰当问法是：你会如何平衡二者？）欠缺考虑的行动会带来巨大的危险。

还要补充的一点是，攻守选择没有对错之分。条条大路通罗马，你的决策必须基于你的性格与学识、你对自己能力的信任程度、你所在的市场以及你为之工作的客户的特点。

投资中的进攻和防守是什么？进攻很好定义，它指的是为追求高额收益而采用积极进取策略并承担较高风险。但什么是防守呢？防御型投资者关注的不是做对，而是避免做错。

做对和避免做错之间有没有区别？它们表面上看起来很像，但深入来看，它们所需的思维模式有很大的不同，由此带来的投资策略也有很大的不同。

防守可能听起来和避免不良结果差不多，但它没那么消极和无为。其实可以把防守视为一种追求更高收益的努力，只不过它的实现是通过避害而不是趋利，是通过持续稳健的进步而不是偶尔的灵光乍现。

防御型投资有两大要素。第一要素是排除投资组合中的致败因素，最好的实现方法是：广泛而尽职地调查、提高入选标准、要求低价和高错误边际（见本章后文），不要轻易下注在没有把握的持续繁荣、乐观预测和发展上。

第二要素是避开衰退期，特别要避免暴露在崩溃危机下。除了前面提到的要排除投资组合中的致败投资外，防守还需要投资组合多元化、限制总风险承担并以整体安全为重。

集中化（多元化的反义词）和杠杆是进攻的表现。当它们起效时会扩大收益，反之会增加损失；积极进取策略会导致投资结果比高点更高或比低点更低。不过，如果过度使用积极进取策略，那么在形势恶化时，它们可能会危害投资生存。相反，防守能够提高你渡过难关的可能性，你会有足够长的时间来享受聪明的投资带来的最终回报。

乔尔·格林布拉特：这是多元化权衡的一个方面。你必须拥有足够强大的应变能力以应对糟糕的时期和坏运气，因此技能和策略才有机会在长线投资中获得成功。

投资者必须做好应对突发事件的准备。许多金融活动似乎都有理由取得平均业绩，但是由于结构不稳定或者过度杠杆化，它们可能在某一天给你沉重一击，令你一败涂地。

但是，真的有那么简单吗？说起来简单，你应该为坏日子做好准备。但是，那会有多坏呢？最坏的情形是什么样的？你必须每天都全副武装地准备应对坏日子吗？

就像投资中的其他东西一样，这不是一个非黑即白的问题。你承担的风险取决于你想要的收益。投资组合的安全性取决于你愿意

放弃多少潜在收益。没有正确答案，只有权衡。这就是为什么我要在2007年12月的备忘录中加入这样一句话：在逆境中确保生存与在顺境中实现收益最大化是相矛盾的，投资者必须在两者之间做出选择。

《鸟笼》，2008年5月16日

防御型投资的关键要素是沃伦·巴菲特所谓的“安全边际”或者“错误边际”（他在使用这两个短语时似乎是不加以区别的）。这是一个值得详细探讨的问题。

乔尔·格林布拉特：“安全边际”和“市场先生”这两个概念的产生源于巴菲特参考了格雷厄姆为投资领域所做出的巨大贡献。

如果未来不出所料，那么成功的投资并非难事。如果能够准确预测到经济发展趋势、特定行业和公司的表现，如何获利就不再神秘。如果未来按照你的预期发展，锁定目标进行投资就能大获成功。

但你可能会想，如果未来不能如你所愿，那么你该如何应对它。简而言之，是什么保证了结果的可接受性（即使在未来未按预期发展的情况下）？答案就是“错误边际”。

霍华德·马克斯：理解不确定性：除去不确定性的表现不谈，许多投资者会试着选择完美的策略，希望能以此获得最大程度上的回报。但是，如果我们不知道不确定性的存在，我们就会坚持一个大致的安全边际，当出现不理想的结果时，这个结果尚能让你接受。

想象一下贷款人发放贷款时的情形。如果条件不变——例如，没有经济衰退，借款人有一份稳定的工作——那么发放贷款并不困难。但是，保证贷款能够收回（即使在条件恶化时）的条件是什么？答案仍然是错误边际。借款人失业时，如果他有存款、可售资产或者其他收入来源，贷款收回的可能性就比较大。这些条件为贷款人提供了错误边际。

对比很简单。坚持错误边际、只贷款给有实力的借款人的贷款人，很少会经历信用损失。但是高标准会令他失去贷款机会，而这些机会将会流到对信誉要求较低的贷款人手上。只要经济环境持续乐观，积极贷

款人会比保守贷款人看上去更聪明（也更能赚钱）。

塞思·卡拉曼：这使得一家银行的高级管理人员在2007年时这样评论道：“只要音乐未停，你就必须站起来翩翩起舞。”（花旗银行CEO查尔斯·普林斯，《财经时报》，2007年7月9日）经营一家公司，其短期利润所带来的压力，要与业界同行保持一致，这是当今商业文化中的一大难题。

保守贷款人的回报不过是衰退期较低的信用损失。坚持错误边际的贷款人享受不到达到制高点的乐趣，但同时可以避免最低点的痛苦。这就是发生在防御型投资者身上的一切。

克里斯托弗·戴维斯：这是一个复杂的类比，在我看来它是有问题的。在这种情况下，是什么诱使保守的借款人与保守的放款人有了更多的商业往来，而理智的借款人则毫无顾虑地为最低的利率寻找有才能或谨慎的放款人？

这里还有一种阐述错误边际的方法。你发现一些你认为会值100美元的东西。如果用90美元买进，你就得到一个获利的好机会，同时，如果你的推断过于乐观，那么你的投资也会有一定的损失概率。但是，如果你用70美元而不是90美元买进，你的损失概率就会减少。减少的这20美元为失误提供了额外的空间，同时仍然有很好的获利机会。低价是错误边际的源泉。

克里斯托弗·戴维斯：同样的，时间也能化险为夷。

因此选择很简单：设法通过积极进取策略将收益最大化，或者通过错误边际来建立保护。你不能在两方面同时做到极致。你会选择进攻、防守，还是兼顾（如果是兼顾，那么二者之间的比例如何）？



在获取高额收益和避免损失这两种投资方法中，我认为后者更为可靠。获利通常取决于对未来事件的正确判断，而将损失最小化只需有形资产价值已知、大众预期稳健并且资产价格较低即可。经验告诉我，后者也许更具可持续性。

必须在获利和减少风险之间——进攻和防守之间——取得平衡。在

我担任投资组合经理之初，我做的是固定收益投资。收益是有限的，投资经理最大的贡献是规避损失。由于上涨是“固定”的，唯一的波动来自下跌，因此关键问题就在于避免下跌时的波动。所以，你是不是一名债券投资者，不在于你持有哪些赚钱的债券，而在于你是否有能力把不赚钱的债券排除在外。在格雷厄姆和多德看来，这种以排除为主的固定收益投资是一门“否定的艺术”。

另一方面，在普通股和其他更注重上涨的领域，投资仅仅规避损失是不够的，同时必须要有获利潜力。尽管固定收益投资者在很大程度上可以只进行防御型投资，但是要想超越固定收益投资——通常以追求更高收益为目的——就必须在攻守之间做出平衡。

关键是平衡。投资者除了防守外，还需要进攻，但这并不意味着他们无须重视二者的比重。投资者如果想获取更高的收益，通常就要承担更多的不确定性——更多的风险。投资者如果想得到高于债券收益的收益，他们就不可能单纯靠规避损失来达到目的。一定的进攻是需要的，随之而来的就是不确定性的提高。选择怎样的投资方式，需要谨慎而明智地做出决策。



橡树资本管理公司的投资建立在防御而不是其他基础上。（但我们并不排除进攻。我们从事的投资并非都是“否定的艺术”。如果不愿意同时考虑涨势和跌势，我们就不可能成功地投资可转换债券、不良债务或者房地产。）

乔尔·格林布拉特：投资者考虑的是风险与盈利之间的张力，这些都与各自的可能性有关。有一个方法会使风险与盈利之间的不对称性最大化，并确定你的最小风险。我在别处曾经提到过：如果你在一项投资中最小化损失的可能性，那么其他的大多数选择就会是不错的。

投资是一个充满雄性激素的世界，太多人自我感觉良好，认为只要打出“本垒打”就能赚到大钱。如果你问问“我知道”学派的投资者们，是什么令他们自我感觉良好，你就会听到他们说自己曾经打出多少记“本垒打”，当前的投资组合里又在酝酿着多少记“本垒打”。然而，有多少人提到过他们投资的持续性，或者告诉你他在市场最差的时候也表现得不错呢？

在过去35年里，我注意到的最奇怪的事情之一，便是最优秀的投资者的投资生涯都非常短暂。虽然不像专业运动员的运动生涯那么短暂，但也远远短于在无损健康的行业中应持续的时间。

我最初管理高收益债券的25年或30年之前的那些领先者们现在在哪里？几乎所有人在业内的表现都不再突出。更令人惊讶的是，15年或20年前最杰出的不良债务投资者现在竟无一人依然保持领先。

他们都去哪儿了？许多人因组织缺陷导致投资策略无法继续而消失。其他人本想打出“本垒打”却因被“三振出局”而消失。

克里斯托弗·戴维斯：在股市中，你可以大胆冒进。不过，你也可以隐藏在被认为是安全的投资中，因而得以避免麻烦。

这令我想起一个悖论：我认为许多投资经理的职业生涯之所以终结，不是因为他们打不出“本垒打”，而是因为他们被“三振出局”的次数太多——不是因为他们的制胜球不够，而是因为他们的失误球太多。但是，许多投资经理仍在前赴后继地追求“本垒打”。

保罗·约翰逊：我相信马克斯的论断是正确的，它为许多投资经理在商业活动中保驾护航，因为他们自己在探索投资方法的过程中，走了不少弯路。

- 他们在自认为有制胜想法或有对未来的正确看法时，下注过大，导致投资组合过于集中而不是多元化。
- 由于经常改变持股比例或者试图预测市场时机，他们承担了过高的交易成本。
- 他们给投资组合的定位是在顺境中获取收益，而不是确保在误判或打出失误球后得以幸存。

相反，在橡树资本管理公司，我们坚定地认为“避免致败投资，制胜投资自然会来”。这是我们最初的也是永远的信条。我们追求安打率，而不是“本垒打”。我们知道其他人会因为巨大的胜利和辉煌的赛季成绩而占据头条，但是，我们希望自己能以令客户满意的持之以恒的良好表现坚持到最后。

《你的游戏策略是什么》，2003年9月5日

图5-1和图5-2显示了风险与收益的关系（见第5章）。当然，这两幅图的区别在于，前者没能显示出承担新增风险所包含的巨大的不确定性，而后者却可以。正如图5-2表明的，高风险投资的结果分布范围更广，既包括损失的可能性，也包括预期的收益。

进攻——通过风险承担争取制胜投资——是一个高强度活动。它可能会带给你追求的收益……也可能带来失望。还要考虑其他因素：你捕鱼所在的水域的挑战性越大、潜在收益越大，越有可能吸引经验丰富的渔夫。除非你掌握的技术令你具备充分的竞争力，否则你极有可能成为牺牲者而不是胜利者。在不具备必需的竞争力的情况下，一定不要主动进攻、承担风险以及碰触有技术挑战性的领域。

除了专业技术，积极进取型投资也需要有勇气、有耐心的客户（如果你是投资经理）和可靠的资本。当形势不利时，你需要这些因素支撑你渡过难关。投资决策可能具有取得长期或平均业绩的潜力，但是如果这些因素的支撑，那么积极进取型投资者可能不会看到长期结果的到来。

管理高风险投资组合就像一场没有护网的高空钢丝表演。成功的回报可能会很高，你会赢得惊呼与赞叹，但是失误也会置你于死地。

追求卓越表现的重点是敢于成就伟大……毫无疑问，投资者最重要、最基础的决策之一，是决定投资组合应承担多大的风险，应如何多元化、规避损失和确保不低于平均表现。为了追求更高的收益，你要做出什么程度的牺牲？

从我喜欢的幸运饼干里学到了很多：谨慎很少出错，也写不出伟大的诗歌。它涉及发人深省的两个方面：谨慎能帮助我们避免错误，但它也会阻止我们取得伟大的成就。

就个人而言，我喜欢资金经理保持谨慎。我相信在许多情况下，避免损失和衰退比重复成功更容易，因此风险控制更有可能为长期优异表现打下坚实的基础。据我所知，最好的投资者具备以下特征：敬畏投资，要求物有所值和高错误边际，知所不知，知所不能。

《敢于成就伟大》，2006年9月7日

保罗·约翰逊：所有投资者都应该留意这条建议。

就像本书中的诸多决策一样，攻守抉择并不简单。以一个伤脑筋的

难题为例：很多人似乎不愿全力以赴去做任何事（如买进某只股票、限定资产类别或委托投资经理投资），因为如果行动不能奏效，就会严重损害他们最终的结果。但是，为了保证事情成功时带来高额收益，你不得不全力以赴地去完成它，因为失败的行动有可能导致重大失利。

霍华德·马克斯：害怕看错：这种两难处境表现了害怕看错是如何影响判断起效的，也体现了如果你十分担心表现，就很难成为成功的投资者。投资委员会往往由于一个简单的原因就会表现得“制度化”，而且难以承受因看错而带来的后果。但是，盈亏底线是简单且绝对的：如果你十分抗拒犯错，那么你绝不会适应孤独——这伴随着严格意义上的成功的逆向投资。

在投资中，几乎所有东西都是双刃剑。选择承担更高风险、以集中化代替多元化、利用杠杆放大收益都各有利弊。唯一的例外是个人技术。至于其他东西，有效就有益而无效就有害。正因如此，攻守抉择既重要又具有挑战性。

很多人将攻守抉择视为在勇往直前和故步自封之间的选择。然而，在善于思考的投资者看来，防守能取得较好的稳定收益，而进攻往往承载着过多无法实现的梦想。就我来说，我的选择是防守。

防御型投资会令你错过热门并且越来越热门的东西，它会让你在一次次跑向本垒板的过程中无所事事。你可能比其他投资者打出更少的本垒打……但是，你被三振出局或双杀出局的可能性也会更少。

防御型投资听起来很高深，不过我可以将它简化为：敬畏投资！担心损失的可能性。担心有自己不知道的东西。担心自己虽能做出高质量的决策，但仍会遭受厄运和突发事件的打击。敬畏投资能避免自大，令你保持警惕和大脑活跃；能令你坚持充足的安全边际，提高投资组合应对恶劣形势的能力。如果不犯错误，那么制胜投资自然会来。

《最重要的事》，2003年7月1日

保罗·约翰逊：我喜欢这条评论。我见过少数投资者：他们进行投资时会恐惧、有所期待，当然这发生在整体市场出现波动时。但是，即使是在那些时候，他们也并未害怕进行投资——不过，这实在是太令人恐惧了，于是他们不再进行投资。

避免错误

投资者几乎无须做对什么事，他只需能够避免犯重大错误。

沃伦·巴菲特

保罗·约翰逊：援引巴菲特的这句话足以说明一切。

在我看来，设法避免损失比争取伟大的成功更加重要。后者有时会实现，但偶尔失败可能会导致严重的后果。前者可能是我们可以更经常做的，并且更可靠……失败的结果也更容易接受。当投资组合风险过高时，向下的波动会令你失去信心或低价抛售。而低风险的投资组合会令你在牛市中表现不佳。但从未有人因此而失败，这并不是最悲惨的命运。



为了避免损失，我们需要了解并避免导致损失的错误。我会在本章中把在前面讨论过的关键问题汇总在一起，希望能够通过集中强调这些问题，帮助投资者对错误保持更高的警惕。我们以了解多种错误的存在并认清它们的样子作为出发点。

我认为错误原因主要是分析/思维性的，或心理/情感性的。前者很简单：我们收集的信息太少或不准确。或许我们采用了错误的分析过程，导致计算错误或遗漏了计算步骤。这一类错误不胜枚举，不过，本书更关注理念和心态而不是分析过程。

但是，有一种分析性错误是我想花些时间来探讨的，我称之为“想象无能”。它用来表示既想象不到所有的可能结果，又无法完全理解极端事件的结果的情况。我会在后文详细阐述这个问题。

有很多导致错误的心理/情感因素已经在前面的章节中探讨过了：贪婪和恐惧，自愿终止怀疑和怀疑，自负和嫉妒，通过风险承担追求高额收益，高估自己的预测能力的倾向。这些因素助长了繁荣和崩溃的发生，而大多数投资者都参与其中，采取着完全错误的行动。

另一个重要的错误——很大程度上是心理因素，但是它重要到值得单独归类——是没有正确认识到市场周期和市场的狂热，并选择了错误的方向。周期和趋势的极端不常发生，因此这不是一个常见的错误原因，但是它会导致重大错误的发生。群体心理强迫个人依从和屈服的力量几乎是不可抗拒的，也是投资者必须抵制的。这些错误同样已经在前文中讨论过了。

“想象无能”——无法提前理解结果的多样性——特别有意思，它对投资的许多方面造成影响。

如前所述，投资完全就是应对未来。为了投资，我们必须持有对未来的看法。一般来说，除了假定它会与过去十分相似之外，我们几乎别无选择。因此，很少有人会说：“过去50年的美股平均市盈率为15，我预测在未来几年它会变成10（或20）。”

因此，大多数投资者是根据既往——尤其是近期发生的事——推断未来。为什么是近期？第一，许多重要的金融现象的周期较长，意味着在下一轮周期重现之前，那些经历过极端事件的人往往已经退休或死亡。第二，正如约翰·肯尼斯·加尔布雷斯所说，金融记忆往往极其短暂。第三，所有曾经的记忆往往都会被最新的热门投资和那些轻松赚钱的承诺抹除。

大多数时候，未来确实与过去相似，因此这样的推断没有任何害处。但是在重要的转折时刻，当未来与过去不再相似的时候，推断会失效，你要么损失惨重，要么赚不到钱。

因此，回顾一下布鲁斯·纽伯格对概率和结果的差异的精辟见解是很有必要的。意料之外的事情会发生，短期结果可能偏离长期概率，事件可以聚集。以掷色子为例，同时掷出两个6点的概率是 $1/36$ ，但这样的

结果可能会连续出现5次而在接下来175次中都不再出现——长期来看，它发生的可能性与其概率是一样的。

认定“一定”会发生的事却没有发生，会令你痛苦不堪。即使你正确地理解了基本概率分布，你也不能指望事情会按照预期的方向发展。成功的投资不应过分依赖聚集分布的正常结果，而是必须考虑到离群值的存在。

保罗·约翰逊：这一精辟见解的关键在于“你必须考虑异常值”，马克斯的论述十分明确。

投资者之所以投资，是希望投资能带来投资结果，他们的分析会集中在可能发生的情况上。但是，一定不要只盯着预期发生的事而排除其他可能性……不要过度承担风险和杠杆，否则不利结果会摧毁你自己。近期的信贷危机中，崩溃发生的主要原因是事态没有按照预期发展。

塞思·卡拉曼：同样地，对于买方的研究关注点较为单一，且大多数类似于情境再现，因而会忽略可能出现的其他结果。

金融危机是见所未见的事件与无法承受这些事件的高风险杠杆结构相碰撞的结果。举例来说，抵押贷款衍生品的设计和分级，以房价不会出现全国性下跌的假设为前提，因为之前从来没有出现过这样的情况（或至少没有出现在近代的统计数据中）。但是接下来的房价大跌，建立在不可能出现大规模房价下跌的假设基础上的结构受到了重创。

另外，值得注意的是，某件事不可能发生的假设具有推动事件发生的潜力，因为认为事情不可能发生的人会采取高风险行动，从而导致环境发生改变。20多年前，“抵押贷款”这一术语与“保守”有着千丝万缕的联系。购房者付出房价的20%~30%作为首付；按照惯例，分期付款金额不高于月收入的25%；房屋被仔细地估价；借款人的收入和财务状况必须有文件证明。但在过去10年里，随着对抵押贷款证券化的需求越来越旺盛——部分原因是抵押贷款一直以来表现可靠，大家公认不可能出现全国性抵押贷款违约——许多传统规范遭到废弃。结果可想而知。

保罗·约翰逊：这是对2008年信用危机所做出的一个简单却极好的解释。

这令我想起一个令我们进退维谷的难题。投资者到底应该投入多少

时间和资本来避免不太可能发生的灾难？我们可以防备每一个极端结果，例如同时防备通货紧缩和恶性通货膨胀。但这样做的成本太过高昂，而且当我们的保护性举措最后被证明没有必要执行时，成本会减损投资收益……并且大部分时间里都会这样。假如再回到2008年，你也可以让你的投资组合表现良好，但那时你就只能持有国债、现金和黄金。这是一个切实可行的策略吗？也许不是。所以一般原则是，避免错误很重要，但必须有限度（限度因人而异）。

关于想象无能还有另一个重要方面。人人都知道资产有预期收益和风险，并且可以被预测。但很少有人了解资产的相关性：一种资产会对另一种资产的变化做何反应，或这两种资产会对第三种资产的变化做何反应。理解并预测相关性的影响——进而理解并预测多元化的局限——是风险控制和投资组合管理的主要任务，但很难实现。不能正确预测投资组合内的协同运动是投资失败的一个关键原因。

投资者往往意识不到贯穿投资组合的共同线索。人人都知道，如果一家汽车制造商的股票下跌，共同因素将会导致所有的汽车股同时下跌。很少有人知道令所有美股（或所有发达国家股票，或全世界所有股票，或所有股票和债券等）下跌的共同因素是什么。

因此，想象无能首先是没有预测到未来可能发生的极端事件，其次是没有理解极端事件发生后的连锁后果。在近期的信贷危机中，有些怀疑论者可能曾怀疑过次级抵押贷款会出现大规模违约，但他们认为影响未必会超出抵押贷款市场。很少有人预见到抵押贷款的崩溃，更少有人预测到商业票据和货币市场基金因此而受累，或雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司和美林证券不再作为独立公司而存在，或通用汽车公司和克莱斯勒公司会申请破产保护并请求紧急援助。

克里斯托弗·戴维斯：这是事实。



从很多方面来看，心理因素都是最令人感兴趣的导致投资错误的原因，它们可以极大地影响证券价格。当心理因素导致某些投资者持有极端观点并且无法被其他人的观点抵消时，就会导致价格过高或过低。这就是泡沫和崩溃的根源。

投资者如何在心理因素的影响下做出错误的投资？

- 屈从。
- 不知不觉地加入已被他人的屈从扭曲的市场。
- 未能利用市场的扭曲。

以上三点是同一件事吗？我不这么认为。让我们结合危害性最大的心理因素之一——贪婪——来剖析这三个错误。

当贪婪过度时，证券价格往往过高，进而造成预期收益过低，风险过高。资产代表着将会造成损失的错误……或可被利用的错误。

前面列出的三个错误中的第一个——屈从于不良影响——意味着贪婪并买进。如果你在赚钱欲望的驱使下，抱着资产将继续升值、策略将继续有效的侥幸，在价格过高时也不断买进，你就是在自寻烦恼。如果你以高于内在价值的价格买进——资产就会从估价过高到估价超高，你必须得特别幸运才能获利而不亏损。当然，被推高的价格更容易导致后者而不是前者。

第二个错误，也就是我们所谓的失察错误。你可能没有被贪婪诱惑，举例来说，你的401(k)计划可能以投资指数基金的方式稳定而被动地投资于股市。然而，加入（即使是不自觉地）一个已经被他人狂热的购买行为推高的市场，将会对你造成严重影响。

每一个不利影响和每一种“错误”市场，也都提供着获利而不是犯错的机会。因此，第三种形式的错误指的不是做错，而是没有做对。普通投资者能避免错误就算是万幸，而优秀投资者期待的却是从错误中获利。当贪婪导致股价过高时，大多数投资者希望不再买进甚至卖出。但是，优秀投资者可能会通过卖空而在价格下跌时获利。犯第三种形式的错误——例如，没有做空估价过高的股票是另一种不同形式的错误，即“不作为”错误，不过可能也是大多数投资者愿意接受的错误。



如前所述，导致这些错误的心理因素是，出于“这次是不同的”的信念，投资者偶尔会乐于接受引起泡沫和崩溃的新奇理论。在牛市中，怀疑不足使得这种事情经常发生，因为投资者相信：

- 某些新发展会改变世界。
- 已经是陈规的模式（如商业周期的盛衰）将不再存在。

- 规则已经改变（如确定公司是否资信可靠及其债务是否值得持有的标准）。

- 传统价值标准不再适用（包括股票市盈率、债券收益率差或房地产资本化率）。

鉴于钟摆的摆动方式（见第9章），当投资者变得过于轻信而不再怀疑时，这些错误往往会同时发生。

为什么“世界第八大奇迹”会如愿发生在投资者身上？总有一个合理甚或复杂的解释。不过，解释者常常忘记提醒人们奇迹会偏离历史，它需要事情按照预想方向发展，许多其他的事情可能会发生，其他可能的结果中有许多会是灾难性的。



避免错误的键的第一步是保持警惕。贪婪与乐观相结合，屡屡导致人们追求低风险高收益的策略，高价购进热门股票，在价格已经走高时仍抱着增值期望继续持有股票。后知后觉向人们展示了问题所在：期望是不切实际的，风险是被忽略了。但是通过痛苦的经历来学习错误的益处不大，关键在于设法预知错误，我要通过近期的信贷危机来阐明这一点。

市场就是课堂，每天在传授着各种经验教训。投资成功的关键在于观察和学习。2007年12月，随着次贷问题的暴露以及蔓延到其他市场的可能性渐趋明朗，我开始总结我认为应该从其中学习的教训。当完成这项任务时，我意识到，这些教训不仅是最近一次危机的教训，而且是一直以来的教训。虽然我在其他地方陆续提到过不少，但在这里我要把这些教训集中在一起，希望你能从中获益。

保罗·约翰逊：下文的这些经验教训源于2008年的危机，都是一些十分清晰、睿智的洞见。而这场危机给无数证券投资组合和金融服务机构造成的毁灭性打击，则不必赘言。

我们从危机中学到了什么？或者应该学到什么？

- 过多的可得资本导致资金流向错误。当资本缺乏并急需时，投资者面临的是如何分配才能最大程度利用资本的抉择，他们的决策做得耐心而严格。但是，当过多资金追逐过少的交易时，就会出现

不值得的投资。

- 当资金流向发生错误时，就会产生问题。当资本市场紧缩时，合格的借款人被拒之门外。但当资本过剩时，不合格借款人就能不劳而获地得到资本。违约、破产和亏损不可避免。

- 资金供给过量时，投资者要通过接受更低的收益和更低的错误边际来争夺交易。当人们想买某种东西时，他们以竞争性标售的形式竞争，出价越来越高。仔细思考你会发现，出价越高意味着金钱的回报越少。因此，投资者的出价可被视为投资者对收益要求和风险接受意愿的表述。

克里斯托弗·戴维斯：这就是为什么我们总会按照盈利回报率（市盈率的对立面）而不是市盈率来思考，这样做能够轻松地与固定收益选择进行比较。

- 普遍忽视风险会产生巨大的风险。“不会出问题的。”“价格不高。”“总有人愿意出更高的价格。”“如果我不赶快行动，别人就会买下它。”这样的说法表明风险没有得到足够的重视。人们的想法是，因为自己在买进更好的股票或者在进行更加宽松的债务融资，所以收购交易可以维持越来越高的杠杆水平。这样的想法导致人们忽视了不良发展的风险以及高度杠杆化资本结构的固有危险。

- 尽职调查不足导致投资损失。防止损失的最好办法是进行透彻而精辟的分析，并坚持巴菲特所谓的“错误边际”。但在市场繁荣期，人们担心的是错过投资而不是资金损失，只有老顽固才会抱着怀疑态度费时费力地进行分析。

- 在市场过热期，资金集中流向大多经不起时间考验的新型投资。情绪乐观的投资者们关注的是能够赚钱的机会，而不是可能会出现的问题。渴望取代谨慎，促使人们接受他们并不理解的新型投资产品。过后他们会惊讶自己当时在想什么。

- 贯穿投资组合的隐形断层线能使看似不相关的资产的价格发生联动。预测一项投资的收益与风险比理解它相对于其他投资的进展更容易。相关性往往被低估，特别是在危机时期，相关性进一步提高的时候。投资组合可能在资产类别、行业和地缘上有多元化的表现，但是在困难时期，非基本面因素如补充保证金通知、市场冻结和避险情绪高涨，可能会成为主导因素，对所有东西产生相似的影响。

- 心理和技术因素可以影响基本面。长期来看，价值的创造和毁

灭由经济趋势、公司盈利、产品需求及管理水平等基本因素驱动。但从短期来看，市场对投资者心理和技术因素高度敏感，影响着资产的供需。事实上，我认为自负是最大的短期影响因素。在这种情绪的推动下，任何事情都能发生，产生难以预料并且出人意料的结果。

乔尔·格林布拉特：市场最终会使自己回归正常。在短期内，心理和技术因素使得等待长期效益十分痛苦。不过，这通常是绝佳机会的来源。

- 市场变化导致模型失效。“宽客”基金的主要问题在于计算机模型和基本假设的失效。当电脑管理投资组合时，会试图通过以往有效的模型获利，但这些模型无法预测变化，无法预测异常时期，因而既往标准的可靠性被普遍高估了。

克里斯托弗·戴维斯：或者像巴菲特说的那样：“要意识到高手所起到的榜样作用。”

- 杠杆会放大收益，但不会增加价值。利用杠杆大力投资高承诺收益或高风险溢价的特价资产是很有意义的。但是，利用杠杆买进过多低收益或低风险价差的资产——换句话说，即已经被完全定价或过高定价的资产——可能是非常危险的。企图利用杠杆把低收益转化为高收益的尝试是毫无意义的。

保罗·约翰逊：这枚“子弹”——杠杆的作用——需要额外的强调，而大多数投资者并未承认这一金科玉律。

- 矫枉过正。当投资者心理极度乐观、市场“完美定价”时——建立在一切会永远好下去的臆测之上——就是资本损耗的前兆。因为投资者的预测过于乐观，不良事件时有发生，过高的价格仅在其自身重力下就有可能崩溃。

上述11个教训大部分可被归纳为一点：对你周围的不合格资金的供需关系以及人们想花掉资金的迫切程度保持警惕。我们都体会过资本不足时捉襟见肘的感觉：有价值的投资项目的销路极差，整体经济发展缓慢。这种现象被称为“信贷紧缩”。但是，相反的情况也不容忽视。目前还没有正式术语来描述这种情况，也许可以用“过多的资金追逐过少的投资”来描述。

无论怎么描述它，像2004—2007年我们看到的这种资本供给过剩伴随着谨慎缺乏都会威胁投资健康，必须加以识别和应对。

《这一次没有什么不同》，2007年12月17日



全球危机提供了一个绝好的学习机会，正如我在2007年12月的备忘录中列举的，它涉及许多严重的错误和教训。到处都是错误：在危机前的日子里，投资者满不在乎甚至情绪高涨。人们相信风险已经被驱除，因此他们唯一要担心的是错过机会落后于人而不是亏损。人们在不可靠的臆测基础上接受着风险过高且未经验证的投资创新。人们过分倚重晦涩的模型和“暗箱”、金融工程师和“宽客”，以及按照繁荣期的表现编制的业绩记录。杠杆叠加着杠杆。

霍华德·马克斯：最危险的事：高度的信任与相应的较低程度的怀疑，能在很大程度上推动价格上涨，致使每个人都认为上涨速度过快。通过贷款来购买往往会推动价格大幅上涨，而祸患也会随之发生，并带来痛苦。这些都属于最危险的事。

几乎没有人知道会出现怎样的后果，但可能会有即将失败的预感。尽管识别和避免具体错误并不容易，但这是一个很好的时机，令我们意识到有许多错误潜伏在暗处，进而持有防御性更强的仓位。做不到这一点也是一个巨大的错误。

那么，投资者应该怎么做呢？以下是答案：

- 留意他人的轻率举动。
- 做好应对投资低迷的心理准备。
- 卖出资产，或至少卖出风险更高的资产。
- 减少杠杆。
- 筹集现金（如果你为他人投资，那就把现金还给客户）。
- 加强投资组合的防御性。

在当时，采取其中任何一条措施都是有帮助的。尽管在2008年的崩溃中，几乎所有投资都表现不佳，但是只要多加小心，降低亏损和减少

痛苦还是有可能的。虽然几乎不可能完全避免衰退，但是，相对优秀的表现（更少的损失）足以令你在衰退中做得更好，并且更加充分地利用反弹的机会。

危机中充斥着潜在错误：首先屈服并认输，进而退缩并错失良机。在没有损失的时候，人们往往将风险视为波动，并且相信自己能够容忍。如果真是这样，他们就会顺应价格下跌，在低点时做更多的投资，继而享受复苏，在未来出人头地。但是，如果容忍波动维持镇静的能力被高估了——通常如此——那么在市场处于最低点时，错误往往就会显露出来。信心和决断的丧失，导致投资者在市场底部抛售，将下行趋势转变为永久损失，并且难以充分参与到随后的复苏中。这样的错误是投资中最大的错误——顺周期行为的最不利的一面——因为它是永久的，也因为它在很大程度上会影响投资组合。

克里斯托弗·戴维斯：1975年，我们在戴维斯顾问公司有过的这种经历。

乔尔·格林布拉特：如果你是一位投资者，那么你需要了解自己。你能在下跌时承受多少痛苦？这取决于你一开始进行特殊投资和投资分类时所选定的证券投资组合规模。

既然逆周期行为是避免受近期危机全面影响的要素，那么顺周期行为就代表着潜在的最大错误。在市场繁荣期维持看涨仓位（或加仓）的投资者，为崩溃及随后的复苏准备得最不充分。

- 下跌会对投资者的心理产生巨大的影响。
- 追加保证金通知和没收附属抵押品消除了杠杆性工具。
- 持有问题股需要投资经理采取补救措施。
- 像往常一样，信心的丧失阻碍了人们在正确的时间做正确的事情。

尽管得不到优异的表现，但在衰退的市场中，人类的天性令防御型投资者及其客户因损失比别人少而得到安慰。这会产生两个重要影响。第一，令他们保持镇定，抵抗往往导致人们在低点抛售有心理压力。第二，令他们维持更好的心态与财务状况，更有能力逢低买进，在杀戮中获利。因此，他们通常在复苏期做得更好。

这无疑就是过去几年中发生的一切。信贷市场在2007—2008年遭受的打击尤其严重，因为信贷市场是创新产品、风险承担和杠杆使用的集中地。同样，信贷市场在2009年的盈利也达到了历史最好水平。在衰退期幸存并且逢低买进是获得成功——特别是相对成功——的准则，但前提是避免错误。



犯错虽然简单，但错误的形式多种多样——多到不胜枚举。以下是一些常见的错误形式：

- 分析过程中的数据或计算错误导致错误估价。
- 对各种可能性及其后果估计不足。
- 贪婪、恐惧、嫉妒、自负、终止怀疑、盲从和屈服（或兼而有之）达到极致。
- 最终，风险承担或风险容忍过度。
- 价格显著偏离价值。
- 投资者没有注意到这种偏离甚或推波助澜。

理想情况下，聪明而审慎的第二层次思维者会留意分析性错误与其他投资者的失败，进而做出正确的反应。他们在过热或过冷的市场中探查估价过高或过低的资产。他们调整路线，避免犯别人犯下的错误并期待从中获利。投资错误的定义很简单：价格偏离内在价值。而发现并避免错误就没有这么简单了。

最令人迷惑并且最具挑战性的是，错误是不断变动的。有时价格过高，有时价格过低。价格与价值的偏离有时影响个别证券或资产，有时影响整体市场——有时影响这个市场，有时影响那个市场。有时做一件事会犯错，有时不做这件事也会犯错；有时看涨会犯错，有时看跌也会犯错。

当然，从定义来看，大多数人都会犯错误，因为如果不是因为他们行动的一致性，错误就不会存在。采取相反的行动需要逆向投资态度，而长期逆向投资会带来孤独感和错误感。

与本书中探讨的其他问题一样，如何避免错误、识别错误并采取相

应的行动，是无法用规则、算法或线路图来表示的。我强调的是领悟力、灵活性、适应性以及从环境中发现线索的思维模式。

一种提高投资效果的方法——也是我们在橡树资本管理公司大力推行的——是思索今天的错误会是什么，然后设法避免它。

有时投资中可能出现以下错误：

- 不买。

乔尔·格林布拉特：还有另一番广阔的天地，优秀的投资者并不会为此而担心。

- 买得不够。
- 在竞争性标售时没有坚持出价。
- 持有太多现金。
- 没有使用足够的杠杆。
- 没有承担足够的风险。

这并不能代表2004年的情况。我从未听到过任何等待做心脏手术的人抱怨说“真想多上班”。同样，我认为不会有人在未来几年回过头来说：“真想在2004年多投资。”

相反，我认为2004年可能出现以下错误：

- 买入过多。
- 买入过于积极。
- 出价太高。
- 使用杠杆过多。
- 为追求高收益而承担过多风险。

有时投资错误是不作为：有些事情你该做却没有做。我认为今天的错误可能是作为：有些事情你不该做却做了。有时需要积极进取，而我认为现在需要的是谨慎。

《当今的风险与回报》，2004年10月27日

最后，重要的是要记住，除了作为（如买进）和不作为（如没有买进），还有错误并不明显的情况。当投资者心理平静、恐惧与贪婪平衡

时，资产价格相对于价值可能是公允的。在这种情况下，投资者可能不需要采取紧急行动，知道这一点也很重要。不需要取巧的时候，自作聪明就会带来潜在的错误。

克里斯托弗·戴维斯：这是一个精彩的引述。

增值的意义

增值型投资者的表现是不对称的。他们获得的市场收益率高于他们蒙受的损失率……只有依靠技术，才能保证有利环境中的收益高于不利环境中的损失。这就是我们寻找的投资不对称性。

就风险与收益来看，达到与市场一致的表现并不难，难的是比市场表现得更好：增值。这需要卓越的投资技术和深刻的洞察力。所以在这里，在本书接近尾声的时候，我们又回到了第1章，回到了拥有特殊技术的第二层次思维者身上。

本章的目的是阐明增值对于经验丰富的投资者的意义。为了达到这一目的，我要介绍两个来自投资理论的术语：一个是 β 系数，衡量投资组合相对市场走势的敏感度；另一个是 α 系数，我将它定义为个人投资技术，或是与市场走势无关的获利能力。



如前所述，市场收益是很容易实现的。一个按照股票市值比例持有构成某一特定市场指数的所有证券的被动指数基金，就能得到这样的结果。它反映出所选指数的特征——如上涨潜力、下行风险、 β 系数或波动、增长、昂贵或廉价、质量或差异——及其收益。它是投资的缩影，但不会增值。

于是我们可以这样说，所有股票投资者并非都从一张白纸开始，而是存在着简单模仿指数的可能性。他们可以走出去，按照市场权重被动地买进指数内的股票，在这种情况下他们的收益会和指数保持一致。或者他们可以通过积极投资而非被动投资来争取更好的表现。

主动型投资者有很多选择。首先，他们可以决定投资组合比指数更积极还是更保守，是长期坚持还是尝试选择市场时机。举例来说，如果

投资者选择积极进取，他们可以通过增持指数中波动性更高的股票或者利用杠杆来提高投资组合的市场敏感度。这样做会增加投资组合的“系统性”风险，即它的 β 系数。（不过，理论上来说，尽管这些做法可以提高投资组合的收益，但是收益差异完全可以因系统性风险增加而得到充分的解释。因此，这样的做法不会提高投资组合的风险调整后收益。）

其次，投资者可以做出不同于指数的选择来锻炼自己的选股能力——在指数内，多买某些股票，少买或不买其他股票，然后再加上一些指数之外的股票。通过这种做法，他们可以减少投资组合对个别公司的特殊事件的暴露程度，从而避免只影响某些股票而非整个指数的价格变动。由于“非系统性”原因，他们的投资组合构成与指数构成出现分离，因此收益也出现偏差。不过从长期来看，除非投资者有远见卓识，否则这些偏差最终会被抵消，他们的风险调整后收益会与指数收益趋于一致。

在第1章中提到的悟性不高的积极型投资者比消极型投资者好不到哪儿去，不要指望他们的投资组合会有比被动型投资组合更好的表现。他们可能很努力地在尝试，很注重进攻或防守，或者在干劲十足地交易，但不要指望他们会得到比被动型投资组合更高的风险调整后收益。（由于承担非系统性风险以及不必要的交易成本，他们的收益还有可能更低。）

这并不意味着如果市场指数上升15个百分点，每个非增值型积极投资者都会得到15%的收益。他们持有不同的积极投资组合，其中一些投资组合的表现会比其他投资组合好……不过并不持久或可靠。他们共同反映整体市场，但每一个投资组合都有自己的特性。

举例来说，可以认为风险偏好型积极投资者在繁荣期比指数表现得更好，在衰退期比指数表现得差。由此引入 β 系数。 β 系数在理论上表示相对波动性，或是投资组合收益相对于市场收益的表现。 β 系数大于1的投资组合的波动性高于参照市场， β 系数小于1则意味着波动性较低。在忽略非系统性风险的前提下， β 系数乘以市场收益即为特定投资组合的预期收益。如果市场上涨15%，那么 β 系数为1.2的投资组合的收益将是18%（加或减 α 系数）。

以理论分析信息后得出，收益的提高是 β 系数增加或系统性风险所致，且收益不会因补偿系统性风险之外的风险而提高。这是什么原因呢？根据理论，市场所补偿的风险是投资中内在的、不可避免的风险：系统性或“不可分散性”风险。其余风险则来自持股决策：非系统性风

险。既然这种风险可以通过多元化来消除，投资者就不应因承担这种风险而得到额外的收益补偿。

根据理论，投资组合表现（ y ）的计算公式如下：

$$y = \alpha + \beta x$$

在这里， α 代表 α 系数， β 代表 β 系数， x 是市场收益。投资组合相对于市场的收益等于它的 β 系数乘以市场收益，再加上 α （技术相关性收益）就是总收益（当然，理论认为 α 系数是不存在的）。

克里斯托弗·戴维斯：不过，这个 β 系数是衡量风险的标准吗？这看起来与之前关于风险的讨论有一点儿背道而驰。但是，即使这个 β 系数并不是最有意义或最有用的工具，然而橡树资本管理公司在风险调整后收益这一方面仍表现得十分出色。

如前所述，虽然我不认同风险就是波动，但是我仍然强调，要根据整体风险考虑投资组合收益。利用高风险投资组合赚取18%收益的投资经理，未必比用低风险投资组合赚取15%收益的投资经理更加高明。风险调整后收益才是关键，尽管我认为最好的评估投资组合表现的方法是主观判断而不是科学计算，因为风险（而不是波动）是无法量化的。

乔尔·格林布拉特：对于商科的学生（也许学习过其他的知识）而言，这是一个十分重要的概念。

当然，我也不认同等式中 α 为零的说法。投资技术是存在的，尽管并非人人都有。只有考察风险调整后收益，才可能确定投资者是否具有远见卓识、投资技术或 α 系数……即投资者是否能够提升价值。

α - β 模型是一个评估投资组合、投资组合经理、投资策略以及资产配置方案的好方法。它是一种条理分明的方法，可以帮助我们思考收益有多少来自环境、有多少来自投资者对价值的提升。举例来说，显然下面这位投资者没有任何技术（见表19-1）：

表19-1 无技术投资者表现I

时间	基准收益	投资组合收益
1	10	10
2	6	6
3	0	0
4	-10	-10
5	20	20

下面这位投资者也没有技术，业绩只有基准收益的一半（见表19-2）：

表19-2 无技术投资者表现II

时间	基准收益	投资组合收益
1	10	5
2	6	3
3	0	0
4	-10	-5
5	20	10

这位投资者也没有技术，业绩是基准收益的两倍（见表19-3）：

表19-3 无技术投资者表现III

时间	基准收益	投资组合收益
1	10	20
2	6	12
3	0	0
4	-10	-20
5	20	40

这位投资者有些技术（见表19-4）：

表19-4 有一定技术投资者表现

时间	基准收益	投资组合收益
1	10	11
2	6	8
3	0	-1
4	-10	-9
5	20	21

这位投资者的技术水平较高（见表19-5）：

表19-5 有较高技术投资者表现

时间	基准收益	投资组合收益
1	10	12
2	6	10
3	0	3
4	-10	2
5	20	30

如果你能容忍波动，那么这位投资者的技术水平最高（见表19-6）：

表19-6 高水平投资者表现

时间	基准收益	投资组合收益
1	10	25
2	6	20
3	0	-5
4	-10	-20
5	20	25

这些表格表明，“战胜市场”和“卓越投资”相去甚远——见第三个例子的时间1和时间2。关键不仅在于你的收益是多少，而且在于你为获取收益所承担的风险有多大。

在评估投资者的技术以及比较防御型投资者和积极进取型投资者的投资业绩的时候，记住这些考虑因素很重要。你可以将这一过程称为风格调整。

在衰退期，防御型投资者的损失少于积极进取型投资者。他们提升价值了吗？未必。在繁荣期，积极进取型投资者比防御型投资者赚得更多。他们做得更好吗？如果不做进一步调查，很少有人会同意这种说法。

单单一年的结果基本上是反映不出技术的，尤其是当结果与符合投资者风格的预期收益相一致时。高风险承担者在市场上涨时获得高额收益，或保守型投资者在市场下跌时最小化损失，相对来说也很难说明什么。关键在于他们的长期表现，以及他们在与自身风格不相符的市场环境中所取得的表现。

可以通过一个 2×2 矩阵来说明问题（见表19-7）。

表19-7 两种类型投资者表现比较

	积极进取型投资者	防御型投资者
无技术	市场上涨时获利丰厚，市场下跌时损失惨重	市场下跌时损失不多，但市场上涨时获利也不多
有技术	市场上涨时获利丰厚，市场下跌时不会造成同等程度下跌	市场下跌时损失不多，但市场上涨时获利颇丰

这一矩阵的关键是收益的对称性或不对称性。缺乏技术的投资者赚到的收益仅仅是市场收益以及他们的风格使然。没有技术的激进型投资者会朝两个方向大幅波动，防御型投资者则朝两个方向小幅波动。这些投资者在他们的风格之外没有任何贡献。当他们的风格受欢迎时会表现良好，反之则表现不佳。

另一方面，增值型投资者的表现是不对称的。他们获得的市场收益率高于他们蒙受的损失率。有技术的积极进取型投资者在牛市里表现良好，但是不会在相应的熊市中又把赚到的钱全赔进去，而有技术的防御型投资者在熊市中损失相对较少，在牛市中获利相对较多。

在投资中，一切都有利有弊并且是对称的，只有卓越技术除外。只有依靠技术才能保证在有利环境中的收益高于在不利环境中的损失。这就是我们寻找的投资不对称性。卓越技术是获得不对称投资的先决条件。

乔尔·格林布拉特：再次强调，技艺精湛的投资者实质上是在践行理解投资的过程，而不仅仅是对近期的收益进行估价。

以下是橡树资本管理公司的业绩愿景：

在市场繁荣期，达到平均表现即可。在繁荣期人人都能赚钱，为什么一定要在市场表现良好时战胜市场呢？我还没见过谁能给出令人信服的理由。不，在繁荣期达到平均表现就足够了。

不过，有一个时期是我们认为有必要战胜市场的，那就是在衰退期。我们的客户不愿首当其冲面对市场损失，我们也不愿这样。

因此，我们的目标是在市场表现良好时与市场表现一致，而在市场表现不好时超越市场表现。初看似乎过于稳健，但实际上这是一个相当宏大的目标。

为了在市场表现良好时与市场表现保持一致，一个投资组合必须有适当的 β 系数和市场相关性。但是，如果在市场上涨时我们得益于 β 系数和市场相关性，那么它们会不会在市场下跌时伤害我们？

如果我们能持之以恒地做到在市场衰退时损失更少、在市场上涨时充分参与，那么原因只有一个： α 系数或技术。

乔尔·格林布拉特：然而，与橡树资本管理公司不同，许多投资公司会进行大量的评估，并以此作为可供长线投资参考的良好记录。有了更多的资本后，大多数投资经理会进行不同的投资，而不是像他们之前那样建立出色的投资记录。当投资机会出现紧缩迹象时，橡树资本管理公司便会获得资本回报。很少会有投资者能遵循这一方法。

这是一个增值型投资的例子，已历经数十年的验证，只能是投资技术使然。不对称性——上涨时的收益高于下跌时的损失，并且超过单纯投资风格所致的结果——应成为每一位投资者的目标。

合理预期

关于收益的期待无疑是合理的。任何因素都会将你置于麻烦之中，其通常表现为令人难以接受的风险。

我想指出，没有哪一种投资行为会轻易成功，除非其收益目标在绝对和相对的风险之下是明确且合理的。每一种投资的结果应该以你试图实现的目标作为开始。关键在于，你的收益目标是什么，你能承受多大的风险，你暂时需要多少流动资金。



收益目标必须是合理的。我们能够追求什么样的收益呢？大多数时候——尽管在任何特殊的时间点，这并不是必要的（甚至在今天也不是必不可少的）——追求个位数或低于两位数的收益可谓合情合理。高利润则十分罕见，这通常被视为是有经验的投资高手（只有他们中的少数佼佼者）的领域。而那些特殊的持续性收益也是一样。对这些方面抱有过高的期待往往会令人失望或者蒙受损失。只有一个解决方法：问问自己，你所期待的收益是不是好得不像是真的，这需要你采取怀疑的态度——毋庸置疑，这对于取得投资的成功非常重要。

我不认为普通的风险和资本市场的基本作用能够带来可观的收益。较高的收益是“反常的”，要想实现这一目标需要结合以下这些要求：

- 在极度低迷的市场环境中买进（希望能有一个良好的卖出环境）
- 杰出的投资技能
- 强大的风险承受能力
- 强有力的杠杆，或者是

因此，投资者应该这样来追逐收益——只有自己相信这些要素中的一部分，并且愿意为此下赌注。然而在某种程度上，这其中的任意一项都是会有问题的。绝佳的买入机会并不是每天都有。非同一般的技能也实属罕见。当出现差错时，风险承受能力会对你不利。杠杆也是如此，它作用于两个方向——放大危险同样提升盈利能力。绝对不能指望凭借运气取胜。技能是转瞬即逝的要素，但是它十分罕见（在低收益的环境中，就连技能都不一定能带来高收益）。



关于合理预期的重要性有几个特例，没有哪一个能比最近发生的麦道夫骗局更引人注目了。

随着伯纳德·麦道夫操控的史上涉案金额最大的“庞氏骗局”真相大白，人们发现，他之所以屡屡侥幸得手，其原因在于他的投资客户未能质疑他所宣称的投资收益是否具有可行性。

麦道夫宣称的投资收益并不是超乎寻常的高：一年的投资收益率为10%左右。特别之处在于，他每年都能实现这一目标，甚至在状况不佳的时候也是如此。然而，他的客户中很少有人会质疑这些收益是如何实现的以及是否合情合理。

在20世纪的大多数时候，普通股的平均投资收益率为10%，但是这期间会经历持续的浮动和多年的低潮。事实上，尽管有10%的平均值，单一年份的投资收益率很少能达到10%。历史证明普通股的平均投资收益率是有着较大浮动的。

如果你追求的是可靠的收益，那么你可以选择短期国债，这可以使你免于考虑价格波动、信用危机、通胀危机以及流动性不足。不过，短期国债的收益率向来不高。

麦道夫是如何保持像短期国债一样的稳定性，并在此基础上实现较高的股票收益率的？在前面列出的5项要素中，他具备了哪几项？

- 在近20年的时间里，无论投资情况好坏与否，他一直都对外宣称取得了投资收益。
- 没有人了解他的特殊投资技能，也不知道他的计算机模型有何

特殊之处，又是什么使他得以瞒天过海不为人发现？

- 他所宣称的结果并不是基于他对市场走向的预测或选取个股的能力。
- 他公开宣称的方法中并没有包括杠杆。
- 没有人能够走运如此之久。

麦道夫的收益简单得毫无道理。他的投资客户既没有“进行过调查”，也没有“认为这是合理的”。他的方法和结果有着难以承担的后果：他的资本无以维系，而他所描述的方法在亏损的时间段内也是毫无用处的。但是，人们往往在被告知意外之财唾手可得的时侯，会丧失理智并开始做出非理性的预期。麦道夫骗局是一个例外，它不同于“好得不像是真的”这一关于不合理预期的重要判断标准。但是，很少有人能够保持清醒。

通过麦道夫骗局，我想提出一个好方法来区别合理和非合理预期。除了问“这是否好得不像是真的”之外，再问一句“为什么会是我”。当销售人员在电话里向你推销一种自称可靠的生财之道时，你应该思考一下，他为什么会推荐给你而不是自己留着。同样，当一个经济学家或分析师分享给你一个“在未来肯定会发生的”观点时，你应该质疑一下，既然金融衍生工具可以被用于将正确的预测转变为巨额收益（无须投入大量资金），那么他为什么仍然在为生计奔波？



每个人都想知道如何做出正确的判断并获得投资的成功，最近有人问过我：“你怎么确定你是在处于低谷时进行投资，而不是投入得太早？”发现低谷能让我们的预期变得合理。我的回答很简单：“你无法确定。”

“低谷”是一个节点——此时，某一资产的价格停止下跌并蓄势待发等候上涨。这只有通过回溯才能得以确定。

如果市场是合理的，不会出现低于实际价值的贱卖，而价格一旦过低，这时我们就可以认为是到达了低谷。但是，由于市场一直处于迭代过度的状态——价格在降至其实际价值后仍下跌不止，因此无法预测价格何时才会停止下跌。理解“便宜”绝不等于“不会大跌”是十分必要的。

我试着用一种逻辑化的方法来看待低谷。在下跌期间，有三个时机

可以买进：下跌时、跌至谷底时、上涨时。我不认为我们会知道何时到达低谷，就算我们能够发现，这对于买进资产也并无太大的助益。

如果我们等到低谷已过、价格开始回升的时候，不少人会因为价格上涨而买进，这使持有者坚定了信心并且不会卖出。而资金补给不足则使买家难以大量购买资产。这时候，买家便会发现为时已晚。

它使买进行为开始降温，而这正是我们所希望看到的。好消息是，当价格下跌时，我们选择买进，而别人却以“没有必要空手接落刀”为借口不敢行动。不过，当刀如雨下的时候，最好的交易往往在此时应运而生。

伏尔泰曾经说过一句至理名言：“完美是优秀的敌人。”这对于投资领域极为适用，只有当条件达到完美时，人们才会坚持投资——例如，只在低谷时买进——这会令你错失很多机会。在投资中坚持完美往往会一无所获，我们所能期待的最佳情况是尽可能地进行大量的明智投资，在最大程度上规避糟糕的投资。

橡树资本管理公司是如何解决“应该在何时买入”这个问题的？我们会放弃追求完美，以及不会执着于确定何时到达低谷。更确切地说，如果我们认为出现了便宜货，我们就会买进。如果价格更加低廉，我们就会买得更多。要是我们投入了全部资本，我们理所应当会获益更多。

在我们的6条投资哲学当中，有一条是提倡“否定市场时机”的。我们花费了大量的工夫去分析市场环境，绝不会在没有考虑风险和收益的前提下贸然投资。更确切地说，在上述这些条件下，我们对市场时机不感兴趣，除非能够发现一些较有吸引力的要素。我们绝不会这样说：“今天的价格很便宜，但是我们认为在半年内还会更加便宜，所以让我们等待观望吧。”寄希望于在低谷时买进是不切实际的。



除了过多的信任和缺乏风险意识之外，我认为不切实际的预期在近期的金融危机中首当其冲，继而引起了市场崩溃。

下面是我的想象——2005—2007年，投资者对于收益的典型态度，其中包括了个人投资者和机构投资者。

我需要8%。不过，我更乐意获得10%。12%更加不错，15%就是锦上添花。20%.....好极了。30%.....这真是棒极了。

大多数人会认为这段想象中的内心独白无可厚非。不过，这其中有一些问题，因为投资者没有质疑既定目标是否合理，以及如何才能实现既定目标。真相是，试图在既定环境中获得高额收益往往需要加大风险承担：例如，有着较大风险的股票或债券、高度集中的投资组合，或者增加杠杆的作用。

典型的投资者应该这样形容自己对于收益的态度：

我需要8%。不过，我更乐意得到10%。12%更加不错，但是我不会想要更多了，因为这样会加大我无法承受的风险。我不需要获得20%那么多。

我鼓励你去考虑一下“足够好的收益”，认识到不值得费力去获取高收益以及没有必要去承担风险是很有意义的。



投资预期必须是合理的。背负无力承担的风险，任何投资都会让你身陷困境。在你接受所谓的天价收益——无风险、有着稳定且高于短期国债的“绝对收益”之前，你理应质疑它们能否实现，而不仅仅是为之倾倒。考虑一下：一个投资者如何运用自己的技能合理地使之成为现实，为什么你能够获得看似划算的潜在盈利机会？换言之，这些是否“好得不像是真的”？

最重要的事

拥有成功的投资或成功的投资生涯的基础是价值，你必须清楚地认识到你想买进的东西的价值。价值包括很多方面，并且有多种考察方法。简单来说，它就是账面现金和有形资产价值，公司或资产产生现金流的能力，以及所有这些东西的增值潜力。

保罗·约翰逊：这一章中的所有摘要都是值得一读并牢记的。本章出色地对全书进行了扼要重述，而且值得投资者特别注意并定期重温。

为取得卓越的投资结果，你必须对价值有深刻的洞察。因此你必须学会别人不会的东西，以不同的视角看待问题，或者把问题分析得更到位——最好三者都能做到。

你必须以可靠的事实和分析为基础，建立并坚持自己的价值观。只有这样，你才能知道买进和卖出的时机。只有拥有良好的价值感，你才能培养在资产价格高涨并且人人认为价格会永远上涨的时候获利的纪律，或在危机时甚至价格日益下跌时持仓，并以低于平均价格买进的勇气。当然，为达到在这些情况下获利的目的，你对价值的估计必须准确。

价格和价值的关系是成功投资的关键。低于价值买进是最可靠的盈利途径，高于价值买进则很少奏效。

导致资产低于价值出售的原因是什么？买入机会存在的主要原因是现实认识不足。高品质是显而易见的，发现便宜货则需要敏锐的洞察力。出于这个原因，投资者往往把客观优点误以为是投资机会。优秀的投资者却从未忘记，他们的目标是买得好，而不是买好的。

除了提高获利潜力之外，以低于价值的价格买进是限制风险的关键因素。买进成长型股票或参与“热门”动量市场都起不到这样的作用。

价格和价值关系受心理和技术的影响，这是两种可以在短期内主导基本面的力量。这两个因素所致的极端价格波动提供了获利或失误的机会。为了得到前者而不是后者，你必须坚持价值的概念并应对心理和技术因素。

经济与市场周期上下波动。无论此刻它们朝向哪个方向运动，都会有大多数人相信它们会朝着这个方向永远走下去。这样的思想非常危险，因为它会扰乱市场，将价格推向极端，引发多数投资者难以承受的泡沫与恐慌。

同样，投资者的群体心理也呈现有规律的钟摆式波动——从乐观到悲观，从轻信到怀疑，从唯恐错失良机到害怕遭受损失，从急于买进到迫切卖出。钟摆的摆动导致人们高买低卖。因此，作为群体中的一员注定是一场灾难，而极端时的逆向投资则可能避免损失，取得最后的胜利。

特别值得一提的是，风险规避——适度的风险规避是理性市场必不

可少的组成部分——有时过少，有时过度。投资者在这方面的心理波动是产生市场泡沫和崩溃的重要原因。

永远不要低估心理影响的力量。贪婪、恐惧、终止怀疑、盲从、嫉妒、自负以及屈从都是人类本性，它们强迫行动的力量是强大的，尤其是在它们达到极致并且为群体共有的时候。群体会影响他人，善于思考的投资者也会察觉到它们的影响。任何人都不要奢望对它们免疫和绝缘。不过，虽然我们能感知到它们的存在，但是我们绝不能屈从；相反，我们必须识别并对抗它们。理性必须战胜情感。

大多数趋势——看涨与看跌——最终总会发展过度。较早意识到这一点的人会因此而获利，较晚参与进来的人则因此而受到惩罚。由此推导出我最重要的一句投资格言：“智者始而愚者终。”抵制过度的能力是罕见的，但却是大多数成功投资者所具备的重要特质。

我们不可能知道过热的市场将何时冷却，也不可能知道市场将何时止跌上涨。不过，虽然我们不知道将去向哪里，但我们应该知道自己身处何方。我们可以通过周边人的行为推知市场处在周期中的哪个阶段。当其他投资者无忧无虑时，我们应小心翼翼；当其他投资者恐慌时，我们应变得更加积极。

不过，即使逆向投资也不会永远带来收益。买进卖出的大好机会与极端价格相关，而就定义来看，极端价格是不会天天出现的。我们势必要在周期中的其他时候买进卖出，因为很少有人会满足于几年一次的操作。当局势对我们不利时，我们必须能够识别出来，并且采取更加谨慎的行动。

在价值坚挺、价格低于价值以及普遍消极心理的基础上买入，很有可能会取得最好的投资结果。然而，即使这样，在形势按照我们的预期

发展之前，也可能会有很长一段时间对我们不利。“定价过低”绝不等同于“很快上涨”。这就是我的第二句重要的格言：“过于超前与犯错没有区别。”在证明我们的正确性之前，我们需要足够的耐心与毅力长期坚持我们的立场。

除了具备衡量价值的能力并且在定价适中时追求价值之外，成功的投资者还必须具有正确应对风险的方法。他们必须突破学院派主张的将风险等同于波动的定义，并且理解最重要的风险是永久损失的风险。他们必须认识到，提高风险承担不是投资成功的必胜手段，他们还必须认识到，高风险投资会导致更广的结果范围和更高的损失概率。他们必须了解每项投资的损失概率，并且只在回报极为可观时承担这样的风险。

大多数投资者都简单地把注意力放在收益机会上。一些领悟力较高的人认识到理解风险和获取收益同等重要，但是极少投资者具备了解相关性——这一控制投资组合整体风险的关键因素所需的素质。由于相关性差异，具有相同绝对风险的个别投资能够以不同的形式组成不同风险级别的投资组合。大多数投资者认为多元化指的是持有许多不同的东西，很少有投资者认识到：只有投资组合中的持股能可靠地对特定环境发展产生不同的反应时，多元化才是有效的。

尽管正确的积极进取型投资能够带来令人振奋的结果——特别是在繁荣期，但它产生的收益不像防御型投资那么可靠。因此，损失少而轻是产生最好投资记录的部分原因。橡树资本管理公司多年来坚持的信条“避免致败投资，制胜投资自然会来”，其被实践证明是正确的。一个每项投资都不会产生重大损失的多元化投资组合，是投资成功的良好开端。

风险控制是防御型投资的核心。防御型投资者不仅会努力做正确的事，还特别强调不做错误的事。因为在逆境中生存与在顺境中实现收益最大化是相矛盾的，所以投资者必须取得两者之间的平衡。防御型投资

者更注重前者。

错误边际是防御型投资的关键要素。尽管当未来按照预期发展时，大多数投资都会成功，但是一旦未来不按预期发展时，错误边际就能够保证结果的可接受性。投资者获得错误边际的方法有：强调当前有形而持久的价值，只在价格低于价值时买进，避免使用杠杆，多元化投资。强调这些因素会限制你在繁荣期的收益，但是在形势恶化时，它能最大限度地提高你全身而退的概率。我最喜欢的第三句投资格言：“永远不要忘记一个6英尺高的人可能淹死在平均5英尺深的小河里。”错误边际能带给你持久力，帮你度过市场低迷期。

风险控制和错误边际必须时刻在你的投资组合中有所体现。但你必须记住，它们是“隐蔽资产”。市场多数时候处于繁荣期，但是只有在衰退期——潮水退去的时候——才能凸显防御的价值。因此，在繁荣期，防御型投资者必须知道，自己的收益（尽管可能不是最高）已经取得了适当的风险保障……即使事后证明这种风险规避是不必要的。

投资成功的基本要求之一，也是最伟大的投资者的必备心理之一，是认识到我们无法预知宏观未来。很少有人（如果有的话）对未来经济、利率、市场总量有超越群体共识的看法。因此，投资者的时间最好用在获取“可知”的知识优势上：行业、公司、证券的相关信息。你对微观越关注，你越有可能比别人了解得更多。

很多投资者认为自己知道经济和市场的未来走势（并采取相应的行动），实则不然。他们根据自己对未来的认识采取积极的行动，但很少能够取得理想的结果。建立在坚定但不正确的预测基础上的投资，是潜在损失的根源。

很多投资者（无论业余的还是专业的）认为，世界是有序运行的，

是可以被掌握并预测的。他们往往忽视了隐藏在未来发展之下的随机性和概率分布。因此，他们将行动建立在他们对未来的唯一预期结果之上。这种做法有时候能够奏效，并为投资者赢得赞誉，但不足以带来长期而稳定的成功。无论是在经济预测还是投资管理中，都会有人是完全正确的，但一个人很少有持续正确的时候，这样的结果是没有任何价值的。最成功的投资者在大部分时间里都“接近正确”，这已经远比其他做得更好了。

保持正确的关键在于避免经济波动、公司困境、市场震荡以及投资者轻信所带来的错误。虽然没有避免错误的必胜方法，但是毫无疑问，意识到这些潜在危险就是避免身受其害的良好开端。

无论是在衰退期限限制损失的防御型投资者，还是在繁荣期争取收益的积极进取型投资者，都已经证明自己是具有技术的。想要得到投资者真的是在提升价值的结论，我们必须考察他们在与自己投资风格不相符的环境下的投资表现。积极进取型投资者是否能在市场下跌时减少损失？保守型投资者能否在市场上涨时积极参与？这种不对称性就是真实技术的体现。投资者的制胜投资是否多过致败投资？制胜投资的收益是否大于致败投资的损失？繁荣期所带来的利益是否高于衰退期所带来的痛苦？长期结果是否好过单纯由投资者风格带来的结果？这些能力都是优秀投资者的标志。如果做不到这些，那么投资者可能得到的收益就是市场收益与 β 系数的乘积。

只有拥有非凡洞察力的投资者才能稳定而正确地预测支配未来事件的概率分布，并发现隐藏在概率分布左侧尾部的不利事件下的潜在风险补偿收益。

霍华德·马克斯：理解不确定性：上述文字极好地说明了该如何应对不确定性，即感觉到这些事情会发生，互相之间具有一定的相似性，评估价格（从该价格中获得潜在的利润）能否从当下的不确定性中向投资者提供可观的潜在回报。

这个对成功投资的要求的简单描述，建立在对各种可能收益和不良发展风险的理解基础上，捕捉到了你应该注意的要素。我把成功投资的任务托付给你，它会带给你一个富有挑战性的、激动人心且发人深省的旅程。

乔尔·格林布拉特：很好地理解价值以及如何对待价格浮动是成功投资的关键。尽管很多聪明人能够掌握价值评估的技能（特别是当他们可以遵守纪律地停留在巴菲特所谓的“能力范围内”），但绝大多数的投资者是无法适应瞬息万变的市场和个股异常波动的情况的。这也就是为什么马克斯在书中所提到的经验教训如此重要，我很高兴能够一遍又一遍地阅读本章（还有全书）——这是一本货真价实的投资经典著述。

图书在版编目 (CIP) 数据

投资最重要的事 / (美) 霍华德·马克斯著 ; 李莉 , 石继志译. -- 3版. -- 北京 : 中信出版社 , 2019.2

书名原文: THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED

ISBN 978-7-5217-0060-2

I . ① 投... II . ① 霍... ② 李... ③ 石... III . ① 私人投资 IV . ① F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2019) 第025644号

THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED by Howard Marks

Copyright © 2013 by Howard Marks

Simplified Chinese translation rights © 2019 by CITIC Press Corporation.

All rights reserved.

投资最重要的事

著者 : [美] 霍华德·马克斯

译者 : 李莉 石继志

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029)

版次 : 2019年2月第3版

京权图字 : 01-2011-7586

广告经营许可证 : 京朝工商广字第8087号

书号 : ISBN 978-7-5217-0060-2

版权所有·侵权必究

滚雪球

巴菲特和他的财富人生

[美] 艾丽斯·施罗德◎著

覃扬眉 丁颖颖 张万伟
张春明 张艳云◎译

上



THE
SNOWBALL

Warren Buffett and the Business of Life

(纪念版)



中信出版社·CHINACITICPRESS

目录

第一部分 大泡泡

- 1 不作逢迎
- 2 太阳谷
- 3 习惯性动物
- 4 沃伦，你怎么了？

第二部分 内部记分卡

- 5 “传道”冲动
- 6 浴缸障碍赛
- 7 休战纪念日
- 8 1 000招
- 9 沾油墨的指头
- 10 犯罪行为实录
- 11 “胖姬”不胖
- 12 地下卖场
- 13 赛马场规则
- 14 大象
- 15 面试
- 16 一记好球
- 17 珠穆朗玛峰
- 18 内布拉斯加小姐
- 19 怯场

第三部分 赛马场

- 20 格雷厄姆-纽曼公司
- 21 真正的玩家
- 22 隐藏的光辉
- 23 奥马哈俱乐部

- 24 火车头
- 25 风车战争
- 26 黄金堆
- 27 愚蠢行为
- 28 干燥的火种
- 29 毛料是什么
- 30 “喷气机”杰克
- 31 绞刑架决定未来
- 32 简单、安全、有利润且令人愉悦
- 33 解体

第四部分 苏珊在歌唱

- 34 “糖果哈里”
- 35 《奥马哈太阳报》
- 36 两只落汤鸡
- 37 新闻记者
- 38 意大利美国西部片
- 39 大力士
- 40 如何避免经营一家公共图书馆
- 41 然后呢？
- 42 最高荣誉

注释

沃伦·巴菲特9岁那年的冬天，他和妹妹伯蒂在院子里玩儿雪。

沃伦用手接着雪花，一开始是一次一捧。接着，他把这些少量的积雪铲到一块儿，捧起来揉成一个雪球。雪球变大之后，沃伦让它在地上慢慢地滚动。每推动一次雪球，雪球就会粘上更多的雪。他推着雪球滚过草坪，雪球越来越大。很快，沃伦把雪球滚到了院子边上。片刻犹豫之后，他继续向前滚动雪球，穿过了附近的街区。

从那里开始，沃伦一直朝前行进，目光投向白雪皑皑的整个世界。

第一部分 大泡泡



1

不作逢迎

奥马哈，2003.6

沃伦·巴菲特靠向椅子背，跷起腿，坐在他父亲霍华德那张简陋的木桌后面。他那件价值不菲的杰尼亚上装肩膀处打着褶儿，像是批量生产出来的便宜货。每天，无论伯克希尔-哈撒韦总部的其他15名员工如何着装，巴菲特都是这身行头。他穿着一件普普通通的白衬衣，衬衣领子太小，将脖子勒得紧紧的，领结与领口不太贴合。看上去这衬衣是他年轻时买的，而且在过去40年中，他似乎都忘了量一量脖子的尺寸。

他的双手穿过几缕花白头发，交叉握于脑后。粗浓的眉毛横卧在玳瑁眼镜上方。很多时候，这眉毛展示出他的怀疑、知情了然或是迷惑不解。一眨眼工夫，他又会浮出一丝不易察觉的微笑，令随性的眉毛增添迷人魅力。他那淡蓝色的眼睛精光聚敛，似有所思。

沃伦坐在那里，周围是50年来收到的各种纪念品。在办公室外面的走廊上，内布拉斯加玉米剥皮者橄榄球队的照片、他参演一部肥皂剧所得的薪水支票、他购买长期资本管理公司对冲基金的报价书（对方未接受）和可口可乐纪念品四处摆放。在办公室的咖啡台上，放着一只经典的可口可乐瓶。此外，屋里还有一只用人造荧光树脂做成的棒球手套。沙发的一边，挂着沃伦1952年1月读完戴尔·卡内基公共演讲课程的证书。一个富国银行的运钞马车模型放在书架顶上，车头朝西。书架上还有沃伦的投资合伙企业旗下的《奥马哈太阳报》在1973年获得的普利策奖杯。书和报纸散落在房间里。书柜上、靠墙的桌子上、桌子旁边的柜子上面都放着家人和朋友的照片。在桌子后面、沃伦头顶上方的墙上，挂着一幅他父亲的肖像，正对着每一个进入房间的人。

窗外，奥马哈晚春的清晨景色宜人，但是褐色的木制百叶窗紧闭着，遮蔽了满帘春色。面对他桌子的电视被调到CNBC频道。虽然电视没有声音，但屏幕最下方滚动的文字全天都在满足巴菲特的新闻需求。有好几年，电视里播放的新闻经常与巴菲特有关，这让他很高兴。

然而实际上，只有寥寥几人非常了解巴菲特。我和他相识6年了，

一开始，我的身份是研究伯克希尔-哈撒韦股票的金融分析师。没多久，我们建立了友谊。但如今，我依然需要更好地去认识他、了解他。我们坐在沃伦办公室里的原因是，他不打算自己动手写这本书。动来动去的眉毛配合着他说话的节奏，他反复说：“你会干得比我好，艾丽斯。我很高兴由你来写这本书，而不是我。”他这么说的原因我会在之后一一道出。言谈之间，我们开始从最接近他内心的东西聊起。

“沃伦，这念头到底是怎么形成的？你对赚钱为什么会如此用心？”

他的眼睛望向远处，似乎思绪万千，在搜寻着那些储存在大脑中的记忆。然后，沃伦开始讲他的故事：“巴尔扎克说，每一笔财富的背后都隐藏着一桩罪恶，¹但伯克希尔绝非如此。”

他从椅子上起身，收起思绪，几大步跨到另一端，坐进一把芥末色的锦面扶手椅子。他身子前倾，那神情不像一位72岁的金融家，更像是一个少年把他的初恋娓娓道来。如何诠释这个故事，要采访哪些人，写些什么——全部由我构思。巴菲特详尽地谈论了人类天性和记忆力的脆弱，然后说：“当我的观点和他人不同的时候，艾丽斯，选择不太讨巧的那个。”

巴菲特给我上了很多课，最精彩的一些来自我对他的观察。第一堂课就是：以谦卑之态屈人之兵。

事后看，没有太多理由去选择那个不讨巧的观点——但是，当我这么做的时候，通常是因为人类的天性而非脆弱的记忆力。这类事情中有一件事发生在1999年的太阳谷。

2 太阳谷

爱达荷，1999.7

沃伦·巴菲特走出轿车，从后备箱中拖出旅行箱。他穿过护栏的大门，走向机场的停机坪。那里停放着一架反射着阳光的白色湾流IV型喷气机——和区域性商业客机一般大小，是1999年最大型的私人飞机。它正等着巴菲特和他的家人。一名飞行员从巴菲特手里接过旅行箱，放进飞机的行李舱。看到巴菲特亲自驾车并从车里拿出自己的行李，几乎每个第一次和巴菲特一起旅行的飞行员都会吃惊。然后，巴菲特走上舷梯，向乘务人员打招呼并走向靠窗的座位，尽管整个飞行途中他都不会朝窗外看一眼。巴菲特的心情很轻松，几周之前，他就期待着这次旅行。

同行的有巴菲特的儿子彼得及其妻子珍妮弗、女儿苏茜及其男友，还有两个孙子辈的孩子。45英尺长的机舱里摆放着奶咖色的皮革太空椅，一行人坐在了椅子上。当乘务人员从机上厨房——里面堆满了家人喜爱的零食和饮料——拿出饮品时，他们转动椅子，避开流线型墙面板，好让自己的空间更宽敞。沙发上放着一堆杂志：《名利场》、《纽约客》、《财富》、《游艇工业》、《罗博报告》、《大西洋月刊》、《经济学人》、《时尚》、《瑜伽》。乘务员是个女孩，她没给巴菲特送来杂志，而是抱了一堆报纸给他，外加一小篮薯片和一瓶樱桃可乐——和他那件红色的内布拉斯加毛线衫很是相衬。巴菲特向她表示感谢，并和她聊了几分钟，缓解她第一次和老板飞行的紧张情绪，然后让她告诉她的同事，他们都已准备就绪，飞机可以起飞了。之后，飞机顺着跑道滑行，腾空，然后拉升到4万英尺高。之后的两个小时，巴菲特一直埋头读报。其余6人在巴菲特周围玩闹、看电视和打电话，乘务员则在枫木餐桌上铺好桌布，摆好插满兰花的花瓶，然后回厨房准备午饭。巴菲特专心致志地阅读着报纸，仿佛是一个人在家学习。

他们乘坐的飞机价值3 000万美元，为“分权所有型”[\[1\]](#)喷气机。这架飞机为1/8分权，即8个所有者共享，但是共享者拥有的是每月固定时数的飞行，搭乘的飞机不固定。因此，全部的所有者想用的时候飞机均

可立即起飞。飞行员、飞机维护人员、准备午餐的乘务员都是奈特捷公司的职员，提前6小时安排好。奈特捷公司属于沃伦·巴菲特的伯克希尔-哈撒韦公司。

过了一会儿，湾流IV型飞机飞越了斯内克河平原，飞向索图斯山脉——白垩纪巨变后产生的黑色古老花岗岩质的山脉，炙烤于夏日艳阳之下。飞机在明媚、澄澈的天空中飞行，进入伍德河河谷，飞行高度下降到8 000英尺。在这个高度上，飞机开始遭遇下方褐色丘陵地形对上方天空发出的地形波冲击。当飞机摇摆、机上的人随之颠簸的时候，巴菲特却继续着他的阅读，稳若泰山。从窗口往下看，灌木丛点缀着山脊，成排的松树顺着风向、沿着峡谷之间的山脊一路延伸。看到预期的景致，巴菲特一家都露出笑颜。飞机继续下降，在穿过顶上山峰之间的狭窄缝隙时，正午的阳光将飞机拉长的阴影投到古老的矿业城市——爱达荷州的黑利市。

片刻之后，飞机降落在弗里德曼纪念机场。巴菲特走下飞机，来到停机坪，在7月的阳光下眯眼望去，两辆SUV（运动型多功能车）早已停候在飞机旁边。这两辆车由赫兹公司（Hertz）^[2]的工作人员驾驶，他们无论男女都穿着金色和黑色相配的公司T恤衫。不过，T恤衫上写的不是“赫兹”，而是“艾伦公司”（Allen & Co.）。

孩子们蹦跳着向前，飞行人员把行李、网球拍、巴菲特的红白两色高尔夫球包放进SUV。接着，巴菲特和家人与飞行员、乘务员握手道别，坐进SUV。经过太阳谷航空航运服务公司之后，他们随着摇晃的SUV穿过机场的大门，驶上那条通往山顶的路。

8分钟后，另一架喷气机抵达机场，驶向自己的停机位。

在洒满金色阳光的整个下午，一架接一架的飞机从东南边或西面进入爱达荷，降落在黑利市：重型的赛斯纳“奖状”型飞机、迷人的里尔喷气机、高速的红鹰、豪华的猎鹰，其余大部分都是外形很威风的湾流IV型飞机。时间慢慢过去，众多在阳光下闪光的白色巨型飞机成排停在跑道上，像是商店橱窗里摆满的玩具。

巴菲特一家循着道路标记，出机场后向前行驶了数英里，开往凯彻姆小镇——位于索图斯国家森林公园边上，就在埃克霍恩水道的拐弯处附近。行驶几英里后，他们绕过多勒山，几处褐色的斜坡之间有一片绿

色地带。就在松树和微微泛光的白杨林带，坐落着太阳谷，这个山脉中神话一般的疗养地。海明威在这里写成了小说《战地钟声》，奥运会滑雪和滑冰运动员将此地视为他们的第二故乡。

巴菲特一家在这个星期二下午所遇到的家庭出游潮全都和艾伦公司有关——这是一家精品投行，精于媒体和通信行业。艾伦公司促成了好莱坞最大的几桩合并交易，并且十多年来一直主办一系列年会，在太阳谷款待客户和合作伙伴，提供休闲娱乐。公司首席执行官赫伯特·艾伦只邀请他喜欢的人，或者是那些他至少认为可以与之共事的人。

因此，这个会议名人和富人云集，有好莱坞的制片商和明星，比如坎迪斯·伯根、汤姆·汉克斯、罗恩·霍华德、西德尼·波拉克，娱乐业巨头巴里·迪勒、鲁珀特·默多克、罗伯特·伊格尔以及迈克尔·艾斯纳，出身社交名门的新闻业人士汤姆·布罗考、黛安娜·索耶和查理·罗斯，IT（信息技术）业的比尔·盖茨、史蒂夫·乔布斯和安迪·格鲁夫。每年都会有一群记者守在太阳谷聚会地的外面。

记者会提前一天来到新泽西的纽瓦克，在机场或者是其他类似的登机点，搭乘商业航班来到盐湖城，然后跑到登机口的等候区，坐在一大帮拥挤的人群中，等着飞向诸如怀俄明州卡斯珀、艾奥瓦州苏城的航班。时间一到，他们会搭上一架螺旋桨飞机，颠簸一小时来到太阳谷。到目的地后，他们的飞机会驶向机场的另一端一个差不多网球场大小的出口。他们可以在那里看到一群皮肤晒成棕黑色的艾伦公司的年轻工作人员，这些年轻人身穿印有“SV99”^[3]彩色字样的球衣和白色短裤，正在欢迎少数乘商务飞机到达的艾伦公司客人——这些客人可以立马被辨认出来：男士穿着西式靴子、Paul Stuart（保罗斯图尔特）品牌的短袖、牛仔裤；女士穿着山羊绒上衣，戴着弹珠大小的绿松石珠子。艾伦公司的职员已经事先从照片上记下了那些新面孔。他们会拥抱过去几年已经认识的客人，仿佛他们是多年的老友，然后迅速接过客人的包，把东西放在不远处等候的SUV上。

记者会去租车处租辆车，开到聚会地，此时他们敏感地意识到自己身份地位的低微。之后数天，太阳谷的很多地方都会彰显“私人”特色——房门紧闭，保安设施无处不在，花篮高悬，并摆放大型盆栽植物，以阻挡那些窥探的眼光。记者会在室外潜伏着，嗅着灌木的气息。¹自从迪士尼的迈克尔·艾斯纳和美国广播公司的汤姆·墨菲在1995年的太阳谷年会中构思出他们的公司合并案以来，聚集于此的新闻媒体规模一直在

扩大，太阳谷呈现出戛纳电影节那种商业氛围。但是，太阳谷爆出的合并案只是冰山一角。太阳谷聚会远不是为了达成交易，虽然交易吸引了大多数的媒体。每一年，都有这家公司或那家公司正在爱达荷的某座山里召开秘密会议，对某笔生意进行谈判的传闻。因此，当SUV一辆接一辆地开过时，记者们都试图透过车的前窗看看里面坐着谁。当有新闻价值的人物到来时，记者们会追踪他们的“猎物”进入聚会地，手里摆弄着照相机和麦克风。

当沃伦·巴菲特走出他的SUV时，记者们很快就认出了他。艾伦公司的董事、巴菲特的朋友唐纳德·基奥这么说过：“会议的基因里已经植入了这个人。”²大多数媒体人都喜欢巴菲特——为了不招人讨厌，他行事富有技巧，不怕麻烦，公众形象简单而率直，而且看起来很真诚。然而，巴菲特过着复杂的生活。他有5套房子，但只在其中两处居住。不知出于何种原因，巴菲特有过两任妻子。他说话爱引用家乡的俗语，眼里透着慈祥；他有一帮忠诚的朋友。但是，一路走来，他给人的却是强硬、冷酷的商人形象。巴菲特似乎想避开公众，但结果是，他所吸引的公众注意力几乎要多于地球上其他任何人。³巴菲特乘坐湾流IV型飞机去全美各地，经常参加名人聚会，有众多名流友人，但是，他说他最喜欢奥马哈、汉堡和节俭的生活。他说他的成功是基于一些简单的投资理念和每天满怀热情的工作，不过，如果事情只是如此的话，为什么没有人能够复制呢？

在走过摄影师身边的时候，巴菲特总是会主动挥手打招呼，并露出祖父般慈祥的笑容。摄影师们用胶片捕捉下巴菲特的举止，然后开始盯着下一辆车。

巴菲特驾车兜上一圈之后，就前往具有法国乡村风格的共管式私有公寓，一处令人向往的世外桃源，游泳池和网球场边花团锦簇，这是赫伯特·艾伦安置其贵宾的地方。屋里通常准备了赠送的礼物：印有“SV99”字样的艾伦公司的上衣、棒球帽、拉链绒面衣和球衣——每年的颜色都不同，还有带拉链的笔记本。尽管巴菲特的财富超过300亿美元——足以购买1 000架湾流IV型飞机——但是，很少有比从朋友那里得到一件免费的高尔夫短袖衫更令巴菲特觉得高兴的事了。他花了好一会儿仔细察看今年的赠品。不过，更令他感兴趣的是赫伯特给每位客人的私人留言条，以及关于这次精心组织的聚会的日程表，上面说明了本年的太阳谷聚会为巴菲特都作了哪些准备。

时间精确的计划，详细周到的安排，如同赫伯特那一尘不染的法式回褶袖口，巴菲特对每一天、每个小时都作了安排。日程表清楚地列出了与会发言者及演讲主题——这些内容直到现在为止仍是严格保守的秘密——以及巴菲特将出席的午宴和晚宴。和其他客人不同的是，巴菲特对这些内容的大部分事先都有所了解，不过，他还是想看看日程表是怎么说的。

被称为“太阳谷之主”的赫伯特是年会的幕后导演，他让会议充满着随意自然的奢华。人们总是赞美他情操高尚、才华出众、见解不凡，而且慷慨大方。曾有客人脱口说道：“你会为了得到赫伯特的关注和重视而甘愿将生命置于脑后。”因为担心不再被邀参加太阳谷年会，那些颇有微词的人也很少赤裸裸地说赫伯特“与众不同”：坐不住，没耐心，自高自大。站在身材高瘦结实的赫伯特身影里，你得全神贯注尽力跟上那些像机关枪一样噼里啪啦的话语。赫伯特吼出问题，然后打断答话者，唯恐他们浪费了他一秒钟的时间。他语无禁忌，言论大胆。“华尔街最终会被淘汰。”有一次，他这么告诉一位记者，虽然他自己经营着一家华尔街投资银行，他把他的对手称为“热狗贩子”。⁴

赫伯特保持公司规模的小而精，他手下的投资银行家把自有资金投入到业务当中。这种非传统的方式令公司成为客户的合伙人，而不只是客户的服务者——客户是好莱坞和传媒业的精英人物。因此，当赫伯特做东设宴，他的客人会觉得这是个人殊荣，而不会觉得自己是被营销人员紧紧盯住的追猎对象。艾伦公司每年会做出详细的社交安排，而这些安排是根据每位嘉宾的私人社交网——艾伦公司所了解的嘉宾的人际关系网——以及艾伦公司认为他们应该认识哪些新朋友做出的。客人入住的度假公寓到酒店会议室的距离、受邀出席的餐会，以及他们旁边坐的人，都因身份而异。

巴菲特的朋友汤姆·墨菲把这类活动叫作“大象聚首”（elephant-bumping）。巴菲特说：“你能请到一群要人前来，是因为如果他们参加了‘大象聚首’，那么就可以让他们确认自己也是头‘大象’。”⁵

太阳谷在这方面无须质疑，因为和大多数“大象聚首”不同，这里的每个人都无法用钱来打动其他人。因此，结果就形成了某种精英伪民主。随之而来让人好奇的一点是看谁没被邀请，而让人更加心跳的地方是，看谁被取消了邀请。不过，在这个阶层内部，人们真的是在发展真诚的人际关系。艾伦公司通过慷慨丰富的娱乐活动提供一场盛大的欢

宴。活动从那天晚上开始，客人们一副西部装扮，坐上古老的四轮马车，跟着牛仔们驶上一条蜿蜒小道，经过一块螺旋形的天然石头，来到特里尔·克里克·凯宾牧场。当日薄西山的时候，赫伯特·艾伦，或者是他两个儿子中的一个会在这里迎接来宾。一盆盆鲜红色的矮牵牛花和蓝色的鼠尾草装饰着白色的大帐篷，牛仔们在帐篷附近表演套绳技艺，给孩子们逗乐。与此同时，太阳谷的老朋友重聚在一起，比肩而立，手里拿着用来盛牛排和三文鱼的餐盘，欢迎新朋友的到来。巴菲特一家最后通常都会在西部的点点星空之下，和朋友们围坐在篝火旁边。

娱乐活动会在周三下午继续——坐在竹筏上，沿着萨蒙河，随意地在非常温柔的白色浪花中顺流而下。在出游中，人人喜笑颜开，因为艾伦公司为所有人的活动作了精心的策划。撑竹筏的人安安静静地引着竹筏穿过山谷，生怕自己打断了来宾间的谈话，打扰了合作联盟的萌芽。现场服务人员雇的是当地人，救护车排队候着，以防有人跌入冰冷的河水中。来宾们一离开竹筏，就会有热毛巾递上来，之后是一盘盘的野餐烤肉。

你会发现，那些不乘竹筏的客人在享受其他的乐趣——飞钓、射击和双向飞碟、山地自行车、桥牌、针织、自然摄影和随处可见的狗狗玩儿飞盘、在室外溜冰场溜冰、在完美的红土场打网球、在游泳池游泳，或者是在如茵的绿地上打高尔夫，他们乘坐的球车上满载着艾伦公司的防晒霜、零食和驱虫剂。⁶所有休闲活动和谐地进行着，所需要的一切看上去都无须开口，似乎取之不尽。工作人员供应了一切，艾伦公司的员工几乎是隐形的，但又永远适时地提供服务。

不过，百余名面貌娇好的儿童看护人员才是赫伯特的秘密武器。她们大多数一头金发，皮肤晒成深色，身着同款的T恤衫，配搭着艾伦公司的背包。当孩子的父母和祖父母在娱乐的时候，看护人员得不眨眼地看着每个孩子，这些孩子当然也和自己的同伴在一起游戏——在网球中心打球、玩儿橄榄球和K球^[4]、乘马车、观看马术表演、溜冰、接力赛跑、划船、钓鱼、艺术活动，或享用比萨和冰激凌。所有的看护人员都是经过挑选的，为的是要保证每个孩子玩得尽兴，年年都恳求大人再来这里——同时，看护人员也要令孩子的父母放心、高兴，父母们偶尔会看一眼这些非常具有魅力的年轻看护人员，因为他们能使自己和其他的成人朋友多待上几天，而无须对孩子心怀歉意。

巴菲特一直是对艾伦公司如此款待最心存感激的人之一。他喜欢携

全家到太阳谷，因为如果让他独自和孙子们待在山里的度假村，那他可能什么都干不成。除了高尔夫球之外，他对户外运动没什么兴趣。他从来不玩儿双向飞碟或山地自行车。他认为水犹如“牢狱”，让他坐竹筏犹如给他戴上手铐。与参加这些活动相反的是，他如鱼得水地进入“象群”的中心。他玩儿了一会儿高尔夫和桥牌——和全美动画片协会主席杰克·瓦伦蒂比了一场高尔夫，赌注是1美元；和马里蒂兹·布罗考打了一场桥牌。然后，和其他人聊天，比如《花花公子》的首席执行官克里斯蒂·海夫纳、计算机行业的迈克尔·戴尔。

有时，巴菲特会离开高尔夫球场，在自己的公寓房间待上好长一段时间。他坐在石制壁炉旁收看商业新闻。⁷窗外，鲍尔迪山被松林覆盖，鲜花盛开的河岸如同波斯地毯：色彩缤纷的羽扇豆、蓝宝石色的飞燕草高高地立着，下面是罂粟花和印第安彩笔花，佛甲草和石莲花依偎在清新的蓝色鼠尾草和婆婆纳之间。不过，巴菲特几乎注意不到这些迷人的景色，他来这里为的是享受赫伯特·艾伦所营造的温馨气氛。⁸巴菲特喜欢和他最亲密的朋友待在一起：凯瑟琳·格雷厄姆和她的儿子唐、比尔·盖茨夫妇、米基·基奥和唐纳德·基奥、巴里·迪勒和黛安娜·冯·弗斯滕伯格、安迪·格鲁夫和他的妻子伊娃。

不过，对巴菲特来说，最重要的一点是，在大多数美国家庭的所有成员难得聚在一起时，他可以把他的大家庭重聚到一起。他女儿苏茜·巴菲特说：“他喜欢我们所有人住在一栋房子里。”苏茜住在奥马哈，弟弟豪伊和妻子德文住在伊利诺伊州的迪凯特，巴菲特的小儿子彼得和妻子珍妮弗住在密尔沃基。

与巴菲特结婚47年如今和他两地分居的妻子苏珊从旧金山的家里飞来和他们见面。巴菲特20多年的伴侣阿斯特丽德·门克斯，则一直住在奥马哈的家中。

周五晚上，沃伦·巴菲特穿上一件夏威夷短袖衫，陪妻子一起去参加在公寓旁的网球场上举行的传统泳池派对。大部分客人都认识苏珊，也很喜欢她。在灯火通明的奥林匹克泳池前，伴着火炬灯的光影，她会演唱怀旧歌曲，成为泳池派对的焦点。

今年的聚会中，鸡尾酒和友情谊流淌其间，人们谈论着刚刚了解到的新名词——B2B（商家对商家）、B2C（商家对客户）、网络旗帜广告、宽带——这些词儿成了阿尔·奥霍乐乐队的竞争者。整个周末，伴

随着人们的握手、亲吻和拥抱，一种隐约的不安如烟雾一般在午餐、晚餐和鸡尾酒会中弥漫开来。一批新近出现的IT高管们带着异乎寻常的狂傲，向一年前从未听说过他们的人介绍自己，某些人所表现出的傲慢和太阳谷通常的氛围格格不入。⁹一般情况下，太阳谷会以一种决定性的非正式因素起主导作用，赫伯特·艾伦会用某种不成文的规则来对付狂妄自大的人，他们的下场就是以后再也不会被邀请参加年会。

当年会的重要嘉宾发表演说时，气氛变得凝重起来。公司的高管、政府的高官以及日程表上列示的其他演讲者，在太阳谷的发言和他们在其他地方的讲话大为迥异。但出了太阳谷会场大门，几乎没有人私下谈论他们发言中的任何言论。记者们被禁止入内。一些著名的记者，以及拥有电台网络和报纸的传媒业大亨坐在听众席，但都尊重守口如瓶的原则。因此，演讲者们只对与他们同等身份的圈内人尽情发挥，讲述重大且往往真实的事，这些内容在媒体面前从不会被说得明明白白，因为它们太过直白、太易透出讽刺意味，或者说是太有可能被误读。一般的记者会在外面设伏，希望能听到里面传出的只言片语。

今年，互联网的新晋大人物一直都趾高气扬，宣扬他们的宏伟目标。大肆夸耀自己新近出炉的公司并购案，并希望从在座的资金经理们那里筹得资金。那些管理着他们的养老金和储蓄的资本持有人控制着令人惊叹的巨额财富：超过1万亿美元。¹⁰1999年的1万亿美元相当于整个美国的个人所得税收入，足够为9个州的每户家庭买一辆全新的宾利轿车。¹¹你可以在芝加哥、纽约、洛杉矶买下所有的房产。有些需要资金的企业会上台作企业演示，希望下面的听众能给他们提供资金支持。

这一周的早些时候，以汤姆·布罗考为首、名为“互联网和我们的生活”的团队举办了一连串的演示，主题是关于互联网将如何再造通信行业。在线旅游公司的杰伊·沃克带着听众去互联网那令人眩晕的美妙世界畅游了一番——信息高速公路被认为可与1869年铁路时代的来临相媲美。高管们一个接一个为自己的公司计划了炫目的未来，未来不再受仓储和地域的限制。会场里充满了关于未来的醉人气息。这一切如此诱人，有些人深信不疑，认为一个全新的世界正呼之欲出；还有人则想到了万金油推销员。开IT公司的家伙们将自己视为“将火种带给凡人的普罗米修斯”那样的天才。现在，那些在旧经济中开发、制造无趣乏味的生活必需品，比如汽车零件、草坪护理工具的公司则关心自己应该购买多少新技术。一些互联网公司的股票基于根本不存在的巨额赢利进行交易，

而生产实物的实体企业的价值却在降低。当IT股票压倒旧经济，在之前3年半时间里才翻了一倍的道琼斯平均工业指数，现在仅用了4个月就突破了一度遥不可想的1万点大关。

发言的间歇，很多新富阶层人士聚集在被隔离保护起来的露天餐厅。餐厅旁边是达克池塘，池塘里有一对天鹅在游水。在这里，任何客人——但不能是记者——都可以在身着卡其裤、开司米羊绒衫的一大群人里缓缓走动，去向比尔·盖茨或安迪·格鲁夫问上个问题。与此同时，新闻记者们对互联网名人们紧追不放，往返于其居住的公寓和会场，这种场景放大了他们已经膨胀的自大情绪，这种情绪已经渗透到1999年太阳谷年会中。

整个周五下午，一些互联网的新兴风云人物都在游说赫伯特·艾伦，希望自己能加入知名摄影师安妮·莱博维茨在次日下午为《名利场》杂志进行拍摄的“传媒全明星”阵容。他们认为自己被邀请到太阳谷的原因是自己是时下的名人，并难以相信莱博维茨已经自行选定了拍摄对象，比如，为什么莱博维茨会选择巴菲特——他对传媒业的影响是间接的，是通过董事会成员资格、广泛的人际关系影响，以及或多或少的传媒业投资。此外，巴菲特还是个老式传媒人士。这些新兴人物们更很难相信，刊有巴菲特照片的杂志能卖得出去。

这些属于未来全明星阵容的人们觉得自己被轻视了，因为他们非常清楚传媒行业的天平已经移向了互联网。他们的确不受重视，即便是赫伯特·艾伦自己都认为对IT和传媒业股票进行估值的“新模式”不可靠。这种新估值模式的根据是点击率、眼球数和对遥远未来的预期，而不是公司的赢利能力。“新模式，”他对此嗤之以鼻地说，“就像是新的做爱姿势，根本就是胡扯。”¹²

次日早上，代表着“旧模式”的巴菲特很早就起床了，因为他是今年年会的闭幕演讲人。巴菲特总是拒绝在其他公司举办的会议上发言的邀请，但是，当赫伯特·艾伦请他在太阳谷年会上发言，他总会同意。¹³星期六早上的闭幕演说年会的一大要事，因此，几乎所有人都不再去高尔夫球场，也不去钓鱼，他们都到太阳谷会场吃自助早餐，然后找个座位坐下。今天，巴菲特会对股票市场发表看法。

鼓吹者们所推动的市场令IT股票急速冲到了疯狂的高点，私下里，巴菲特对此持批评态度。IT股票的表现令伯克希尔-哈撒韦望尘莫及，而巴菲特不购买IT股票的严格纪律似乎也过时了。但外界的评论对巴菲特的投资方式丝毫没有影响，直至今天，巴菲特发表过的唯一公开声明就是他从来不作市场预测。因此，他决定站上太阳谷的发言台发表如此的演讲，这是前所未有的事情，也许是时机到了。巴菲特有着坚定的投资信念，而且有迫切的欲望想要宣讲出来。¹⁴

巴菲特花了两周时间准备这次发言。他明白，市场并不只是人们买卖股票的地方，股票似乎是赌场里的筹码，筹码则代表了公司业务。巴菲特思考的是筹码的总体价值。这些筹码值多少钱？然后，巴菲特会从源源不断的文件中评估公司以往的业绩。互联网的出现并不是新技术第一次震动股票市场。商业发展史上充满了新技术——铁路、电报、电话、汽车、飞机、电视……都是加快沟通的革命性的方式——但是，这些发明当中有多少已令投资者发财致富呢？巴菲特将要对此进行说明。

在自助早餐之后，克拉克·基奥走上演讲台。巴菲特和基奥一家相识多年，他们在奥马哈是街坊邻居。巴菲特是通过克拉克的父亲唐纳德才加入太阳谷活动当中的。唐纳德·基奥是可口可乐的前总裁，艾伦公司的现任董事长。在1982年可口可乐从艾伦公司购买哥伦比亚电影公司的时候，唐纳德认识了赫伯特·艾伦。赫伯特不着推销痕迹的营销方式给基奥和可口可乐的首席执行官罗伯托·戈伊苏埃塔留下了深刻的印象，于是他们说服艾伦加入了可口可乐的董事会。

唐纳德·基奥是艾奥瓦州苏城一位牧场主的儿子，做过侍应生。目前，他名义上已从可口可乐退休，但是，他的生活仍然和“真家伙”^[5]紧密相连。而且他的影响力如此之强，以至于有时他被称为公司的“影子首席执行官”。¹⁵

当基奥一家在20世纪50年代成为巴菲特的邻居时，沃伦·巴菲特曾问唐纳德如何支付孩子的大学费用，并建议他投资1万美元入股巴菲特的公司。但是唐纳德当时是奶油果仁咖啡的推销员，要供6个孩子上教区学校，一周要开销200美元。“我们没钱，”克拉克告诉听众，“这就是我们家的一些往事，我们永远也不会忘记。”

巴菲特走上讲台，穿着他最喜欢的内布拉斯加红色毛线衫，里面是一件格子衬衣。他接着克拉克的话，讲完了这个故事。¹⁶

基奥一家是非常好的邻居。虽然唐纳德有时确实会说，他有份工作，而我没有。但是，我们的关系非常好。有一次，我妻子苏珊去他们家，以中西部人那众所周知的方式想借一勺糖。唐纳德的妻子米基给了苏珊一整袋。我知道之后，当天晚上亲自过去拜访他们。我对唐纳德说：“你为什么 not 拿25 000美元入股投资呢？”基奥一家当时都愣了，我的建议被拒绝了。

我之后又找他们，提出克拉克刚才提到的1万美元投资，结果还是一样，但我并不觉得被伤了自尊。因此，我后来又去找他们，提出5 000美元的投资额，但再一次被拒绝。

后来，1962年的一个晚上，我又去基奥家。我还没想好自己要不要把投资额降低到2 500美元，但是，我到他们家的时候，整栋房子里没有光亮，一片寂静，屋里什么都看不见，但我知道这是怎么回事。我知道，唐纳德和米基躲在楼上，所以，我没有离开。

我按门铃、敲门，都没人应我。但是，唐纳德和米基就在楼上，而屋子漆黑一片。

光线太暗，无法看书；时间太早，还不到睡觉时间。我记得那一天，当时的情景历历在目。那是1962年6月21日。

克拉克，你什么时候出生的？

“1963年3月21日。”（克拉克回答）

历史就取决于这类小事。因此，你应该很高兴，你父母没有给我那1万美元。

通过这个小小的互动，巴菲特的演讲抓住了听众的注意力，然后他将话题转到手边准备的内容上。

朋友们，我今天想谈论一下股票市场。我会讨论一下股票的定价，但是不会对它们下个月或下一年的波动进行预测。估值不是预测。

短期内，市场是投票器；而在长期，市场是称重器。

重量最终才是有价值的，但是短期内，数量很重要。这是一种非民主的投票，也不会进行文化测试决定投票资格，这些你们都了解。

巴菲特按下一个键，在大屏幕上播放幻灯片。¹⁷众所周知，巴菲特不精通电脑，此时，听众席上的比尔·盖茨屏住了呼吸，直到巴菲特展示出第一张幻灯片，他才松了一口气。¹⁸

道琼斯工业平均指数

1964年12月31日 874.12

1981年12月31日 875.00

巴菲特走到屏幕前，开始进行解说。

在这17年的时间里，经济规模增长了5倍，《财富》500强企业销售额的增长超过5倍。然而，在这17年里，股票市场完完全全落在了后面。

（他后退了一两步）当你们投资的时候，你们所做的事情是延迟消费，现在把钱投出去，在一段时间之后会获得更多的钱。关于投资，只存在两个真正的问题：一是你想得到多少回报，二是你想什么时间得到回报。

伊索称不上是一位金融家，但是他说过“一鸟在手胜过双鸟在林”。不过，他并没有提到时间。

巴菲特解释说，利率——借贷成本——是对“时间”的定价。金融领域的利率就如同物理学当中的重力。利率变化，所有金融资产，包括房子、股票、债券的价值都会发生变化，就如同鸟的价值会波动一样。“这就是为什么有时手里的鸟比林子里的鸟值钱，有时林子里的鸟比手里的鸟值钱。”

巴菲特说话音调平稳，带着鼻音，吐字快得如连珠炮，他将伊索和20世纪90年代的大牛市联系到了一起，而他认为这个牛市纯属瞎闹。利润的增长远远低于前期，但林子里的鸟却变得昂贵，因为利率处于低水平。利率水平如此低，想持有现金的人数在减少。因此，投资者正在向林中鸟支付闻所未闻的价格。有时，巴菲特会将其称为“贪婪作祟”。

听众席里坐满了IT业的领军人物，在从大牛市中攫得大笔财富的同时，他们也改变着世界。此刻，他们坐在那里，一言不发。投资组合里充斥着各种估值过高的股票，而他们的公司股票处于资产组合的第一

线。他们认为这是很了不起的事。这是新模式，互联网时代的黎明。他们的态度是，巴菲特没有资格说他们贪婪。巴菲特，这个聚敛钱财数年、几乎不往外拿的人，这个从车牌就能看出其“节约”的吝啬鬼，这个将大部分时间用于思考如何赚钱的人，这个打破IT泡沫、没搭乘IT列车的人，正在往他们的香槟里吐口水。

巴菲特继续他的发言。只有三种方式，股票可以保持一年10%或10%以上的增长。一是利率下降，保持在历史低位。二是投资者，而不是雇员、政府或其他主体，在经济中所占份额高于历史已有水平。¹⁹他说，还有就是经济的增速开始快于正常情况。²⁰诸如此类的乐观假设被巴菲特斥为“痴心妄想”。

巴菲特说，有些人并不认为整个市场会繁荣，他们只是认为自己能够从中挑选出胜利者。巴菲特解释说，虽然创新可能让世界摆脱贫困，但是历史上创新的投资者后期都没有以高兴收场。他一边说，一边像乐队指挥那样挥舞着手臂，成功地换上了另一张幻灯片。

这张幻灯片上的内容来自于一份长达70页的清单，里面包括了美国所有的汽车公司。

这清单上面有2 000家汽车公司：汽车是20世纪上半叶最重大的发明。它对人们的生活产生了巨大的影响。如果你在第一批汽车诞生的时代目睹了国家是如何因为汽车而发展起来的，那么你可能会说，“这是我必须要投资的领域。”但是，在几十年前的2 000多家汽车企业中，只有3家企业活了下来。²¹而且，曾几何时，这3家公司的出售价格都低于其账面价值，即低于当初投入公司并留存下来的资金数额。因此，虽然汽车对美国产生了巨大的正面影响，但却对投资者产生了相反的冲击。

巴菲特放下清单，把手放进口袋。“有的时候，找出失败者要容易得多。我想，在此之后，大家能得出显而易见的结论。你应该做的事就是卖空经营不好的公司。”^[6]巴菲特点击了一下，一张相关的幻灯片跳了出来：

美国经营不善的企业数量

1900年——1 700万

坦白说，我很失望，因为巴菲特一家在这期间都没有进行卖空。其实，一直都有经营失败的公司。

听众中有一些人轻笑起来，虽然声音不大。他们的公司可能正在亏钱，但是他们心里都确信自己是胜利者。超新星在遥远的天空闪耀着星光。毫无疑问，某一天，他们将在史册上留下美名。

巴菲特再点击一下，又出现一张幻灯片。

现在我们再来看看21世纪另一项伟大的发明：飞机。从1919年到1939年，美国约有200多家航空公司。想象一下，当你处在小鹰号[7]时代，你是否能预见航空业的未来发展。你可能会看到一个你做梦都想不到的世界。不过，假设你有此远见，你预见到所有这些人要么希望坐着飞机走亲访友，要么希望离家远走高飞，或者你预见到了任何可以在飞机里做的事。然后，你决定这就是你要投资的领域。

历史上，对航空企业的所有股票投资都赚不到钱，和几年前的情形如出一辙。

因此，我想告诉你们：我真的宁愿这么想——当我回到小鹰号时代，我会有足够的远见和“见义勇为”的精神，把奥维尔·莱特[8]给打下来。但我没做到，我有愧于未来的资本投资人。22

下面又是一阵轻笑。有些人开始对这种毫无新意、过时的例子感到厌烦，但是出于尊敬，他们继续听巴菲特讲下去。

这时，巴菲特正在谈论他们的公司业务。“推广、宣传新行业是好事，因为新行业很容易推销出去。而要推销现存的产品则非常艰难。相比之下，推销没什么人懂的产品要容易得多，即使是亏损的产品，因为不存在量化的要求。”这番话直接针对席上听众，很有杀伤力。

但是，你知道，人们还是会不停地投资。这让我想起一个关于石油勘探商的故事。这人死后到了天堂。“我核对过你的情况，你符合所有条件，不过有一个问题。”上帝说，“我们这里有严格的居住区

法律规定，我们让所有石油勘探商待在一个区域。你也看到了，这里已经完全满了，没地方给你了。”

这位石油勘探商说：“你不介意我说句话吧？”

上帝说：“不介意。”

于是石油勘探商把手拢在嘴边，大声叫道：“地狱里有石油。”

结果可想而知，地狱之门开了，所有的石油勘探商们开始直往下冲。

上帝说：“这真是一个妙计，那么，你进去吧，就跟在家一样，随意些。这片地方都归你了。”

这位石油勘探商停了一会儿，然后说：“不，我想我还是跟他们一起吧，毕竟，空穴不来风啊。”²³

这就是人们认识、感受股票的方式。人们很容易相信“空穴不来风”这个道理。

这番话引起一阵不大不小的笑声，然后笑声戛然而止，因为听众一下明白了巴菲特的话中之意——他们就跟石油勘探商一样没脑子，听信传言，跑到地狱去找石油。

巴菲特的话锋一转，回到林中鸟。他说，根本就不存在新模式。股票市场的最终价格只反映经济的产出。

巴菲特换上一张新幻灯片，显示出过去几年的市场价值已经大大超过了经济增长。巴菲特说，这意味着之后17年时间的市场状况不会比1964~1981年的情况好多少，在这段时间，道琼斯指数完全没有增长。“如果我必须给出这段时间最有可能的收益率，那可能是6%。”²⁴不过，最近潘恩韦伯-盖洛普公司的调查显示，投资者们预期的股票收益率为13%~22%。²⁵

巴菲特走到投影幕前，浓密的眉头动来动去，他指着一张有一对赤身男女的漫画——摘自一个关于股票市场的传奇故事《客户的游艇在哪里？》。²⁶漫画上男人对女人说：“有些事儿没法对一名处女说清楚，无论是说给她听还是拿图片给她看。”听众听明白了，意思就是买互联网股票的人被忽悠了。但大家都僵硬地坐在那儿，一声不吭。没人笑得出来，连轻笑、窃笑都没有。

巴菲特回到讲台，告诉听众们他从伯克希尔-哈撒韦给他们带来了“糖果包”。

我刚刚买了一家叫奈特捷的公司，它出售可分权所有的喷气机。我本想送你们一人一架湾流IV型飞机的1/4股。不过，当我到了机场，我就意识到对你们大部分人来说，这实在是委屈你们了。

这个时候，大家笑了起来。巴菲特继续说，作为替代，他准备一人送一个珠宝商用的小型放大镜，他们应该用来看看彼此太太手上戴的戒指——尤其要注意看第三任太太的。

此话颇有点睛之效，听众席上的人大笑起来，鼓掌欢呼。然后，人们又不做声了。一股怨气在整个房间暗暗涌动。在1999年太阳谷年会上，关于股票市场过度膨胀的演讲就像是对一屋子名声不好的人宣扬贞洁。巴菲特的发言也许对听众产生了吸引力，让他们坐在椅子上不离去，但是，这不意味着他们会示弱。

不过，有些人认为他们听到了很重要的事情。“很了不起，这是关于股票市场的基础教程，一节课就涵盖了一切。”这是盖茨的想法。²⁷手握资金的投资经理则发现这次演讲令人感到安慰、身心通畅。

巴菲特举着一本书向大家示意：

这本书对1929年狂躁的股市进行了细致深入的分析，充满了智慧。埃德加·史密斯的《用普通股进行长期投资》一书证明了股票收益总是高于债券。史密斯发现了5个原因，但是其中最新颖的一个原因是，公司可以保留一部分盈利，然后以同样的回报率进行再投资。这就是收益再投资——1924年的创新理念。但是，正如我的导师本杰明·格雷厄姆以前一直说的，“好主意带给你的麻烦多于坏主意”，因为你会忘记好主意是有限制条件的。凯恩斯在他的书的序言中写道：“用历史的眼光对未来进行预测，是非常危险的事。”²⁸

巴菲特赞同这一观点：人们不能因为前几年股票价格的加速上涨就以此类推。

“现在，还有没有什么人没被我挖苦到？”²⁹他反问了一句，没人举手。

“谢谢各位！”巴菲特以此结束了发言。

巴菲特的信条是“表扬单个人，批评一类人”。他并不是故意要让演讲这么具有挑衅性和令人倒胃口，因为他也非常在意别人怎么看他。他并没有对始作俑者指名道姓，他认为这些人不会把他的笑话当回事。巴菲特的观点陈述强大有力，几乎无懈可击，他认为，即使是有人不喜欢他的观点所传递的信息，他们也必须要承认其威力。听众们感受到的所有不适均未被明确地表达出来。之后，巴菲特一直回答提问，直到会议结束。人们起立，对他的演讲报以掌声。无论他们对巴菲特的演讲持何种态度，无论以什么标准衡量，这次演讲都堪称体现功力之作。

在投资行业，5年的杰出业绩足够表现出不凡的眼光，巴菲特在这个行业浸淫了44年，一直处在一流的位置。但是，随着纪录的保持，问题也在逼近：巴菲特什么时候会停止脚步？他会宣告结束其主导地位吗？或是会发生某项重大变动颠覆其位吗？有些人认为，现在是时候了，也许可以用个人电脑这样的发明，再加上互联网这样具有说服力的技术，来说服或反驳巴菲特。但是，巴菲特显然对可以免费获取的信息置之不理，而且无视新世纪正到来的现实。当人们礼貌客套地说“沃伦，演讲非常精彩”的时候，这些年轻的名流们其实心不在焉，对巴菲特的观点不以为然。³⁰

重点不在于巴菲特错了，而在于他最后被证明是对的，而他对未来投资的严肃预期和他传奇的过去形成了鲜明的对比。在巴菲特早期辉煌的日子里，股票价格很便宜，巴菲特把股票一把一把地积攒到一起，几乎就他一个人注意到了地上无人问津的金苹果。而随着时间的推移，障碍越来越多，进行投资、保持优势、发现人所未见的价值，这些事情的难度都在增大。既然现在是新生力量登场的时间，何必在意那个对他们进行说教的巴菲特是何许人？何必理会那个声称他们会断送牛市、挣不到钱的人呢？

在下午剩余的慵懒时光里，赫伯特·艾伦的客人要么享受最后一场网球或高尔夫，要么去达克池塘边的草坪闲聊一会儿。巴菲特整个下午都和他的老朋友待在一起，他的朋友们都祝贺他进行了一次成功的演讲。巴菲特认为他以令人信服的方式动摇了听众的想法。他并不是发表了一次充斥着权威腔调的演讲，只不过是坚持了自己一贯的观点。

巴菲特希望得到人们的喜爱。他通常很受人们欢迎，而不是被人暗

地里嘀咕。但是，他怎么没能说服那么多人呢？这些人认为，巴菲特在为他错过IT繁荣找理由。看到他做出了如此明确的预期判断，他们感到非常吃惊，在他们看来，那些预言肯定会被证明是错的。巴菲特背地里被称为“新好男人沃伦”。“沃伦错过了这班车。他怎么可能错过这班车呢？他可是比尔·盖茨的朋友。”^[31]

那天晚上的早些时候，在离滨河度假酒店（River Run Lodge）几英里远的地方，结束晚宴的客人聚在这里商讨计划。赫伯特·艾伦作了最后的发言，他感谢了不同的与会人员，回顾了活动情况。之后，苏珊·巴菲特坐到窗户旁边的演唱台上——从这里可以俯瞰布满卵石的比格伍德河——再一次唱起了经典老歌。然后，客人们回到太阳谷住所的露天平台，那儿正举行周六晚间冰上秀，奥运会滑冰选手正在表演花样滑冰，以及舞姿动人的冰上芭蕾。

午夜，烟花绚烂地划过天际，太阳谷1999年年会成为又一件令人愉悦的豪华盛事。然而，大多数人所记住的不是划水或滑冰表演，而是巴菲特关于股票的演讲——确切地说，这是30年时间里他发出的首次预言。

[1] 分权所有型（fractional ownership）是指有意购买商务喷气机的买主，无须购整架飞机，而是购买1/4、1/8或其他比例的所有权，由商务喷气机公司来进行操作，包括飞行及维修。——译者注

[2] 赫兹公司，全球最大、最著名的汽车租赁公司。——编者注

[3] SV99，为“Sun Valley 1999”的缩写，意为“太阳谷1999”。——编者注

[4] K球，英式足球与棒球的结合。——译者注

[5] 真家伙（Real Thing），是1969年可口可乐的著名广告语。——译者注

[6] 卖空交易者认为股票价格会下跌，因此借来股票并卖出去。如果这么做，那么“卖空”的利润来自于把股票以更便宜的价格买回来。如果股票价格上涨，那么卖空交易者会亏损。卖空通常都很有风险，因为你的预期和市场长期趋势相反。——译者注

[7] 小鹰号是莱特兄弟发明的飞机名字。——译者注

[8] 奥维尔·莱特，莱特兄弟中的弟弟。——译者注

3

习惯性动物

帕萨迪纳，1999.7

在太阳谷，人们并未见到巴菲特的搭档查理·芒格的踪影。艾伦公司的组织者从未邀请过他。这对芒格来说是件好事，因为太阳谷年会是那种几乎求他他也不愿参加的活动。太阳谷的礼仪需要你去取悦太多的人。¹巴菲特就很喜欢做令他人愉快的事。即便是他对听众们大肆嘲讽，他也要确信自己保持着让人喜欢的个人魅力。但是，芒格只需要得到尊重，他可不在乎别人对他的好恶。

不过，在很多人眼里，这两个人几乎是可以互换的。巴菲特自己就称他和芒格“简直就是连体婴”。他们走路时都斜向同一方向，步态同样笨拙，同一款灰西装僵硬地挂在同样呆板的身上——因为他们把好几十年的时间都用来看书、读报，而不是运动或在户外活动，连他们那灰白色头发的梳理方式都一模一样；他们戴款式相似的克拉克·肯特式的眼镜，透射出一样慑人的目光。

他们以相同的方式思考，对投资着迷，将之视为愿意倾其一生去解答的谜。这两人都把理性和诚实看作最高的美德。冲动和自以为是，在他们看来是造成错误的主因。他们喜欢探究失败的原因，以之作为发现成功定律的途径。芒格说：“我一直在以伟大代数学学家卡尔·雅各比所建议的热情，寻找逆向洞察力。逆向，一直逆向。”他用了一个聪明农夫的故事来说明这一点，这个农夫说：“告诉我，我将死于何处，这样，我就不去那儿。”²芒格用比喻，而巴菲特则采用平实的方式来解读。巴菲特没有芒格那样微妙的宿命论感，尤其是谈及自己的生死时。

不过，两个人都有布道的冲动。芒格诲人不倦，他曾经发表过几次关于“成功生活之艺术”的演讲，因为见解深刻而深深打动了听众，他的演讲录像被竞相传看，直到互联网让所有人都能获取到。芒格逐渐对发表这些演讲热情澎湃，有时候他甚至变得“自我陶醉”（这是巴菲特的形容），不得不被人从讲台上给拖下来。私下里，芒格往往对着自己或朋友演讲，和他说话就像坐在一辆由脱缰的野马拉的马车上。

虽然芒格自视为业余的科学家、建筑师，会毫不含糊地解释爱因斯坦、达尔文的理论，谈论理性思考的习惯，分析圣巴巴拉地区房子之间的完美间距，但是，当冒险涉及那些离自己所学甚远的领域时，他总是非常谨慎。他害怕自己成为“鞋扣情结”的受害者——这是他在哈佛法学院的同学的说法。

“我同学的父亲每天都和同一群人共事。”芒格说，“他们中有一个人计划在鞋扣市场囤积居奇——这个市场真的很小，但是这人最终占据了整个市场。然后，他对所有东西都高谈阔论，所有能想象的东西——垄断鞋扣市场令他成为各个方面的全能专家。沃伦和我一直认为，这种行为方式大错特错。”³

巴菲特不存在受“鞋扣情结”折磨的危险。他担心自己看起来面目可憎，或者更糟糕的是，显得伪善。他相信自己所谓的“能力范围”，在自己周围画个圈，待在里面，做好三件事：钱、投资和自己的生活——他可以因此被视为一名绝对意义上的专家。

不过，和芒格一样，巴菲特有自己的自我陶醉方式。芒格会有选择地演讲，但是却停不下来；巴菲特则通常是结束一个演讲之后，发现很难开始另一个演讲。

巴菲特作演讲，写文章，写评论；搞聚会，给别人上小课；为诉讼案做证；上电视纪录片，接受电视采访，让新闻记者跟着他旅行；去大学开课，邀请大学生来看望他；当家具店开张、保险电话营销中心落成的时候，或者在和奈特捷公司潜在客户的晚餐会上给人们上一课；在更衣室对着橄榄球运动员演讲；和议员们吃午餐时也说上一番；在编辑委员会上教育新闻界的人们；给自己的董事会成员上课；最重要的是，在写给股东的信以及召开股东会时，他也会穿上“教师制服”。伯克希尔-哈撒韦就是巴菲特的“西斯廷教堂”——不只是一件艺术品，而且还是展示其信仰和理念的“讲义”，这就是为什么芒格会把公司称为巴菲特的“传教公司”。

自从1959年通过朋友在午餐时认识后，这两人一直是彼此最忠实的听众。在把午餐东道主说得晕头转向之后，他们撇下这位共同的朋友，开始叽叽喳喳说起来。从那以后，他们之间的交谈持续了几十年，从未中断。到了最后，他俩能读懂对方脑子里的东西，无须说话，靠心灵感应就可以。但是，那个时候，他们的其他听众已经扩大到了他们的朋

友、商业伙伴、股东——实际上是全世界。人们离开巴菲特的办公室或者芒格的演讲会之后，都会夸张地用手拍额头，嘴里叫着“我的天哪！”。这两人讲完那些似乎难以解决的问题后令人豁然开朗，无论他们讲过多少次，对他们演讲的需求只增不减。就像他们生活中的大部分事一样，他们发现演讲人这个角色很好扮演，而且令他们感到自在舒适，早已通过长期的习惯铭刻在他们的禀性之中。

不过，当巴菲特被说成是一个“习惯性动物”的时候，他带着一种受伤的表情回应说：“我不是，查理才是一个习惯性动物。”

芒格早上起床，然后把0.25英寸厚白内障术后用的老式眼镜架上鼻梁。他每天在同一时刻准点坐进汽车，小心翼翼地把他的公文包——他正使用的公文包——放到旁边的座位上，然后开车从帕萨迪纳去洛杉矶中心区。⁴他会数在反光镜里看到的车辆，看着车辆从前方开过，当感觉有空间的时候，切进左边的行车道。⁵（有好几年，芒格开车时会后备箱放上一罐汽油，以防自己忘记停车加油，不过，最终他被劝说放弃了这一特别的习惯。）一到市区，芒格经常会和某个人在沙砖建筑装饰风格的加州俱乐部一起吃早餐，这是该市古老的建筑之一。到了俱乐部，芒格会先从三楼电梯旁的桌案上拿一捆报纸，然后大步走到餐厅的第一张桌子那里。芒格就像拆圣诞节礼物包一样打开报纸，最后，报纸会成堆摆放在他周围。

“早上好，芒格先生。”洛杉矶商业机构的人员经过芒格身边，走向其他桌子（位置不那么好）的时候会很尊敬地向他问好。如果芒格能认出他们，并和他们聊上一会儿，他们会非常高兴。

芒格用他的右眼注视这些人——因为一次白内障手术失败，他失去了左眼。⁶现在，他说话的时候，左眼皮会半耷下来。他左右转动脑袋，用右眼扫视室内，将周围情况尽收眼底。只有一侧眼球转动，让他永远都是一副警惕和骄傲的样子。

吃完蓝莓之后，芒格走向那间不大不小、乱糟糟的办公室。他从芒格-托尔斯-奥尔森律师事务所租了这间办公室，这家律师事务所是他与友人合伙在1962年成立的，三年前他刚刚从事务所退休。芒格的办公室隐藏在富国银行中心上面的楼层里，这间办公室由他多年的秘书图托尼

克·多萝茜·奥伯特照看着。办公室里到处都是科学和历史方面的书籍，还有本杰明·富兰克林的自传、塞缪尔·约翰逊的一幅巨幅画像、芒格最新的房地产业务计划和模型，窗户旁边放着富兰克林的半身像，芒格在这里就像在家一样。因为信奉新教徒的中产阶级价值观，而且非常喜欢其生活方式，所以，芒格很崇拜富兰克林。他经常引用富兰克林的话，而且还研究富兰克林以及被富兰克林称为“杰出先辈们”的著作，比如西塞罗和迈蒙尼德的书。芒格还同时管理着伯克希尔旗下的韦斯科金融公司，以及这家金融公司所有的一家法律出版公司——《每日新闻》公司。另外，他还四处忙于房地产业务。想和芒格说话的人——家人、挚友和商业伙伴除外——都由多萝茜不动声色地巧妙拦下。

芒格把大把时间用于4项慈善事业。当他做出选择，他就会全力投入。不过，对被他人称为“朽木”的人，他没有什么“好心”，他的慈善都是达尔文式的，以激励最优秀的人。古德·撒马利亚医院、哈佛西湖学校、亨廷顿图书馆、斯坦福法学院都是受益机构。这些机构明白，芒格的资金和付出将伴随着大量的讲座，以及按“查理风格”办事的原则要求。芒格很高兴资助斯坦福法学院的学生宿舍，只要斯坦福精确设计宿舍的大小——当然要有窗——规定卧室到厨房的距离，同时把停车场建在他认定的地方。他带有老式贵族的责任感，从接受者的利益出发，在资金的使用上附加了各种各样让人恼火的限制，而原因就在于他懂得最多。

即使要关注他人的工作行为，芒格每天还是有时间和他的老朋友们在洛杉矶乡村俱乐部玩儿一小会儿高尔夫。有时他会在他亲自设计的帕萨迪纳的房子里和妻子南希共进晚餐；而更常见的是，和一帮亲密老友在加州俱乐部或洛杉矶乡村俱乐部度过。一天即将结束时，他会埋头看书。他一般和他的8个晚辈一起度假（他的子女、继子、孙子、孙女和外孙、外孙女），度假地通常是他在明尼苏达州星岛的别墅。在这个地方，芒格和他父亲一样，是个贪婪的渔夫。芒格在他的大船“Channel Cat”上做东招待很多朋友（他的一个朋友把这艘船称为“漂浮餐厅”，主要供娱乐之用）。总之，尽管芒格有些怪癖，但他是一位率直的爱家好男人，他也爱他的朋友、俱乐部和他的慈善事业。

巴菲特也喜欢他的朋友和俱乐部，但很少做和慈善有关的事。他的生活比芒格还要单一，虽然他的性格比芒格复杂。他绝大多数时间都在奥马哈度过，但是他的日程安排会围绕着一连串的董事会会议和拜访朋

友的旅行，这些安排不疾不徐，非常有规律，就像月相的变化一样。如果待在奥马哈，他会从住了40年的房子出发，行车1.5英里，在早上8点半达到基威特广场的办公室——他在这里工作也快40年了。到了之后，他会打开电视机，调到CNBC频道，把声音关掉，然后一边瞄屏幕，一边阅读桌上的一堆出版物：《美国银行家》、《编辑和出版人》、《广播》、《饮料文摘》、《今日家私》、A. M. Best公司[1]的《产险评论》、《纽约客》、《哥伦比亚新闻评论》、《纽约观察家》，以及他喜欢的作者写的股票和债券市场的最新分析。

看完这些东西之后，他又开始消化通过传真、邮递和电子邮件传给他的每日、每周以及月度报告，都是伯克希尔下属的公司给他的资料。业绩清单一年比一年长，巴菲特从清单上知道——上周GEICO（政府雇员保险公司）又卖出了多少份汽车保险，又偿付了多少索赔；昨天卖出了几磅喜诗糖果；范奇海默公司又拿到了多少件监狱看守制服的订单；奈特捷在欧洲和美国卖出了多少架分权喷气机。除此之外，还有——帆布篷、充电器、发电数（千瓦/时）、空气压缩机、订婚戒指、租赁卡车、百科全书、飞行员训练、家具装饰、心肺医疗仪器、猪圈、房地产经纪、圣代冰激凌、绞车和起锚机、天然气、污水深井泵、吸尘器、报纸广告、计卵器、刀具、家具租金、护士鞋、机电零件……所有关于成本、销售额的数据都涌进巴菲特的办公室，他记住了这当中非常多的数字。7

在闲余时间，巴菲特会琢磨他还没卖的数百家公司的报告，一部分是缘于兴趣，一部分是为了以防万一。

如果有重要人物来奥马哈拜访巴菲特，那他会驾驶他那辆钢蓝色的林肯城市轿车跑上1.5英里，穿过市区，到机场亲自接机。人们对巴菲特这种真诚的姿态感到惊喜，虽然巴菲特很快就会刺激他们的原始神经，因为他开车几乎注意不到交通指示牌、红绿灯或其他车辆，他会一边兴致勃勃地说话，一边在路上迂回穿行。巴菲特说，他开车的速度很慢，就算发生车祸，也只是轻伤，这是他给自己一心二用找的理由。8

巴菲特总是带客人去办公室逛上一圈，显摆一下他的标志性物件——代表了他职业生涯中的里程碑事件。之后，巴菲特会坐在椅子上，身子前倾，双手相握，眉头带着同情地扬起，倾听来客的问题和要求。对每一位访客，巴菲特都会即席提出睿智想法，对商业困惑做出当机立断的决定，并提供温馨的建议。当客人离开的时候，巴菲特会在送他们

回机场之前，顺道带他们去麦当劳吃午餐，这可能又会令这些知名政客或大公司的首席执行官们大吃一惊。

在阅读、研究和时不时的会面中间，电话铃整天都会响起。第一次给巴菲特打电话的人会很震惊地听到一声亲切的“喂”，当他们发现巴菲特是自己接电话的时候，经常会难以置信。巴菲特的秘书，和蔼可亲的戴比·博赞科疾步进出于巴菲特的办公室，把那些让他应接不暇的来电内容告诉他。在他的书柜上，另一部电话不停地响起。巴菲特会立即接听这些电话，因为这是他的交易员打来的。他会说，“喂……嗯，嗯……是……多少……嗯，嗯……就这么做”，然后挂掉电话。接着，他要么转去听另一部电话，要么看资料或CNBC。一到下午5点半，他就离开办公室回家。

等候在那里的女士并不是他的妻子。他对阿斯特丽德·门克斯完全不会藏着掖着，从1978年到现在，巴菲特和阿斯特丽德一直生活在一段三角关系之中。苏珊·巴菲特同意了这段关系，而且，事实上是她安排了这段关系。不过，巴菲特和苏珊声称，他们两人的关系非常紧密，夫妻的常规循例之事都安排得井井有条，非常和谐，正如巴菲特生活中的其他事情一样。一直以来，巴菲特对外的解释是：“如果你非常了解我们三个人，那你就能理解这件事。”⁹虽然这件事情本身确实如其所言，但对那些好奇之人来说这无法满足他们的好奇心。因为几乎没有人了解苏珊和阿斯特丽德，或者是身处这种关系之中的巴菲特本人。巴菲特把这两段关系分开处理，正如他处理很多人际关系一样。不过，所有迹象显示，阿斯特丽德和苏珊是朋友。

大多数时间，巴菲特会和阿斯特丽德在家吃晚餐，晚餐是汉堡包或猪排。几小时之后，他就会把精力用到互联网的晚间桥牌游戏上，他每周会花12个小时玩儿这个游戏。巴菲特紧盯着显示屏，听着电视机的背景杂音，这个时候，阿斯特丽德大多数时间都不会打扰他，除非他说：“阿斯特丽德，给我一杯可乐！”玩儿了桥牌之后，巴菲特通常会和他的桥牌搭档兼红颜知己沙伦·奥斯伯格通一会儿电话。在阿斯特丽德在房子周围遛弯儿到10点的这段时间，巴菲特会和阿吉特·贾殷进行晚间电话会议——阿吉特负责巴菲特的再保险业务。与此同时，阿斯特丽德去商店买次日报纸的提早版。当巴菲特阅读这些报纸的时候，阿斯特丽德上床睡觉。看起来，这就是身家数以亿计的巴菲特简单、普通的生活。

[1] A. M. Best公司是美国历史最悠久的保险公司评估机构，从1906年便开始对寿险公司以

及医疗保险公司的经济状况进行评估。——译者注

4

沃伦，你怎么了？

奥马哈、亚特兰大，1999.8~1999.12

巴菲特的300亿美元财产几乎全部（99%）投资于伯克希尔-哈撒韦的股票。他在太阳谷曾谈到过，市场称重器比投票器更重要。但正是投票器决定了他演讲之后的股票价格。人们之所以关注他，是因为他富有。因此，当他预期市场可能令投资者失望上17年的时候，¹他是站在悬崖边上，他很清楚这点。如果他错了，他不仅会成为太阳谷的笑柄，而且在全球富豪榜上，他的排名也会下降。巴菲特可是很关注这个排名的。

整个20世纪90年代末期，BRK（伯克希尔-哈撒韦的股票代码）令他名声大噪，因为BRK的表现远远超过市场，到1998年6月，每股已达80 900美元。伯克希尔-哈撒韦的一股股票就可以买一套产权独立的小型公寓，这在美国公司中是绝无仅有的。对巴菲特而言，公司股价是衡量其成功的简易标志。从巴菲特以7.5美元每股的价格买下BRK的那天起，BRK就一路上升。即使股票市场在20世纪90年代末震荡不已，但是购买BRK并坚持持有的投资人获利不菲，一直到1999年。

股票年度涨幅

	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年
BRK	39%	25%	57%	6%	35%	52%
S&P ²	10%	1%	38%	23%	33%	29%

但是现在，巴菲特发现他自己站在一类不受欢迎的股票的下沉平台上，看着“T&T”类（信息技术和电信行业）股票上涨。1999年8月，BRK跌到65 000美元一股。对一家成熟、每年为投资者赚4亿美元的大型企业而言，应该支付多少钱呢？对一家新生、亏钱的小型企业，又应该支付什么价格呢？

• 玩具反斗城公司（Toys“R”Us）每年赚4亿美元，年销售额110亿美元。

• eToys公司每年亏1.23亿美元，销售额只有1亿美元。²

市场投票器显示eToys公司价值49亿美元，而玩具反斗城价值10亿美元，低于前者。这其中的假设是eToys公司将通过互联网冲击玩具反斗城。³

悬于市场上空的疑云是个时间问题。专家们都预期灾难可能在1999年12月31日午夜发生，因为全球的计算机程序不能解决“2”开头的日期问题。害怕市场产生恐慌，美联储开始迅速增加货币供应量以解决现金短缺问题，以防全美的ATM机（自动柜员机）被冻结。因此，经过美联储的增压推动，太阳谷年会之后不久，市场急速上升，就像7月4日美国国庆节的烟花。如果你1月份在纳斯达克市场投资了1美元，那你下的赌注现在就是1.25美元，而投在BRK上的只值0.8美元。到12月，道琼斯工业平均指数年底收盘时上涨了25%，而纳斯达克则突破了4 000点大关，不可思议地上涨了86%，BRK下跌到56 100美元每股。仅仅几个月时间，BRK过去几年的领先地位就被大大动摇了。

在一年多的时间里，金融评论嘲笑巴菲特已经是明日黄花，是过去完成时。如今，在新千年即将来临之时，巴菲特成为《巴伦周刊》的封面人物，配的大标题是：“沃伦，你怎么了？”封面文章写道，巴菲特狠狠地摔了一个跟头。他面临着从未曾遭遇的负面新闻报道。他反复重述：“我知道市场会变化，我只是不知道变化的时间。”⁴巴菲特大受刺激的神经让他迫切地想要反击，不过最终，他只字未提，未作任何回应。

到1999年年底的时候，众多追随巴菲特风格的长期价值投资者要么结束了自己的公司或业务，要么放弃了“价值投资”，买了IT类股票。但是，巴菲特没有这么做。被他称为“内部记分卡”的东西——在进行金融投资决策时，他骨子里具有的坚韧——让他避免了摇摆不定。

我觉得我处境不妙。西斯廷教堂就在那里，我在远处作画。我喜欢人们说：“哇，那幅画真是好看极了！”不过，这是我的画，如果有人问我，“为什么你不多用点儿红色代替蓝色”，那么再见，这是我的画。我不在乎画的卖价。画本身不会受卖价影响，这是它最了不起的一点。⁵

人们行事的一大问题在于，他们是拥有“内部记分卡”还是“外部记分卡”。如果内部记分卡能令你感到满意，它将非常有用。我经常

这么做。我想说：“听着，你想做世间最伟大的人，却令大家认为你是世上最差劲的人。或者，你想做世上最差劲的人，但却让人们认为你是世间最伟大的人。这两者之间，你作何选择？”这是个有趣的问题。

还有另外一件有趣的事。如果全世界的人无视你的成果，那么，你是想被当作世间最伟大，但实际上却是全世界最糟糕的投资者，还是愿意被认为是全世界最无能，而实际上却是最优秀的投资者？

我认为，这取决于人们年幼的时候父母的关注重点。如果父母忽视、抹杀你真实的行为，重视的是全世界怎么看待你，那么，你最终将使用“外部记分卡”。而我的父亲——他是个百分之百的“内部记分卡”使用者。

他是一位真正不随大流的独行者，但是，他并不是刻意为之。他只是不在乎他人的评价。我的父亲教会我应该怎样生活。我从未见过任何人能像他一样。

第二部分 内部记分卡



5 “传道”冲动

内布拉斯加，1869~1928

约翰·巴菲特，这位新大陆上巴菲特家族中第一个被人们所知的人，是一名纺织工，据说是法国胡格诺教徒的后裔。他在17世纪为了躲避宗教迫害而逃到美国亨廷顿，在长岛以种植业为生。

除了知道巴菲特家族最早的先辈是农场主之外，¹其他的我们几乎一无所知。不过显然，沃伦·巴菲特的说教冲动部分缘于家族遗传。对此早期的一个例证是，约翰·巴菲特的一个儿子²记得他们向北横跨长岛海峡，落脚在康涅狄格海岸边，他在那里翻山越岭，去向不信教的人传道。不过，这一说法——流浪者、罪犯以及格林尼治的异教徒在听到他的布道后进行忏悔——很受质疑，因为历史的记载是，闪电把他给击死了。

几代人之后，泽布隆·巴菲特在家谱上留下了一笔，因为他留下了对巴菲特家族另一特性——对自己的亲人极其吝啬——的首笔记录。当时，泽布隆的孙子西德尼·巴菲特因为厌恶那侮辱性的低工资而离开农场，不在那儿干了。

身材瘦高的少年西德尼·巴菲特向西来到内布拉斯加的奥马哈，和外公乔治·霍曼一起经营车马出租所。³那是1867年，奥马哈还是一个满是小木屋的居住地。自从在“淘金热”时期成为西行淘金者行程中的配给供应中心之后，奥马哈一直向开拓者们提供销路稳定的商品和服务——赌博、妓女和酒。⁴但是随着内战的结束，奥马哈被改头换面。州际铁路首次将这些刚刚重组的州县连接起来。亚伯拉罕·林肯亲自颁布法令，宣布奥马哈将成为铁路枢纽中心。联合太平洋公司的到来让这个小镇充满了高效快速的商业精神和忧患意识。虽然如此，但奥马哈仍然保留着作为“所多玛伪善之城”⁵以及众所周知的“无赖扎堆地”的名声。

离开车马出租所之后，西德尼在这个没有铺路的地方开了镇上第一家百货商店。在这个受人尊敬的普通行业里，他出售水果、蔬菜和体育用品，比如25美分的松鸡、10美分的长耳大野兔，晚上11点才结束营

业。⁶他的祖父泽布隆·巴菲特担心他的前景，于是写满建议和教诲的信件纷至沓来，信里说的所有生意经——除了一个重大例外——一直被其后世子孙铭记于心。

做生意的时候，力求守时。你会发现某些人很难相处，那就尽可能少和这种人做生意……守好你的信用，这胜过攒钱……如果你想继续做生意，就要懂得见好就收，有一定的利润就要知足。不要轻率行事，不要急躁仓促，这样无法大富大贵……我希望你在生活中能以良好的心态看待生存与死亡。⁷

在一个飞速发展的地方，通过这样的经营赚取适中的利润，西德尼逐渐将这个商店做得非常成功。⁸他娶了伊夫琳·凯彻姆，生了6个孩子，其中有几个夭折。两个儿子欧内斯特和弗兰克活了下来。⁹

据说，“没有哪个名字比欧内斯特·巴菲特更好”。¹⁰欧内斯特·巴菲特生于1877年，一直读到八年级，在1893年大恐慌时期，他到父亲的店里站柜台。相比他那个商人模样的弟弟，欧内斯特要古怪得多，个子高大，小腹突出，是这个清教徒家庭的异教徒，喜欢偶尔喝上两杯。

一天，一位漂亮的年轻女子到商店来找工作。她的名字叫亨丽埃塔·杜瓦尔，为了逃避难以相处的继母而来到奥马哈。¹¹弗兰克和欧内斯特都对她动了心。长相更英俊的欧内斯特赢得了亨丽埃塔的芳心，两人于1898年结婚，婚后第一年生了第一个孩子克拉伦斯，之后又生了三个儿子和一个女儿。两兄弟不欢而散后不久，欧内斯特和父亲西德尼合伙经营，最终还是离开，另开了一家店。弗兰克只身一人度过了人生的大部分时光，在之后的25年时间里，在亨丽埃塔活着的时候，他和欧内斯特两人之间从不说话。

欧内斯特开始成为奥马哈的强势人物。在他的新商店里，雇员“工作时间长，工资低，要服从命令，脑子得灵光”。¹²欧内斯特总是穿着整洁的西装，在他那张摆在夹层的桌子上办公。他总是表情严肃地监督员工别偷懒，写信给供应商，要求他们“爽快地把芹菜运过来”。¹³他对女性顾客很有吸引力，对顾客有清晰的判断，并用随身的黑色小笔记本记下那些惹火了他的人——民主党人和不支付账单的人。¹⁴欧内斯特确信世界需要他的看法，他前往全美各地参加会议，与那些和他有同样想法的商人一起哀叹美国可怜的现状。¹⁵“自我怀疑可不是他的做法，他总是说

出一些令人惊叹的观点，而且认为你会承认他是最了解情况的人。”沃伦·巴菲特说。

在一封给儿子和儿媳的信中，欧内斯特建议他们总得在手里备点儿现金，他将巴菲特家族描述成了中产阶级的化身：

我可能提到过，巴菲特家从没人留下过一大笔资产，但也没人什么都不留下。他们从未花光他们挣到的所有钱，总是留下一部分。如今，这让所有的一切发展得相当顺利。¹⁶

“花的比挣的少”实际上可能是巴菲特家的座右铭，再加上这句话的必然结论，“不借债”。

同样作为法国胡格诺后裔的亨丽埃塔，和丈夫一样，生活节约、意志坚定，还是禁酒主义者。作为虔诚的基督门徒会教徒，她同样也响应传道的号召。当欧内斯特守着商店的时候，她会套好家里的那辆带流苏的马车，把孩子们叫到一块儿，驾车到乡村，去给农户分发宣传小册子。她的热情并没有点燃巴菲特家族的传道倾向，事实上，某些描述认为，在巴菲特家族所有“传道”成员中，亨丽埃塔是最热诚的一个。

巴菲特家的人都是零售店店主，但不是那种商人或者职业人士，他们只是很早就定居在奥马哈，且非常在意自己的地盘。亨丽埃塔希望她的4个子女能成为家里的第一批大学生。为了支付学费，她削减家庭预算。据说，即使按照沃伦·巴菲特的标准，亨丽埃塔制定的预算也只能满足家庭生活必需品的开销。所有男孩子都得在家里的商店里干活儿。克拉伦斯从地质学专业毕业之后，在油品贸易行业开始了自己的工作。¹⁷二儿子乔治是个化学博士，后来落脚在美国东海岸。老三到老五，霍华德、弗雷德和艾丽斯都毕业于内布拉斯加大学。弗雷德挑起了家里百货店的担子，艾丽斯则成了一名家政老师。

老三霍华德就是沃伦·巴菲特的父亲，生于1903年。在20世纪20年代初读高中的时候，他因为受到排斥而对这几年存有很不愉快的回忆。奥马哈由少数几个家族掌握着，他们拥有牲畜饲养场、银行、百货商店，继承祖辈从酿酒厂挣得的财富——这些酒厂因《禁酒法》现在已被关闭。“我的衣服很多都是两个哥哥穿过的，”霍华德说，“我当报童，还是杂货店老板的儿子，因此，高中的兄弟会看我不顺眼。”他很敏锐地感

受到，其他人因为与生俱来的地位和特权而对他很冷落。18

在内布拉斯加大学，霍华德主修新闻学，并参与校报《内布拉斯加日报》的工作。有权有势的家庭都对政治着迷，霍华德通过校报把这些家庭的一言一行和他们对政治的爱好结合起来。之后不久，他就遇到了利拉·斯塔尔，这个姑娘对报纸和政治阶层的自我意识也同样有兴趣。

利拉的父亲约翰·斯塔尔是德裔美国人的后代，矮矮胖胖、说话得体。他是好几家学校的学监，曾身着野牛皮大氅，坐在马车里行走于内布拉斯加州的库名县。19斯塔尔的家族史上说，他非常爱他妻子斯特拉，斯特拉给他生了三个女儿——伊迪丝、利拉和伯妮丝——和一个儿子马里昂。斯特拉是英国人的后裔，她不喜欢生活在内布拉斯加州的西点镇——镇上都是德裔的美国主妇——在这里，她从未感到轻松自在。据说，她弹管风琴来聊以自慰。1909年，斯特拉精神崩溃。这被认为很有可能是家族病史再现的不祥征兆，因为斯特拉的妈妈苏珊·巴伯据称“神经不正常”，进过内布拉斯加精神病医院，而且于1899年死在那里。根据家族的记载，斯特拉曾拿着壁炉拨火棍追打伊迪丝。这件事之后，约翰·斯塔尔就不再外出游历，而是留在家照顾孩子。斯特拉待在黑屋子里的时间越来越长，她坐在里面，缠绕、卷曲着头发，情绪显得非常低落和抑郁。这种封闭偶尔会间断，随之而来的是对她丈夫和女儿们的粗暴言行。20斯塔尔意识到他不能把孩子们留给他们的母亲照看，然后他买了一家叫“库名县民主报”的报纸，这样他就可以在家做事挣钱了。从利拉5岁开始，她和她的姊妹们实际上就开始帮着养家，帮父亲送报。她通过排版学会了拼写。“我读四年级的时候，”她说，“我们不得不从学校回家并排好版，之后才出去玩。”到11岁的时候，她就能使用排字印刷机了。她在周四晚上得把报纸印出来，因此还患上了头痛病，每个周五，她都无法去学校。这一家以此为生，住在老鼠乱窜的房子里，全家把所有的希望都寄托于马里昂的未来，这个聪明的男孩子想通过读书成为一名律师。

在第一次世界大战期间，斯塔尔的家境每况愈下，越发艰难。在这个德裔美国人居住的镇上，《库名县民主报》倾向反德，因此，有一半的订阅者都放弃这份报纸，转而阅读《西点共和党报》——对斯塔尔而言，这是经济灾难。斯塔尔本人是民主党政坛天才威廉·詹宁斯·布赖恩的狂热支持者。在世纪之交，布赖恩已经成为他那个时代最重要的政客之一，差一点儿就成了美国总统。在全盛时代，布赖恩代表着一种“民粹主

义”，他在最著名的演讲中阐述了这一点：

有两种政治立场。有一些人认为，如果你通过立法令富裕阶层兴起，那他们的繁荣会向他们之下的阶层渗透。而民主党的思想是，如果你通过立法令大众阶层兴旺，那他们的繁荣会向上开枝散叶，渗透到他们之上的阶层。²¹

斯塔尔一家将自己视为大众阶层的一员，这是其他阶层所依仗的一个阶层。但他们的生活处境始终不见改善。到1918年，利拉16岁的妹妹伯妮丝——被认为是姊妹中最不聪明的一个，智商测试只有139——明显开始放弃生活。她确信自己会患上精神病，就跟她的外祖母和母亲一样，最终会和她的外祖母一样死在精神病院里面。²²在这段时间，利拉的学校教育受到混乱的家庭生活的影响。为了帮助父亲，她把上大学的时间延缓了两年。在内布拉斯加大学林肯分校上了一个学期之后，她又回家待了一年，再次帮助家里脱离困境。²³利拉精力充沛，被认为是家中最聪明的女孩，后来她从完全不同的角度描述了这段时光，她认为她的家庭非常完美，说她离校的3年时间是在挣学费。

在1923年去林肯分校时，她带着一颗众所周知的“勃勃雄心”，发誓要觅到自己的如意郎君。她径直到校报处，想找一份工作。²⁴利拉身材娇小，一头柔软的短发，说话节奏很快，像春天里的知更鸟；她的迷人笑容柔和了锐利的眼神。霍华德·巴菲特进入《内布拉斯加日报》的时候是一名体育新闻记者，之后成了编辑，他立马就招收了利拉。

霍华德一头黑发，长相英俊，一副教授派头。他是所有学生中被圣洁会“挑中”的13人之一——圣洁会是校园名人们组成的社团，仿效哈佛和耶鲁的名誉社团而设立。圣洁会以罗马的13位教皇英诺森一世到十三世的名字命名，宣称自己是反对邪恶的斗士。他们同样也发起舞会和同学会。²⁵面对着这样一位校园名人，利拉一下子就被吸引住了。

“嗯，我并不知道她在《内布拉斯加日报》的工作是否努力，”霍华德后来说，“但是她肯定对我很上心。这事我从未后悔过——也没有在这件事上犯任何错——这是我做得最漂亮的事。”²⁶不过，利拉是个很有数学头脑的好学生，据说，当她宣布退学结婚的计划时，她的微积分教授很沮丧，“啪”的一声撂下了书本。²⁷

毕业在即的霍华德找他父亲讨论职业的选择。他对钱并不真正感兴

趣，但是在欧内斯特的坚持下，他放弃了高脑力、低收入的新闻行业以及读法学院的想法，而去销售保险。²⁸

新婚夫妇移居到奥马哈，住进了有4个房间的白色小平房，欧内斯特在房子里放满了各种乱七八糟的结婚礼物。利拉花了366美元，把房子重新装修一番。她说，所购买的物品“都是批发价”。²⁹从那天开始，她运用她的精力、雄心和数学天赋——在所有这些方面，她都超过她的丈夫——用于振兴霍华德的事业。³⁰

1928年年初，他们的第一个孩子多丽丝·埃莉诺出生了。³¹那一年的晚些时候，利拉的妹妹伯妮丝精神崩溃，无法继续从事教师工作。但利拉似乎远离了这些压迫她母亲和妹妹的精神方面的问题。她拥有旋风一般的能量，能滔滔不绝地说上好几个小时（虽然她是在反复讲述同一个冗长乏味的故事）。霍华德把她叫作“飓风”。

随着霍华德·巴菲特一家进入年轻夫妻的生活状态，利拉让霍华德加入她自己的“第一基督教会”，并在他成为执事的时候，骄傲地在她的日记簿里记下了这件事。³²霍华德依然热衷于政治，并开始显露出家族所具有的布道冲动。但是，当他和欧内斯特把晚餐变成了对政治无休止的讨论会时，霍华德的弟弟感到非常无聊，宁愿躺在地板上睡大觉。

不过，利拉已经转向了丈夫的政治立场，如今已是一名热情的共和党人。巴菲特一家都支持卡尔文·柯立芝——他宣称“美国人民的第一行业是商业”，³³并和柯立芝一样赞成进行最低限度管理的“小”政府。柯立芝降低了税率，并承认了美国的印第安人具有和白人同等的身份。但是，对大部分的事，他闭口不言。1928年，他的副总统赫伯特·胡佛被选举为他的继任者，立誓会继续商业繁荣的政策。股票市场在柯立芝时代已经繁荣，而巴菲特家的人认为，胡佛能让繁荣持续。

还是个孩子的时候，我各方面的条件就很优越。我的家庭环境很好，因为家里人谈论的都是趣事；我的父母很有才智，我在好学校上学。我认为，我的父母是世界上最好的。这非常重要。我没有从父母那里继承财产，我真的不想要。但是我在恰当的时间出生在一个好地方，我抽中了“卵巢彩票”。

沃伦后来如是说。

沃伦·巴菲特总是将他的成功归因于好运。不过，当回忆他的家庭时，他还是谈到了属于自我的部分现实生活。没有多少人会同意他的看法，即他的父母是世界上最好的。当他谈论关于在养育孩子过程中父母拥有“内部记分卡”的重要性时，他总是会以父亲的“内部记分卡”作为例证，但他从未提及他的母亲。

奥马哈，20世纪30年代

20世纪20年代，已经充满泡沫的股票市场吸引了普通民众首次进入投资领域。¹1927年，霍华德·巴菲特决定进入这个行业，并在联合州立银行谋得一份股票经纪人的工作。

股市的繁荣在两年后结束。1929年10月29日，“黑色星期二”，股市单日市值下跌了140亿美元，²4倍于美国政府年度预算的财富在几个小时内蒸发。³1929年的市场损失达到了300亿美元，接近美国在“一战”中的开支。⁴

银行破产和自杀事件接踵而至，人们开始保有现金，没人想要股票。

时隔4个月，我父亲才做成一笔交易。他的第一笔佣金是5美元。我母亲常常在晚上陪我父亲坐着电车出门，当父亲拜访某人的时候，母亲则在外等候，为的只是当我父亲回家的时候不会过于灰心丧气。

股票市场崩溃10个月后，即1930年8月30日，霍华德·巴菲特家的第二个孩子沃伦·巴菲特出生了，比预产期早了5周。

焦虑不安的霍华德去见他的父亲，希望能在家庭杂货店里找个活儿干。巴菲特家的所有成员每周都会在杂货店干活儿，即使是那些有工作的人。但只有霍华德的弟弟弗雷德在店里全职工作，并领取微薄的薪水。所以，欧内斯特告诉霍华德，他已经没钱再雇一个儿子了。⁵

从某种意义上讲，霍华德得到了解脱。他从杂货店中“逃离”，再也不用回去。⁶但他又担心他的家人会挨饿。“别担心食物，霍华德，”父亲告诉他，“我来支付你的账单。”

“这就是我的祖父，”沃伦说，“我来支付你的账单。”欧内斯特不是

不爱他的家人，“你只是希望他能更经常表达出他的爱”。

“我想你最好还是回西点镇的家去，”霍华德告诉他的妻子，“至少你能吃上一日三餐。”但是利拉没有回去。她步行到罗伯特家的奶制品商店支付账单，这样能节省电车费。她开始脱离她的教会圈子，因为轮到她提供咖啡的时候，她无力支付相应的29美分。⁷为了确保霍华德有吃的，她有时宁愿不吃饭。⁸

沃伦周岁生日前两周的一个周六，人们排着长队，在酷暑中汗流浹背，等候着拿回他们存在当地银行的钱。他们从清晨等到晚上10点，缓慢地向柜台移动脚步，把排在队列前的人数了又数，默默地不断祈祷：“求你了，上帝，轮到我的时候，让银行里剩点儿钱吧。”⁹

不是所有人的祷告都被上帝听到了。那个月有4家州立银行倒闭，储户分文未得。霍华德·巴菲特的雇主联合州立银行就是倒闭的银行之一。¹⁰沃伦不止一次说起这段故事：“1931年8月15日，我父亲去银行，两天前是他的生日。银行已经倒闭。他失业了，他的钱还在银行里，而他有两个嗷嗷待哺的孩子。¹¹他不知道怎么办，也找不到其他的工作。”

不过，两周时间内，霍华德和两个合伙人卡尔·福克和乔治·斯克莱尼卡签下协议，开了一家股票经纪行——巴菲特-斯克莱尼卡公司。¹²这是一个特立独行的决定——在没人想买股票的时候开一家股票经纪行。

三周之后，英国脱离了金本位制^[1]。这意味着，为了防止银行倒闭，深陷债务危机的国家只会发行更多的钱来偿还债务。这是一个只有政府能实施的巧妙诡计。在那个年代，美元拥有最广泛的认可度和被接受度，而现在的情况似乎是美国在对外宣布：“我们将要开出空头支票，你们要么接受，要么自己看着办。”这个“声明”立即毁掉了那些正规、信誉良好的机构，全世界的金融市场大跳水。

已经“伤风”的美国经济开始“咳嗽”，然后增长停滞，接着开始进行“自由落体运动”。一批银行被快速地吸入经济增长的真空地带，纷纷宣告破产。一个城市接一个城市，储户们拼命地挤到银行出纳窗口，却又被打发走。¹³但是，在这场大灾难中，霍华德的公司成功了。他最初的客户大多是亲朋好友。他向他们出售安全的证券，比如公共事业股票和市政债券。在经纪行第一个月的营业中，金融恐慌弥漫于全国，他却赚了400美元，经纪行赢利了。¹⁴在之后的几个月，即使人们的储蓄蒸

发，也不再相信银行，霍华德还是坚持进行同一类保守的投资，这使他的客户开始增多，生意也开始做大。¹⁵

霍华德家的收入和财富开始出现转机。在沃伦·巴菲特满两岁后不久，20个月大的小查尔斯·林德伯格被绑架，并于1932年3月被杀害。根据评论家孟肯的说法，“孤鹰”^[2]之子被绑架是“经济复苏以后最轰动的一件事”。全国突然患上了“绑架恐惧症”，所有父母都流露出对孩子会遭受绑架的恐惧，巴菲特家也不例外。¹⁶就在这个时候，霍华德患上了某种非常严重的疾病，利拉不得不叫来救护车，梅约诊所最后诊断他的心脏出了问题。¹⁷从那个时候起，他的生活起居就受到限制：他不能举重物，不能跑步，不能游泳。利拉的生活更是围着霍华德转——这位迷人的“王子”曾解救她脱离排印报纸的悲惨命运，一想到霍华德可能出什么事，利拉就会被吓坏。

沃伦已经长成一个谨慎早熟的孩子。他学走路的时候总是弯曲着膝盖，靠近地面。母亲带他去教堂参加定期聚会时，他很乐意静静待在母亲的旁边。母亲随手给他一个玩具——一把牙刷——就能让他高兴。沃伦很安静地盯着牙刷，一盯就是两个小时。¹⁸当沃伦盯着一行一列的牙刷毛时，他都在想什么呢？

那年（1932年）11月，美国还处于危机之中，富兰克林·罗斯福被选为美国总统。霍华德认定，这个属于上层特权阶级的人对普通民众的生活一无所知，他会弄脏国家的货币，并把美元引向灾难。¹⁹霍华德在阁楼上放了一大袋糖，以防备出现最糟糕的情况。直到这个时候，霍华德看起来还像穿着西装、孩子气的超人，带着真挚的微笑，态度亲切。但是，当霍华德谈到政治的时候——在晚饭时评论当天最热点的新闻——他会变得暴跳如雷。霍华德情绪激昂地说，可怕之事将降临到这个由民主党主导白宫的国家头上，这个时候，多丽丝和沃伦可能并不懂霍华德在说些什么。但是，“社会主义”之类的字眼开始嵌入孩子们的大脑。吃过晚饭后，他们会看着令人敬畏的父亲坐在客厅的红色皮椅上休息，椅子旁边放着收音机，霍华德会一连好几小时都埋头看他的晚报和杂志，完全不理睬其他事情。

在巴菲特家里，政治、金钱和哲学是晚餐时经常讨论的话题，但是家庭感情却不是。²⁰即使在那个父母对子女感情含蓄的年代，霍华德和利拉也以缺乏温情而出名。巴菲特家没人会说“我爱你”，也没有人会抱孩子到床上入睡，并亲吻他们。

不过，对外人来说，利拉的表现堪称一位完美的母亲和妻子。人们记得她的活力、乐观、母性和甜美，甚至“滔滔不绝的说话方式”。²¹利拉喜欢不停地讲她过去的事，她会不太光彩的地方遮掩过去，将自己说成是了不起的基督徒父母养大的幸运儿。她最喜欢说的是她和霍华德曾做出的“牺牲”——她因为大学学费而错过的3年，霍华德经纪行刚起步时颗粒无收的4个月，以及在此期间她为了省车费而步行到奶制品店。利拉经常会谈到持续很长时间的“神经痛”（有时被误以为偏头痛），她认为病痛是小时候待在发出巨响的报纸印刷机旁边的结果。²²虽然如此，她的一举一动仿佛表示她必须做所有的事，而且她会让自己非常辛苦和忙碌——桥牌茶会、煎牛排、生日会和周年纪念日、拜访邻居，以及准备教堂晚餐。相比其他人，利拉更多地拜访邻居、烘烤饼干，记更多的笔记。在怀孕期间，她还曾自己动手给家人做饭，并试着通过闻肥皂的气味来压制清晨的呕吐。²³她的第一原则是：一切为了霍华德。“她把自己钉在了十字架上。”她的妯娌凯蒂·巴菲特说。²⁴

然而，利拉的责任感和牺牲精神对应着另一种含义：责备和羞愧。当霍华德早上乘车上班之后，多丽丝和沃伦会玩耍或者穿衣打扮，而利拉突然间可能冲着他们发脾气。利拉的音调可能事先透露出会发火的迹象，但大多数情况下，一切的发生毫无征兆。

我们可能做了什么或者说了什么，然后有那么一瞬间她的脾气就爆发了，没有消停和减弱的迹象。你过去犯的全部错误都会被翻出来。事情就这么无休无止。我母亲有时会把这归因于神经痛，但是她在外从未发作过。

盛怒之下的利拉会不停地责骂孩子，内容千篇一律：他们的生活显然来自她做出的牺牲；他们一无是处、不知感激、自私自利，他们应该觉得羞愧；她会挑剔每个真正或想象出来的错误；她几乎总是冲着多丽丝长篇大论，而且会把同样的话说上至少一个小时，有时还长达两个小时。沃伦说，直到两个孩子“认错”、流下无助的眼泪，她才结束。多丽丝说：“她不把你哭哭就不满意。”沃伦无奈地看着利拉脾气大作，没有能力保护多丽丝，并且得竭尽全力地避免自己成为目标。很显然，利拉的攻击是故意的，她在一定程度上能够控制他们，但是，作为母亲，她如何看待自己的行为外人不得而知。不过，无论利拉怎么看待自己的所作所为，到沃伦3岁、妹妹罗伯塔（昵称伯蒂）出生的时候，对沃伦和多丽丝而言，“一切都已经回不去了”。他们在心理上已经受到了伤害。

孩子们从未向父亲求助，即使他们知道父亲也了解母亲的坏脾气。霍华德可能会对他们说，“妈妈要大发雷霆了。”这是在提醒利拉要发火了，但他不会干预。不过，利拉经常会在霍华德的听力范围之外发作，而且不会冲着霍华德。因此，在某种意义上，霍华德是孩子们的保护者。虽然他没法使他们免于母亲的盛怒，但他依然意味着安全，因为他在旁边的时候，孩子们就很安全。

巴克大街的白色小平房之外，内布拉斯加已经滑向了违法乱纪的深渊，奥马哈猖獗的私酒贩卖一直持续到沃伦3岁时。²⁵在乡下，农田分文不值，以农田为抵押品的农民面临着抵押品赎回权的取消，他们开始不服管制，发起反抗。²⁶5 000名农民在林肯市的州议会大厦外游行，直到惊慌失措的立法者们急急忙忙地通过了抵押贷款延期偿还的法案。²⁷

1933年11月，寒风刮过美国西部炎热的沙丘，以雷霆万钧之势掀起表土层，形成巨大的旋风，向美国东部推进，以每小时60英里的速度，一直抵达纽约。这场暴风所到之处，玻璃窗户被撞碎，路上的车辆被吹翻。《纽约时报》将之比作喀拉喀托火山的爆发，将要持续好几年的沙尘天气开始了。²⁸

在20世纪最严重的干旱期间，沙砾吹打着房屋的墙面漆，在汽车玻璃上留下划痕，中西部人都把家当作避难所。利拉每天早上都要打扫门廊的沙尘。沃伦4岁生日那天，一场肆虐的沙尘暴在巴菲特家的前门门廊上留下一层沙尘，吹走了餐桌上的纸盘子和餐巾纸。²⁹

沙尘天气出现后，随之而来的就是酷热。1934年的夏天，奥马哈的温度达到了118华氏度（约47.7摄氏度）。内布拉斯加的一位农民在找了好几天之后，在一处收割后的偏远农田的裂缝里找到了他家的奶牛，土地被烤得裂开，牛被夹在里面了。³⁰平原上的居民们讲述着夸张的故事，有个人被一滴水击中脸部，然后昏死过去，得用三桶沙才能救醒。人们睡在后院，在中心高中的地上以及奥马哈乔斯林艺术博物馆的草地上搭帐篷，以免被自家的“火炉”给烤熟了。沃伦想盖着被水浸过的床单睡觉，但也只是徒劳，任何东西都无法给升到他二楼房间的炽热空气降温。

因为1934年的干旱和高温创了纪录，³¹铺天盖地的蝗虫来袭，把烤

干的玉米和小麦一顿狂吃，就剩下一地的短茬儿。³²利拉的父亲斯塔尔那年中风卧床不起，沃伦到西点镇看望外祖父的时候，还能听到蝗虫吞噬庄稼的嗡嗡声。最可怕的时候，蝗虫吃栅栏桩和晾在晾衣绳上的衣物，还一团团地沾在拖拉机发动机上；厚厚的一层蝗虫，遮天蔽日，足以遮挡汽车司机的视线。³³

事实上，20世纪30年代初，除了恐惧本身外，还发生了更多可怕的事情，那就是经济状况恶化。³⁴很多人仿效当时最臭名昭著的强盗——阿尔·卡彭、约翰·迪林杰和长了一张娃娃脸的尼尔森——在中西部四处出没，掠夺勉力支撑的银行。³⁵父母亲们都很担心那些经过城镇、裹沙带尘的流浪者和吉卜赛人。偶尔出现的狂犬病也令恐惧的家长把孩子们关在家里。出于对小儿麻痹症的担心，公共游泳池在夏季炎热的日子都被关闭。父母们不时警告他们的孩子，如果他们的嘴唇碰到了公共喷泉，那他们可能就会被装上人工呼吸器。³⁶

不过，内布拉斯加人从出生起就受到训练，以坚定的乐观态度来应对灾难。这些年的沙尘和干旱构成了中西部生活的背景。在这个龙卷风肆虐而且风力足以把火车吹离铁轨的地方，孩子们在成长过程中习惯了恶劣古怪的天气。³⁷

巴菲特家的三个孩子照常上学，和朋友一起玩耍；在附近野餐聚会的时候，和很多孩子一起在100华氏度（约37.8摄氏度）的高温下到处跑。而他们的父亲穿着西装，母亲还穿着外套和袜子。

很多邻居的日子可能不太好过，他们的生活水准在降低；但是霍华德，这位杂货店老板的儿子，让他的家人过上了比大部分中产阶级都要舒适的日子。“即使是在艰难的日子里，我们的生活水平也在稳步地提高，”霍华德回忆说，“以一种非常适度的方式。”他对此很谦虚。当50个男人排队竞争一份周薪17美元的工作时——为巴菲特父子杂货店开橙色卡车运送货物——霍华德坚持每家每户上门推销，他的股票经纪公司——如今被叫作巴菲特公司——发展得很成功。³⁸奥马哈在1935年电车罢工和骚乱期间曾实行过短期的戒严，不过，霍华德已经购买了一辆崭新的别克。他成为当地共和党政治活动的积极分子。多丽丝一直以来很崇拜父亲，她7岁就开始构思父亲未来的传记，她的一本笔记本封面上写着“政治家霍华德·巴菲特”。³⁹一年后，美国还处于大萧条的阴影之中，而霍华德为家人在奥马哈的郊区邓迪建了一栋更大的房子——红砖砌成，两层高，都铎式风格。⁴⁰

当全家准备搬迁的时候，利拉得知37岁的弟弟马里昂——已经是纽约一名成功的律师——患上了癌症。“我的舅舅马里昂是我母亲家的骄傲和快乐之源。”沃伦·巴菲特说。马里昂没有精神错乱的遗传，是斯塔尔家传宗接代的主要希望。⁴¹马里昂于11月去世，没有子女，终止了斯塔尔家族传宗接代的希望。另一条坏消息是，那一年利拉的父亲约翰·斯塔尔又一次中风，身体非常虚弱。在家照顾父亲的伯妮丝似乎在沮丧消沉中越陷越深。当教师的姐姐伊迪丝——家里最漂亮、最敢作敢为的女孩——发誓要一直单身到30多岁，或是等到伯妮丝结婚。不过，精明、有心机的利拉不愿被家里的悲戚之事捆住手脚，不管发生什么事，她都要实现自己的目标——她想要一个正常家庭，过正常生活。⁴²利拉计划着迁居并购置新家具，她雇用了一位兼职管家艾塞尔·克伦普，这可是生活的一大进步。

如今，利拉成了一个更富裕家庭里更有经验的母亲。随着她发怒频率的降低，她和小女儿伯蒂的关系更加健康。伯蒂知道母亲的坏脾气，但却总说自己感受到了母亲对她的爱。沃伦和多丽丝从不这样认为，利拉对伯蒂明显的母爱无助于减轻他们的不受重视感。⁴³

1936年11月，罗斯福成功连任美国总统。霍华德唯一的安慰就是罗斯福在下一个4年就没戏了。每晚，霍华德看着自己的保守派杂志，孩子们听着收音机、玩儿游戏或是唱赞美诗，利拉会用家里添置的最大物件为他们伴奏——一台管风琴，就像利拉母亲曾弹过的那台一样。

巴菲特家有了新房子，也有一两件诸如管风琴之类的奢侈品。虽然这表明他们的日子越过越好，但是，利拉总是给孩子们买一些无趣和不起眼的礼物，大减价时出售的不能退的衣服和生活必需品——丝毫不符合孩子们的愿望。沃伦有一列小小的单轨火车，他非常想要另一套更加精致的火车——他在市区的布兰戴斯百货公司里看到的那款——转动着车轮，经过信号灯，翻越雪山，潜入隧道，飞奔过小小的村落，消失进松林。不过，买一本画有这列火车的商品目录就让沃伦很满足了。

如果你是一个小孩子，只有一列小小的椭圆轨道的火车。盯着这列令人着迷的火车，你会非常高兴用1毛钱买一本有火车模型的目录，然后就坐在那里幻想。

沃伦是个内向的小孩，他能数小时沉迷在画有火车模型的目录中。

不过，作为一个快上小学的孩子，他有时不会表露出自己的情感。而他在朋友杰克·弗斯特家则会流露出对杰克善良的母亲海兹尔的依恋。日子一长，他逐渐养成习惯，在邻居和亲戚家里待上很长的时间。⁴⁴沃伦最喜欢父亲的妹妹艾丽斯，一位高个子女士，一直未婚，和沃伦的祖父住在一起，教授家政课。她让沃伦感到很温暖，她对他做的一切事情都很感兴趣，想方设法鼓励他和启发他。

沃伦上学前班的时候，⁴⁵他的爱好和兴趣都围绕着数字打转。6岁左右，他着迷于用秒来精确记录时间，非常想要得到一只秒表。艾丽斯并不是简单地无条件送给沃伦这份重要的礼物，她想得更周到。“她很爱我，”沃伦说，“但是她仍然会附加一两个条件，比如我得吃龙须菜之类的东西，礼物能激发我吃这些东西的动机。而我最终得到了一只秒表。”

沃伦拿着他的秒表，叫他的姐姐妹妹和他一起到浴室，观看他发明的新游戏。⁴⁶他在浴缸里装满水，拾起他的弹珠。每个弹珠都有自己的名字。他把它们放在浴缸一头的水平边缘上，排成一排。然后，他把弹珠扫进浴缸，同时按下秒表。它们沿着瓷制浴缸的斜面向下滚，发出碰撞声，然后击中水面，落进水中。这些弹珠相互追赶，向浴缸塞子奔去。当第一个弹珠到达目的地时，沃伦就按下秒表，宣布它是胜利者。他的姐姐妹妹看着他一遍又一遍地让弹珠赛跑，想要提高它们的成绩。弹珠不会疲倦，秒表也不会出错，还有沃伦，似乎从不会对这种重复的游戏感到厌倦——不过，他的观众可不像他。

沃伦随时随地都在思考数字，即使在教堂也这样。他喜欢听布道，但其他活动让他感到无聊。他会收集赞美诗的作曲者的出生、死亡日期来计算他们的寿命，以此消磨时间。他认为，宗教人士应该因为他们的信仰和忠诚而得到回报。他假设赞美诗作者的寿命长于平均寿命，活得比平均年龄长对他来说是个很重要的目标。但是他发现，虔诚对长寿无所裨益。因为体会不到宗教对个人的仁慈和恩惠，沃伦开始对宗教有所怀疑。

不过，浴缸障碍赛和他所收集的赞美诗作者的信息教会了他一些其他的事情，一些有价值的事。他学会了计算概率。他环视周围，到处都存在可以计算概率的事物，关键就在于收集信息，你能够找到多少是多少，尽你所能。

[1] 金本位制下，政府财政部所持有的黄金数量决定了流通中的美元数量。金本位制可以防

止政府大量印刷钞票触发通货膨胀的行为。——译者注

[2] “孤鹰”是指查尔斯·林德伯格，于1927年第一次成功地不间断飞行跨越大西洋。——译者注

休战纪念日

奥马哈，1936~1939

当沃伦于1936年开始在罗斯希尔学校读一年级的時候，他立刻就喜欢上了上学。¹至少，上学可以使他有一部分时间不用和母亲一起待在家里。学校为沃伦打开了一个全新的世界，而且他还很快交了两个朋友：鲍勃·拉塞尔和斯图·埃里克森。沃伦和鲍勃——沃伦叫他鲁斯——开始一起步行去学校。有时候，沃伦放学后去鲁斯家；还有些时候，斯图——他家住在一栋普通的木房子里——会去沃伦的新家，那是一座砖房子，在欢乐谷乡村俱乐部社区。沃伦每天放学后基本上都有事做，一直做到父亲下班回家。沃伦总是和其他孩子待在一起，他们让他觉得很安全。

沃伦和鲁斯会在鲁斯家的门廊前坐好几个小时，看着军事大街的来往车辆。他们在笔记本上一栏一栏地记下穿梭车辆的车牌号。家里人觉得这个癖好很奇怪，但认为这只是男孩子对数字的喜爱。他们知道沃伦喜欢计算车牌号上的数字和字母出现的频率。沃伦和鲁斯从未解释过他们这么做的真正原因。鲁斯家房前的街道是唯一一条进出社区的道路，道格拉斯县级银行就在这里。沃伦让鲁斯确信，如果某天银行被抢了，警察可以利用车牌号抓住抢匪。而只有他和鲁斯握有警察用以捉拿罪犯的证据。

沃伦喜欢收集、计算和记忆与数字有关的所有事情。他非常热衷于集邮和收藏钱币。他会计算字母在报纸和《圣经》里出现的频率。他喜欢看书，大把的时间都用来阅读从本森图书馆借来的书。

不过，车牌号游戏的反犯罪和戏剧潜力——这是他家里人和鲁斯从不曾了解的——折射出了沃伦的其他性情。沃伦喜欢扮演警察，喜欢能让他受到关注的几乎所有事情，包括扮演不同的角色。沃伦上幼儿园时，霍华德从纽约出差回家，会给沃伦和多丽丝带回戏服。沃伦会化身为印第安酋长、牛仔或是警察。他一踏入校门，就开始提出自己在戏剧方面的构想。

不过，沃伦最喜欢的是竞争性游戏，即使他只和自己竞争。从弹珠浴缸障碍赛到悠悠球，再到波洛球游戏——用橡皮筋将球从木板上发射出去，如此反复多次。每逢周六晚上，在本森剧院，在播放不同电影之间的空隙，沃伦会和其他孩子站在台上比赛，看谁能让球滚得更远。最后，其他人都走下台，筋疲力尽，只有沃伦一个人在台上，继续玩儿着波洛球。

沃伦和伯蒂关系特别亲密，他喜欢逗她。沃伦喜欢叫伯蒂“胖乎乎”，因为这会令伯蒂气急败坏；沃伦还会捉弄伯蒂，让她在晚餐桌上唱歌，这可是有违家规的。沃伦和伯蒂一起玩儿游戏，²但通常不让她赢，即使伯蒂比他小3岁。不过，沃伦也有温柔的一面。当伯蒂对母亲感到恼火的时候，她会把自己很宝贝的迪迪娃娃扔到废纸篓里。一到这个时候，巴菲特便会把娃娃“救”出来，拿回伯蒂的房间。“我在废纸篓里发现了这个，”他说，“你不想让它待在废纸篓里，是吧？”即使伯蒂只是一个孩子，她也知道她的哥哥行事如何老练、如何有技巧。

从另一方面来说，伯蒂非常自信，无所畏惧，多丽丝和沃伦认为，这可能是利拉很少对伯蒂发火的原因。伯蒂对此有自己的看法，她认为是因为自己能一直保持被利拉重视和喜欢的样子。

对利拉来说，最重要的是他人的尊重，这是沃伦后来慢慢称为“外部分记分卡”的东西。利拉总是担心邻居们的想法，然后唠叨着女儿们要穿着合适、言行得体。“为了做事得体，我总是小心翼翼，我不喜欢这样。”对利拉的长篇絮叨，伯蒂如是说。

多丽丝性格叛逆。从小时候开始，她就表现出优雅细腻的品位，且容易进入兴奋状态。这使她不同于沃伦的稳重路线和吝啬作风。奇异、时髦和新颖的东西会吸引她，而她的母亲则显得谦虚、朴素，不重打扮。因此，多丽丝看上去被认为大大冒犯了母亲，这两人经常不和。利拉偶尔发作的脾气似乎不逊于从前。多丽丝出落成了一个漂亮的姑娘，而“她越漂亮”，沃伦说，“情况就越糟糕”。

沃伦很早就懂得与人相处的诀窍，但同时，他也是一个好强和早熟的孩子，智力很不错，但体育方面欠佳。8岁的时候，他的父母送了他一套拳击手套，他上了一堂拳击课之后就再也没有戴过它们。³他学过溜冰，但是他的脚踝发抖。⁴他没有加入其他男孩的街头游戏，即使他喜欢运动，协调性也不错。他唯一不厌恶的运动是打乒乓球。巴菲特家买回

一张乒乓球台后，沃伦会没日没夜地在球台上打球，对手是任何和他玩儿球的人——父母的朋友、学校的同学——最后练到他的球极有杀伤力。如果有人看不起他，沃伦很容易大哭；他一直很努力地想要得到他人的喜爱，并和他人融洽相处。尽管沃伦总是很快乐，但他的朋友还是感到他身上有一种孤独。

1937年，巴菲特家给三个孩子拍了一张合影。伯蒂看起来很高兴，多丽丝则一副可怜兮兮的苦恼样。沃伦的样子——手里紧紧抓着他的最爱，一个外面镀镍的零钱罐，他的姑姑艾丽斯送他的礼物——看起来远远没有圣诞节应有的快乐。

沃伦8岁的时候，斯塔尔家又发生了不幸的事，这使得利拉更下定决心，要让巴菲特全家看起来就像是典型的完美家庭。利拉的母亲斯特拉的状况恶化，家里把她送到诺福克州立医院，即内布拉斯加精神病院，利拉的外祖母就是在这家医院过世的。⁵利拉的姐姐在医院里也住了三个月，阑尾穿孔之后，她差点儿死于腹膜炎。之后，伊迪丝决心结婚，继续过日子。她嫁给了一个让她开心但背景可疑的男人。这并没有改变利拉对姐姐的不良印象，对利拉而言，她姐姐似乎对冒险的兴趣总是大于对责任的兴趣。

与此同时，霍华德被选入校董事会，一个令家里人感到自豪的新角色。⁶巴菲特家在进步，而斯塔尔家在后退，在这种交叉混杂中，沃伦大部分时间都待在外面。他四处拜访邻里，和其他人的父母交朋友，在他们家里听政治演讲。⁷散步的时候，沃伦开始收集瓶盖。他到镇上所有的加油站，从冰柜下面收集瓶盖，因为顾客们“砰”的一声打开汽水后，瓶盖都会落到冰柜下面。在巴菲特家的地下室，瓶盖堆得越来越多：百事、草根啤酒^[1]、可口可乐和姜啤汽水等的瓶盖应有尽有。沃伦着迷地收集着瓶盖。免费的信息到处都是，无人问津——没有人想要这些东西！沃伦觉得这是一件让人吃惊的事。晚饭过后，他在客厅地板上铺满报纸，然后把收集的瓶盖摊放在上面，开始分类、计数，分类、计数……⁸数字告诉他哪一种软饮料更畅销。不过，沃伦同时也很享受分类、计数的过程，他把这当作放松的方式。当他不摆弄瓶盖的时候，他喜欢整理收集的钱币和邮票。

学校是最让他感到无聊的地方。沃伦和鲍勃·拉塞尔、斯图·埃里克森同在西克斯顿小姐的四年级班，为了打发时间，他玩儿数学游戏，在脑子里数数。不过，他喜欢地理，并发现拼字是件让人兴奋的事，尤其

是“拼字比赛”——6个一年级学生和6个二年级学生进行比赛。获胜的一方可以和三年级学生再进行比较，以此类推。理论上来说，一年级学生可以连胜5场，最终击败六年级学生。

我想在拼字比赛中超过多丽丝，而伯蒂想超过我。

唉，巴菲特家的三个小孩都非常聪明，他们想的超越从未发生过。

还没有什么事能像这件事一样吸引我们。

沃伦喜欢拼字游戏，但是除了在黑板上演算算术题之外，没有其他东西能刺激他的学习欲望。从二年级开始，学生们都会跑到黑板前比赛，一次两人。一开始，他们在规定时间里比赛加法，然后是减法，最后是乘法和除法，把自己计算所得的数字在黑板上写下来。沃伦、斯图和鲁斯是班里最聪明的学生。一开始，他们得分相同，但一段时间之后，沃伦略有领先；又过了一段时间，沃伦又领先了一些。⁹

终于有一天，西克斯顿小姐请沃伦和斯图放学后留下。沃伦的心怦怦直跳。“我们在想，我们到底做错了什么。”斯图说。西克斯顿小姐没有责骂他们，相反，她请他们从教室一边的4A区换到了另一边的4B区¹⁰——他们跳了半级。鲍勃·拉塞尔被甩到了后面，拉塞尔太太对此很生气，满嘴抱怨。

沃伦仍和斯图、鲍勃保持朋友关系，但和他们分开交往：和以前一样，虽然他们都是他的朋友，但斯图和鲍勃之间并不是真正的朋友。

沃伦准确掌握细节的爱好继续在发展。他的父母和朋友（都叫他“沃伦尼”）在他的聚会游戏上都会被踢出局——游戏是说出州首府的名字。读五年级的时候，沃伦已经完全沉浸于1939年《世界年鉴》中，这本书很快就成了他最爱的一本书。沃伦记得每个城市的人口数。他开始和斯图比赛，看谁说出的人口超过100万的城市数量多。¹¹

不过，在某一天晚上，可怕的肚子痛令沃伦无法看《世界年鉴》和玩儿瓶盖。医生上门进行了诊治，然后就回家了。但是，医生对这次上门诊断不放心，又回头把沃伦送到了医院。就在那晚，沃伦因阑尾穿孔接受了手术。

医生差一点儿就耽误了沃伦的病。沃伦在教会医院躺了几周，病情不轻。不过在修女的照顾下，他很快就发现医院是一个舒服的避难所。当身体开始恢复的时候，其他的乐趣也随之而来。《世界年鉴》被带过来供他学习。他的老师让班里所有的女孩给他写慰问信。¹²非常了解自己外甥的伊迪丝姨妈给他买了一套指纹识别玩具。他很懂得怎么玩。他哄诱每个顺路来到他房间的修女，让她们的手指蘸上墨水，提取指纹。回家后，沃伦把收集到的指纹仔细地整理好。家里人觉得他的这个行为非常有趣。有谁会想要修女的指纹？但是，沃伦的理论是，修女中终有人会犯罪。而如果这事发生，只有他，沃伦·巴菲特，有线索识别罪犯的身份。¹³

出院后不久，1939年5月的一天，天气异常寒冷，刮着风，父母亲让沃伦穿戴整齐。然后，他的祖父出现了。身着威严的单排扣西服，欧内斯特·巴菲特就如画中那备受尊重的人物，非常符合其奥马哈扶轮社主席的身份。

欧内斯特和孩子相处很有一套。尽管他很严厉，但是他喜欢哄他的孙子孙女们。伯蒂很崇拜他。“我们今天要去芝加哥，沃伦。”欧内斯特宣布。他们登上火车，去看芝加哥小熊队和布鲁克林道奇队的比赛。这是一场持久、难分高下的棒球赛，双方打成9：9，最后因为天色太黑而停止比赛。整场比赛持续了4小时41分钟。¹⁴在沃伦首次观看了美国职业棒球联赛后，欧内斯特给沃伦买了一本价值25美分的介绍1938年棒球赛季的书。沃伦激动不已，至今还记得这本书。

对我来说，那是我最珍贵的一本书。我知道了每个队的每个球员的经历，我可以清楚地告诉你书中的每一个字，我在梦里都想着这本书。

沃伦的姑姑艾丽斯给了他一本关于桥牌的书——这本书可能是卡伯特森的《桥牌全攻略》。¹⁵桥牌是一种社交性的心理游戏，玩儿游戏的时候，发现问题和解决问题一样重要。在当时，桥牌风靡全美，沃伦发现，这个游戏比国际象棋更适合他。¹⁶

沃伦的另一个兴趣是音乐。他学小号学了好几年，他的偶像包括小号手巴里·贝里根和哈里·詹姆斯。虽然玩儿音乐就意味着要和母亲待在家里——沃伦得努力取悦一个根本哄不高兴的人——不过，沃伦还是持之

以恒。在经受利拉长时间、令人讨厌的尖刻评论之后，他获得了回报：被选去参加学校的休战纪念日典礼。

每年11月11日，第一次世界大战达成停战协议的周年纪念日，罗斯希尔的全体学生都要到体育馆举行典礼，以纪念战争中牺牲的战斗英雄。在学校的这项传统中，小号手们会站在体育馆边上的门口，一个接一个地用小号吹出旋律。

沃伦的小号吹奏技术足以令他胜任吹奏其中的一部分。典礼当天早上起床后，一想到要在全校面前演奏，沃伦就很高兴。重要的时刻来了，他也准备就绪。

沃伦拿着小号站在门口，第一名小号手开始吹响音符，但是，在吹第二个音的时候，这位小号手吹错了。

我傻眼了，因为我不知道要怎么接着吹。他们没让我作这种准备。这可是我的重大时刻啊。

沃伦本应重复吹奏第一名小号手的段落，可是现在沃伦是应该重复第一位小号手的错误，还是吹得和他不同，令他难堪？沃伦觉得自己完了。这一幕永远烙在了他的记忆中，但他却记不得之后的行动。数年之后，他接下来的反应和行为——假设他还是吹响了号——已经变成了一片空白。

沃伦学到了一个教训：正如这次小号演奏一样，生活可能看起来很简单——但是，当另一个家伙吹错的时候，情况就不是这样了。

[1] 草根啤酒，美国人常喝的一种用植物根部酿造的无醇饮料，有点儿像可乐。——译者注

8

1 000招

奥马哈，1939~1942

沃伦·巴菲特首次挣得的几美分来自销售口香糖。从6岁第一次卖口香糖的那刻开始，他就表现出对顾客毫不让步的态度，这大大反映了他后期的风格。

我有一个小小的绿色盘子，里面被分成了5个部分。我很肯定是我的伊迪丝姨妈给了我这个东西。这个东西能分装5个牌子的口香糖，黄箭、荷兰薄荷、绿箭等等。我从我的祖父那里买上几包，然后逐门逐户地向邻居推销这些东西。我过去经常在晚上做这件事。¹

我记得有一位名叫弗吉尼亚·麦考布里的女士说：“我要买1片黄箭。”我说：“我们不拆着卖。”我的意思是我有自己的原则。直至今日，我依然记得麦考布里夫人说她想要1片。不行，只能一包5片一起卖。5片5美分，而她想在我这里花1美分。

做成一笔买卖是很诱人的事，但是还不足以诱惑沃伦改变心意。如果他卖1片给麦考布里夫人，那他就得把剩下的4片卖给其他人，1片口香糖不值得这么做或冒这个险。每卖一整包，他能赚2美分。他可以用手拿着这些钱，沉甸甸的，实实在在的。它们就是滚动的资金雪球的最初几片雪花。

沃伦愿意拆开可口可乐的红色包装箱，在夏天的晚上挨家挨户地叫卖。他跟家人度假时也一直卖，向那些在奥科博吉湖岸边晒日光浴的人兜售。汽水比口香糖赚钱多了：每6瓶汽水，他能挣5美分。沃伦把挣来的硬币自豪地塞进挂在腰带上的一个棒球场形状的镀镍零钱罐。当沃伦一家家售卖《星期六晚邮报》和《自由》杂志的时候，他也带着这个东西。

零钱罐让他觉得自己很职业，它代表着买卖过程中沃伦最喜欢的一个环节：收藏。虽然他主要收藏瓶盖、硬币和邮票，但他也收藏现金。他把硬币放在家中的一个抽屉里，有一次里面增加了20美元——父亲在

他6岁时给他的钱——所有这些都记录在一个小小的栗色银行存折上，这是他的第一个银行账户。

到沃伦快10岁的时候，他和斯图·埃里克森开始在爱姆伍德公园的高尔夫球场卖二手高尔夫球——直到警察接到举报把他们赶出球场。不过，当警察把这事儿告诉沃伦父母的时候，他们对此并不担心。他们认为自己的儿子只是有点儿野心勃勃。据他的姐妹说，作为巴菲特家的唯一男丁，早熟的沃伦带有某种“光环”，能够躲避掉很多讨厌的惩罚。²

10岁的时候，沃伦找到一份在奥马哈大学橄榄球比赛期间售卖花生和爆米花的工作。他穿行于看台，高声叫卖：“花生——爆米花，5美分——5美分——5美分，买点儿花生、爆米花吧！”当时正在进行1940年总统大选，沃伦收集了很多不同的温德尔·威尔基和查尔斯·麦克纳里的胸章，他把这些东西别在短袖上，他最喜欢的一句话是：“华盛顿不会，克利夫兰不可能，罗斯福不应该。”这影射的是富兰克林·罗斯福触犯众怒的第三次竞选决定——至少对巴菲特家的人来说是这样。虽然美国宪法当时对任期没有限制，但美国人民抗拒“帝国总统”思想，至今依然如此。³霍华德认为富兰克林·罗斯福是一个通过哗众取宠而获取民意的暴君。富兰克林·罗斯福再连任4年的想法几乎让他作呕。

虽然霍华德发现就自己的偏好来说，温德尔·威尔基太过自由化，不过他仍然期盼有人把罗斯福给“干掉”。追随父亲政见的沃伦喜欢在体育馆炫耀自己的威尔基和麦克纳里胸章。之后，他的经理把他叫到办公室，告诉他：“把胸章摘下来，否则，你会激怒罗斯福的支持者。”

沃伦把胸章收回围兜里，里面的1角和5分硬币卡在了胸章的后面。当他在比赛之后向经理汇报工作的时候，经理让他把袋里的东西都拿出来，胸章以及其他所有东西。之后，经理把这些东西一股脑儿地从柜台上拿走，全部没收。

这是我经商的第一课。我难过极了。

当罗斯福前所未有地第三次连任之后，巴菲特家更难过了。

虽然政治是霍华德的主要兴趣，赚钱次之，但对他的儿子来说，这两个兴趣的地位却是相反的。沃伦一有机会就去父亲的办公室转悠——办公室位于古老、宏伟的奥马哈国民银行大厦——读《巴伦周刊》上的

《交易者》专栏文章，看父亲书架上的书。他经常待在哈里斯·厄汉公司的客户房间。这家地区性股票经纪公司所在楼层比霍华德的办公室低了两层。在这家公司，沃伦发现能够在“黑板上写东西”——在大萧条时期某个清闲的周六早晨，在黑板上写上股票价格——令他痴迷不已。市场在周末仍然会交易两个小时。客户房间里围成半圈的椅子上坐满了人，心情压抑的人们无事可做，无精打采地看着电子显示器上爬动的数字。⁴有的时候，有人会跳起来，从这部许久不动的纸带打点器里面撕扯出一些纸带。沃伦和叔公弗兰克·巴菲特以及舅公约翰·巴伯一起来这里。弗兰克不喜欢与人往来，在追求亨丽埃塔（已过世很久）时，输给了欧内斯特，为此伤透了心。⁵这两位长辈一直以来都只习惯于思考市场的单向趋势。

弗兰克叔公认为市场完全处于熊市，而约翰舅公则持彻头彻尾的牛市观点。他们争着吸引我的注意，想要证明自己是正确的。他们不喜欢对方，因此，彼此之间从不交谈。不过，我坐在他们中间，他们会和我交谈。我的弗兰克叔公认为世界上的一切都将崩溃。

每当有人走到椅子后面的柜台那里，说“23美元买进100股美国钢铁”，弗兰克叔公总会用低沉的声音说：“美国钢铁？它会跌到一文不值。”对经纪业务来说，这可不是一件好事。经纪公司不会把他赶出去，但是他们讨厌他待在这个地方，这个办公室可不喜欢卖空者。

夹在两位长辈中间的沃伦盯着那些模糊不清的数字。他看不清楚电子显示器上的报价，家里人因此发现他成了近视眼，并给他配了眼镜。沃伦注意到，数字似乎会根据自己的某种规律变化。虽然他的叔公和舅公都很热衷于把他拉到他们极端的立场，但沃伦注意到他们的看法和显示器上出现的数字没有任何联系。他决定找出其中的规律，但并不知道该怎么做。

弗兰克叔公和约翰舅公会争着带我去吃午饭，因为这意味着在某种程度上打败了另一个家伙。我和弗兰克叔公一起去古老的帕克斯顿酒店。在那里，我们可以花25美分买到当天的新鲜食物。

沃伦喜欢和大人待在一起，喜欢被他的长辈们争来争去。实际上，

他喜欢被任何人这样争抢。他渴望吸引家里亲戚和父母朋友的注意力，尤其是他父亲的关注。

霍华德在每个孩子10岁的时候都会带他们去东海岸旅行一次，这是孩子们一生中的重大事件。沃伦很明白自己想要什么。

我告诉父亲，我想做三件事。我想去看看斯科特邮票和钱币公司，我想去看看莱昂纳尔火车模型公司，我想去看看纽约股票交易所。斯科特邮票和钱币公司在第47街；去莱昂纳尔公司要走到第27街附近；去纽约股票交易所，就一路走到市中心。

1940年，华尔街开始从崩溃中复苏，但气氛仍然很压抑。华尔街的人就像一群艰难求生的“雇佣兵”，在大部分同行倒下后，继续战斗。他们谋生的方式似乎名声不那么好，因为人们脑子里对1929年崩溃的记忆依然鲜活。虽然他们并不会四处吹嘘，但其中有些人实际上非常优秀。霍华德·巴菲特把儿子带到曼哈顿下城，拜访了规模最大的经纪公司之一的负责人。小沃伦得以一窥这座碉堡的镀金大门里面的情形。

那次，我见到了西德尼·温伯格，华尔街最有声望的人。我父亲以前从未见过温伯格，他只是在奥马哈开着一家小小的经纪行。不过，温伯格让我们进去了，或许是因为跟着一个小孩子，我们大概交谈了半个小时。

在1929年的市场崩溃中，高盛将投资者误导入一场臭名昭著的“庞氏骗局”，名声扫地。作为高盛的高级合伙人，西德尼·温伯格用了10年时间艰难地恢复公司的声誉。⁶沃伦对这些事一点儿也不知道，他更不知道西德尼·温伯格是一个移民的后代，一开始是在高盛当小杂役，倒痰盂、清扫合伙人丝绸帽子上的灰尘。⁷不过，沃伦一进入西德尼·温伯格的胡桃木墙板办公室——办公室墙上挂着亚伯拉罕·林肯写的信件、文件原件，还有林肯的画像——他就确信无疑，自己正面对着一位大人物。在拜访的最后，西德尼·温伯格做了一件事，给沃伦留下了终生难以磨灭的印象。

我走出去的时候，他拥抱了我，说：“你最喜欢哪只股票，沃伦？”

到第二天，他也许会完全不记得这件事，但是，我会一辈子都记得。

巴菲特一直都记得，温伯格，这位华尔街的大人物，如此关注他，似乎很在意他的想法。⁸

离开高盛之后，霍华德带沃伦去了百老汇大街，然后穿过一片巨大的科林斯式的柱子，进入纽约股票交易所。在这个财富的殿堂，人们穿着颜色鲜艳的马甲，在钢铸的交易台周围大声叫喊着，潦草地写着。工作人员疾步前后奔走，纸片碎屑扔得满地都是。不过，交易所餐厅的一幕情景激发了沃伦的想象力。

我们在交易所和一个叫安特·摩尔的荷兰人一起吃午饭，他是股票交易所的职员，长得非常英俊。午饭后，一个人拿着个盘子走了过来，盘子里放着各种不同的烟草叶。安特·摩尔选出自己喜欢的烟叶，那人给他卷了一支烟。然后我想，是的，没有什么比这更好了——定制香烟。

香烟唤起了沃伦数学头脑的想象力。他对吸烟真的是毫无兴趣。不过，作个反向的逻辑推理，沃伦明白了雇用一个人做这样一件小事所隐含的意义。如果说花钱雇用这个人合理的行为，这势必意味着，即使全国的大多数人民依然深陷大萧条不能自拔，但这个卷烟工的老板正在大笔地赚着钱。沃伦马上就领悟到这一点。纽约股票交易所里的资金来源源源不断，就好像河流、喷泉、小瀑布和洪流，所以这里的交易员能够雇用一个人就干卷烟卷这么一件事，只为满足个人喜好。

就在那天，就在他看到那个卷烟工的时候，对未来的预期图景就此植根于沃伦的脑中。

当沃伦回到奥马哈的时候，他一直保留着这个预期，而如今他已足够成熟，可以设想自己的目标，并以更加系统全面的方式去实现目标。沃伦还是享受着普通男孩的娱乐休闲，打篮球、乒乓球，收集钱币和邮票。全家陷入对小个子、亲切的外祖父约翰·斯塔尔的哀悼——享年73岁，是沃伦生命中失去的第一位亲人。尽管如此，他还是满怀激情地工作，为了前方可预期的未来。他要挣钱！

钱可以让我独立。然后，我就可以用我的一生去做我想做的事情。而我最想做的事情就是为自己工作，我不想让别人主导我。每天做自己想做的事，这对我来说非常重要。

助他一臂之力的工具很快落入他的掌中。一天，在本森图书馆，一本书在书架上向他招手，银色的封皮闪烁着光泽，如同一堆钱币，暗示着其内容的价值所在。受到书名的吸引，沃伦打开这本书，立即就被迷上了。书的名字是“赚1 000美元的1 000招”，换句话说，能赚100万美元！

封面上有一张照片，一个小个子男人凝视着一大堆钱币。

“机会在敲门。”书的正文第一页这么写着，“在美国历史上，对于一个以小额资本开始创业的人来说，时机从未像现在这样有利。”

多有想法啊！“过去，我们都听到过大量关于时机的故事……和今天等待那些有胆识、有谋略的人的机会相比，昨天的机会根本不算什么。今天创造的财富会令亿万富翁奥斯塔和洛克菲勒的财富相形见绌。”这些文字描绘出一个天堂，浮现在沃伦·巴菲特的眼前，他更快地翻动书页。

“不过，”这本书警告说，“没有行动，就不可能成功。要赚钱就要开始行动……美国有成千上万想要发大财的人都无法如愿，因为他们都在等待。”行动！这本书如此劝诫，并说明了如何展开行动。《赚1 000美元的1 000招》里有大量实用的商业建议和赚钱的想法，以“金钱的故事”开篇，文字通俗易懂，文风亲切朴实，就像一个人坐在门廊上和朋友谈话。书的有些想法存在局限，如山羊奶酪业和玩具医院，但是很多都很实用。抓住沃伦的一个想法是本尼威特[1]秤。如果沃伦有一台称重器，他会一天称体重50次。他认定其他人也会付钱这么做。

称重器赚钱的道理很容易理解。我会买一台称重器，然后用利润买更多的称重器。无须太久，我会有20台称重器，每个人一天称50次。我想，钱就放在那儿呢。9钱又生钱，还有什么比这更来钱呢？

“复利”的想法深深触动了沃伦，这很关键。这本书告诉他，他可以挣1 000美元。如果以1 000美元起家，每年增长10%：5年内，1 000美

元会变成1 600多美元；10年内，会变成将近2 600美元；25年内，将超过10 800美元。

当固定增长率逐年变大的时候，数字会发生爆炸性增长，这就是一小笔钱如何变成一大笔财富的途径。沃伦可以清晰地构想这些钱的复利未来，正如他把雪球滚过草坪而让雪球变大的道理一样。沃伦开始从不同的角度思考时间。复利把现在嫁给了未来，如果若干年后，1美元成了10美元，那在他的脑子里，这两个数字之间没有任何区别。

坐在朋友斯图·埃里克森家的门阶上，沃伦宣布自己在35岁的时候将会是一名百万富翁。¹⁰一个孩子在萧条的1941年说出这种话，真是大胆放肆，而且听上去近乎是在犯傻。不过他的计算——还有那本书——表明这件事是有可能的。沃伦有25年的时间，他想要更多的钱。而且，他相信自己能够做到。他一开始挣到的钱越多，资金复利增长的时间越长，他实现目标的可能性就越大。

一年之后，他创造出实现梦想的关键因素。让家里人感到好玩和吃惊的是，到1942年的春天，沃伦已经有120美元了。

姐姐多丽丝被招募为合伙人，沃伦为自己和多丽丝买了城市服务公司的3股优先股，一共花了114.75美元。¹¹

我买的时候并不了解那只股票。

沃伦只知道那是父亲霍华德最喜欢的一只股票，很多年来他都在向客户推荐。¹²

那年6月，市场走势低迷，一路下行。城市服务公司的优先股股价从38.25美元跳水到27美元。沃伦说，在上学的路上，多丽丝每天都“提醒”他，他的股票正在下跌。沃伦觉得责任压力大得可怕。因此，当股票最后回升的时候，他以40美元卖出，为他和多丽丝赚了5美元。“那个时候，我才了解到，沃伦知道自己在做什么。”多丽丝回忆说。不过，城市服务公司的股价很快就高涨到202美元。沃伦学到了三个教训，并把这段时期作为他一生中最重要的时期之一。第一个教训是，不要过分关注股票的买入成本。第二个教训是不要不动脑筋地急于抓住蝇头小利。如果他能更耐心一点儿，他就能赚到492美元，他对此一直念念不忘。从他6岁开始，他干了5年活儿才积下120美元买了这只股票。沃伦意识

到，以那会儿从出售高尔夫二手球、在棒球场贩卖爆米花和花生中赚到的钱为基准来计算，要把“丢失”的利润赚回来，那得用好多年。他将永远、永远、永远地记住这个错误。

还有第三个教训，是关于投资他人资金的。如果他出现投资失误，那可能会有人因他而烦恼和不安。因此，他不想对其他任何人的资金负责，除非他非常确信自己会成功。

[1] 本尼威特，pennyweight，英美金衡单位。——译者注

沾油墨的指头

奥马哈、华盛顿哥伦比亚特区，1941~1944

沃伦已经11岁了。

1941年12月，一个星期日下午，巴菲特一家做完礼拜之后去了西点镇。在回来的路上，他们听到车上收音机里的播音员插播新闻说，日本袭击了珍珠港。事情的具体经过以及准确的伤亡人数当时尚不可知，但仅从这一事件来看，沃伦立即意识到世界将要大变。

沃伦父亲本已反战的政治观点一下子变得更为极端。霍华德和他的朋友们都认为罗斯福是一个好战分子，试图通过引诱美国人民加入又一次欧洲战争来实现独裁。他们认为，欧洲无力解决自己内部的琐碎争吵，其发展会导致严重的争端，因此必须让其在自己的火药筒里自行闷燃。

直到此时，罗斯福的引诱政策仍然无效。“国际合作”——别有居心的欺骗性借贷——租赁计划是为英国赤裸裸的战争提供礼物，既没有贷款，也没有租赁，这一计划被霍华德称为“老鼠洞计划”¹——以及和那个身材魁梧的英国人温斯顿·丘吉尔一起发表演讲，都未能阻止美国卷入战争。罗斯福曾告诉全美国人民——霍华德和他的朋友都认为他在说谎——“全国的父亲和母亲们，我向你们保证……你们的儿子不会被送往任何国外的战场。”²沃伦说，如今，霍华德逐渐相信，在这场不顾一切、孤注一掷的战争冒险中，罗斯福和他的军事首脑乔治·马歇尔已经决定“让我们加入欧洲战争的唯一方式就是让日本人攻击我们，不要把日本人的袭击消息告诉珍珠港的人”。这一想法在当时的保守人士中甚是普遍，霍华德对此尤其深信不疑，正如他对大部分事情的态度一样。

随后的春天，内布拉斯加共和党委派霍华德去干一件吃力的工作：找一位候选人竞选国会议员，对手是民主党颇受欢迎的时任议员查尔斯·麦克劳克林。根据家里人的说法，霍华德找不到愿意和这位非常受欢迎的民主党人竞争而牺牲自己的“羔羊”，因此，在最后一分钟，他在候选人名单上填了自己的名字。

霍华德发现自己被强行推到了竞选者的位置。巴菲特一家在电线杆上贴上简单的传单，上面写着“巴菲特竞选国会议员”。他们去乡村集市等地方分发传单。

他是最没戏的候选人，他憎恨发表公共演说。我母亲是一个很不错的竞选者，但我父亲是个很内向的人。

利拉是个很健谈的人，天生就知道如何调动一群人，也喜欢与人接近、与人打交道。巴菲特家的孩子们则四处宣传：“请投票给我爸爸好吗？”之后，他们就去玩儿大观览车。

接着我们做了一个简单的、15分钟的电台节目。我的母亲弹管风琴，我父亲则介绍我们：“多丽丝，14岁；沃伦，11岁。”我的台词是：“等一下，爸爸，我正在看体育版。”然后，我们三个合唱《美丽的亚美利加》，我母亲用她的小管风琴伴奏。

这并不是煽动人心的政治演讲，不过因为这个15分钟的电台节目，大家都开始争当竞选活动志愿者。

即使赢得了志愿者的帮助，霍华德还得克服自己对政治制度缺陷的悲观和死心眼儿的诚实。霍华德·巴菲特的政治纲领充满了可怕的警告，以及在那个时代中西部地区随处可见的对某些政要盲目服从的怒火中烧。霍华德要求投票人“给所有的怪人、妄自尊大者、眼线、密探、梦游症患者和社会势利眼买一张离开华盛顿的单程票”。

这种让人喷火的言辞掩盖了霍华德的亲切、睿智和某种天真的气质。多年以来，霍华德都会在口袋里放一张手写的纸片，一张柔软的旧亚麻纤维纸，纸片上写着：“我是上帝的孩子，我在他的手中。我的身体从来就不是永生的，但我的灵魂是不朽的。那么，我还担心和惧怕什么呢？”³

不幸的是，去奥巴马哈的大街上竞选时，在他唯一的儿子看来，霍华德几乎是在一字一顿、笨拙地宣讲他的想法。

竞选时，霍华德在破晓前很早就把已经12岁的沃伦唤起床，带他去南奥巴马哈的牲畜围栏场。铁路沿线分布的是奥巴马哈的主要产业，雇用着

近2 000人，其中大部分是移民。每年有超过800万头牲口⁴被火车运到肉制品生产大城市，并被生产成数十亿磅的包装商品。⁵南奥马哈曾经是一个城市，和市区的地理距离很短，但是文化上的距离却像是隔着一个大洲。数十年以来，那里都是种族问题孳生的温床。

沃伦在街区的一边蹑手蹑脚地走着，手握得紧紧的，紧张不安地看着父亲。霍华德因为小时候的一场小儿麻痹症而走路有点儿跛，家里人同时还很担心他的心脏状况。霍华德沿着街道下行，走近那些大块头、脸如刀削、身穿工作服的男人，他们正走向屠宰工厂，去上5点半的早班。看着父亲做的这一切，沃伦的胃都揪成一团了。

这些工人中的很多人在家都不说英文。最贫穷的人、黑人和新来的移民拥挤地住在寄宿房屋里和院子旁边的棚屋里。那些较有头脑和财力的人则设法进入附近的教区，住在屋顶斜度很大、分布在南奥马哈山上山下的干净小房子里：捷克人住在小波希米亚，塞尔维亚人和克罗地亚人住在古斯谷，波兰人住在G镇（之前的希腊镇）；希腊人很久前就离开了，他们的房子在1909年的反移民暴乱中全被毁了。

霍华德要接触各个工种的工人。在屠宰场最高楼层负责屠宰的专业屠宰工级别最高，而级别较低的工人则在下面的低楼层工作，清理骨头、熬制猪油和给牲畜配种。有一些妇女在切砍猪肉，灌制香肠，贴标签，给鸡拔毛，挑选鸡蛋。管理人员特别喜欢黑人女性，因为可以靠她们完成清理牲畜的头、尾、内脏的工作，而且工资比白人低。⁶她们清洗肠、膀胱、心、腺体和其他内脏器官，她们的手浸泡在水和内脏杂物里面，脚站在热得可怕、没过脚踝的血水里，分拣、盐腌并包装香肠。她们张着嘴，浅浅地喘气，以防排泄物微粒通过空气吸入肺里。⁷即使是最近刚落脚和地位最卑微的外来移民，或是男性黑人也不会走进内脏处理室，这不折不扣地成了黑人女性的“专业”。

这些男人和女人、黑人和白人，他们身上的每根毫毛都站在民主党一边。内布拉斯加的其他人可能反对新政——总统针对大萧条的治疗方案——但是对镇上的这些人来说，罗斯福仍然是一位英雄。不过，霍华德·巴菲特很有礼貌地把传单强塞进他们满是老茧的手里，传单尖锐地指责罗斯福是美国有史以来对民主党最大的危害。如果有时间能和工人们说上两句，霍华德会平静地解释为什么他总是投票赞成颁布那些屠宰工人都反对的法律。

霍华德是个政治狂热分子，但他既不傻也不疯。即使他把希望交到了上帝手里，他也有后备计划。沃伦并不是来这里学习知识的，也不是来帮父亲打架的，他的任务是，如果屠宰场的工人要揍他的父亲，他得狂奔着去找警察。

在这种情况下，理性的人可能会很疑惑霍华德到底要干什么。他的努力可能无法赢得一张选票。但是，显然，他感到自己有责任去见本区的每个潜在选民，无论这些人是否在意他的出现。

沃伦总是想着如何能全身而退，但他也从未跑去向警察求助。这可能只是因为运气或者是因为霍华德的风度体现了基本的礼貌。不过，巴菲特一家没有理由相信，这将扭转霍华德的失败者角色，即使他们这么认为，也无济于事。在1942年11月3日的选举日，多丽丝认定父亲已经失败，她去市区给自己买了一枚胸针，准备第二天上学时戴，这样她还有个盼头。“父亲写好了败选声明，我们9点左右就都上床睡觉了，因为我们从来不熬夜。第二天一早醒来，父亲发现自己竞选获胜了。”

霍华德对外交上的冒险主义很是怀疑，这不仅表现为其本身如贵格教徒般的怪僻人格，还表现为他严重的保守孤立主义立场。这种保守孤立主义曾经对中西部地区有过深刻和广泛的影响，这种思潮虽然最终衰落，但是“珍珠港事件”又令它复活了一阵。尽管罗斯福具有压倒性的受欢迎程度，不过工人阶层对他外交政策的支持在奥马哈暂时出现了动摇，正好够让霍华德战胜竞选对手，一位可能过分自信的对手。

第二年的1月份，巴菲特一家把邓迪的房子租了出去，坐上了去弗吉尼亚的火车。欧内斯特给了他们一篮包装精美的食物，同时告诉他们不要错上了其他的车厢，唯恐他们从同车的大兵身上传染上致命的疾病。

他们来到华盛顿的联合火车站，发现这个城市拥挤而且嘈杂。城里到处是拥挤的人群，其中大部分人都在新成立的大型战时政府机构里工作。军队征用了在可及范围内的一切建筑、办公室、椅子和铅笔，为搬进新落成的五角大楼作准备。五角大楼是世界上最大的政府办公大楼，在竣工的时候因为过大而显得有些与周围格格不入。那时候，不太结实的临时办公建筑排满了这个国家广场的每一寸土地。8

成群结队的新来者令当地人数增加了一倍。衣衫褴褛、头发蓬乱的黑人，穿过第14街大桥不断涌入。他们来自弗吉尼亚，逃离了南方贫困的烟草农场、棉花地和纺织厂，带着被诱惑的期待，希望在这个世界最繁忙的城市中找到工作。这群人中有的令人尊敬，有的一贫如洗，有的不谙世故。而随着这一龙蛇混杂的人群到来的，还有扒手、妓女、骗子和流浪者，他们把华盛顿变成了美国的罪犯首都。

19世纪笨拙的有轨电车摇摇晃晃地在水泄不通的街道上蠕蠕前行，车上挤满了政府工作人员。在电车的任何一处站台，都可能当地的居民在抗议示威，反对华盛顿运输公司雇用黑人。⁹不过，种族隔离的僵局开始慢慢地被打破。在黑人居住区的一家名叫“小宫廷”的自助餐厅里，霍华德大学的学生正在举行一系列的“午餐静坐”活动，抗议该餐厅不对他们提供服务的行为。他们占满了所有能占的餐桌，拒绝离开，最后成功地让这家餐厅关了门。¹⁰

巴菲特家的朋友雷歇尔¹¹——霍华德在股票经纪行结识的熟人——告诉他们，别住在华盛顿，形势很糟。他们得知，在弗吉尼亚，海军部的一个人刚好腾出一栋大房子。房子坐落在山上，山下是拉帕汉诺克河，房子旁边是查塔姆大宅，是当年弗雷德里克斯堡战役时北方联邦军队的总指挥部。山上的这栋房子有10个壁炉、规划齐整的花园，以及一间花房。虽然相对巴菲特家的风格来说这栋房子过于庄严，而且到华盛顿要一个小时路程，但他们还是暂时租下了它。霍华德在哥伦比亚特区租了一个小公寓，每逢周末才回大房子。内布拉斯加的国会代表团分派他到金融委员会工作，他很快就事务缠身，无暇他顾。他要开始适应，并学会当一名众议院议员的规则、流程和不成文的惯例。

利拉不久就开始坐车到华盛顿去找一处可长期安身的住所。自从他们家到了这里，她就经常急躁易怒，还时不时地说起奥马哈，非常怀念。离开奥马哈来到华盛顿的时机事后证明是不利的。利拉的妹妹伯妮丝开始有意无意地暗示她要自杀，而且还说如果家里人不把她送到诺福克州立医院——她妈妈斯特拉也住过这家医院——一切后果自负。伊迪丝现在负责照顾妹妹，她咨询了医生的意见。医生认为，伯妮丝想要和母亲住在一起，可能正在通过夸张的方式达成其目的。然而，他们显然又必须把自杀的威胁当一回事，因此，家里人把伯妮丝送进了诺福克州立医院。

斯塔尔家里麻烦事的细节很少当着孩子们的面讨论。每个孩子都在

以自己的方式适应着华盛顿的生活。15岁的漂亮的多丽丝感觉自己像《绿野仙踪》里的多萝西，刚刚离开黑白两色的堪萨斯，来到了多彩的魔法国度。她的生活完全变了。她成了弗雷德里克斯堡一带的美女，爱上了这个城镇。¹²利拉开始认为她的女儿想要跻身于上流社会，而这种企图与其身份并不相称。同时，她仍然会发表长篇大论，批评多丽丝。不过，到了这个时候，多丽丝在精神上已经抵触母亲的管制，并开始为自己的想法和个性而抗争。

12岁的沃伦在八年级度过了6周时间，在学业上，这个地方远远落后于他在奥马哈的课程。自然而然，他第一个本能的反应是去找一份工作。他在一个面包店工作，在那儿，他“几乎什么都不做，不用烘烤，也不用售卖”。在家的時候，举家搬迁这事让他烦躁和难过，因此，他想回奥马哈，他说一种奇怪的“过敏症”严重影响了他的睡眠，他称自己得站着睡觉。“我给祖父写了一些让人感伤和难过的信。他的回信大意是说，你们得把沃伦送回来，你们知道吗？你们正在毁掉我的孙子。”折中的结果是，沃伦坐上火车，回内布拉斯加去待了几个月。让沃伦高兴的是，他在火车上的邻座是内布拉斯加的参议员休·巴特勒。沃伦总能以他早熟的性格和年纪大的人融洽相处，他轻松地 and 巴特勒闲聊起来。在返回奥马哈的一路上，他的“过敏症”被抛诸脑后。

9岁的伯蒂很依赖祖父欧内斯特，她认为自己和祖父有一种特殊的关系。她很嫉妒沃伦，并带着对自己与祖父关系的自信，给欧内斯特写信：“不要告诉爸爸妈妈，但也请人来接我吧。”

对于伯蒂写的这些类似的信件，沃伦说：“别太在意，她装装样子罢了。”¹³

欧内斯特的回信说：“女孩子应该和母亲在一块儿。”伯蒂只得待在弗雷德里克斯堡，对哥哥总能“为所欲为”感到火冒三丈。¹⁴

沃伦回到罗斯希尔学校，又和朋友们聚到了一块儿。每天，他会在正午去父亲以前合伙人卡尔·福克的家里，享用卡尔的太太格拉迪丝为他准备的午饭——三明治和西红柿汤——以及对他和蔼可亲的招待。正如沃伦对朋友杰克·弗斯特的母亲和自己姨妈的态度一样，他很敬慕福克太太，¹⁵仿佛她是自己的母亲。

虽然沃伦和这些中年女性相处不错，但他很害羞，害羞到极点，同

龄的女孩让他感到紧张。即便如此，他很快就喜欢上了多萝西·休谟，八年级新班级里的一位女同学。他的朋友斯图·埃里克森喜欢玛吉·李·卡纳迪，另一个朋友拜伦·斯沃森则喜欢上了琼·福格特。经过几周的商量之后，他们鼓起勇气邀请姑娘们看电影。¹⁶但是，当沃伦走到多萝西家门口邀请她的时候，她父亲的应门声让他临阵退缩了。沃伦改变初衷，想争取多萝西的父亲成为一本杂志的订户。不过，最后，沃伦还是想方设法向多萝西发出了邀请，她同意了。

在约好的星期六，拜伦和沃伦共同赴约，因为他们都怕单独露面。这个下午就此拉开序幕：一行四人开始漫长的“跋涉”，经过一栋又一栋房子，在不太自在的沉默中，步行过数个街区，来到公车站。住在反方向的玛吉·李已经和斯图来到站台。大家一起上了车。在去市区的路上，男孩们红着脸盯着自己的鞋，女孩们则彼此轻松地交谈。到了电影院后，玛吉·李、多萝西和琼直接走到一排座位，三人挨坐到了一块儿。男孩们想在看两部恐怖片——《木乃伊之墓》和《猫人》——时和女孩亲近的计划落空了。他们也只得坐在一起。在观看两部电影的整个过程中，女孩们或咯咯笑，或发出尖叫，男孩们只能看着女孩们浅黑色的脑袋挤作一团。看完电影，他们去沃尔格林超市吃东西，又是一段痛苦的过程。之后，大家坐上公车，男孩们手足无措，开始约会的返程。约会的最后是走一段长长的路，把女孩子送回家。整整一个下午，男孩们几乎一句话都没说。¹⁷三个人都感到很丢脸，以至于他们过了好几年才重新鼓起勇气，去约会其他的女孩。¹⁸

不过，沃伦是“没了贼胆，尚存贼心”。他之后又喜欢上了班里的另一个女孩克洛-安·考尔，一个迷人的金发姑娘。但是，这女孩对他没兴趣。沃伦似乎根本无法使自己和女孩子的关系取得任何进展。沃伦又一次选择用赚钱来转移自己的失望。

祖父喜欢我总是想着怎么去赚钱。我过去常常在社区四处收集废报纸、杂志去卖。艾丽斯姑妈会带我去废品收购站，在那里，100磅废纸差不多能卖到35美分。

在祖父家里，沃伦看了满满一书架的过期杂志《新杂货商》，诸如“如何管理肉铺库存”这样的标题吸引住了他。到了周末，欧内斯特会让他在自己主宰的“帝国”巴菲特父子杂货店里干活儿。杂货店有两层车库那么大，在舒适的邓迪中上层社区，杂货店那具有西班牙风格的瓷砖

屋顶非常显眼。巴菲特杂货店一直是赊账买卖，并负责送货。太太小姐们或是家里的厨子会拨打胡桃大街号码为0761的电话，把他们的采购清单念给店员听，店员会把他们的订单记下来。¹⁹店员在店里四处飞奔，在货架之间来回搬动木梯，爬上爬下地拿箱子、包和瓶瓶罐罐，在成堆的蔬菜水果中翻寻，把篮子装满。为了砍下一串香蕉，他们得用一把非常锋利的刀。店员还要跑到地下室去取顾客需要的泡菜和腌制品，这些东西都被冷藏 in 桶里，旁边放着成箱的鸡蛋和其他不易储藏的食品。所有这些货物都被装进篮子——夹层的店员用滑轮把篮子给升上去——称重计价并包装好，送到楼下。接着，巴菲特父子杂货店的橙色送货卡车会把这些东西送给奥马哈那些正在等待的家庭主妇们。

欧内斯特坐在夹层的桌子边上，俯看着店员的一举一动。店员们背后都管他叫“老头欧尼”。“他什么也不做，只是发号施令。”沃伦说，“我的意思是，他是一位国王。他对一切了如指掌。如果有客人进店，而没有受到应有的接待……他会捻动手指，店员就会遭殃。”欧内斯特只认“工作，工作，大量的工作”。他要保证自己所辖范围内的每个人都明确世上没有免费的午餐。他对此有很强的责任感，以至于有一次他给一个在店里打包、放置货物的男孩子2美分，让他去缴纳自己的社保金。给钱的过程还伴随了一场关于社会主义罪恶的半小时演说，欧内斯特说，这个男孩子应该充分认识到，邪恶的罗斯福及其政府所聘用的那帮教授们——穿花呢衣服、吸烟斗，来自常春藤联盟大学——正在毁灭这个国家。²⁰

欧内斯特离开夹层的唯一时刻就是当他看到一位体面的女士由司机开车送到店里的时候。他会疾步走下楼梯，抓过一张订货单，亲自接待她。欧内斯特会向这位女士介绍刚刚从夏威夷空运过来的新鲜鳄梨，还会分发薄荷棒棒糖给她的孩子们。²¹店员习惯了这种区别对待，当看到霍华德的弟弟弗雷德不理睬利拉，转去接待另一位顾客的时候，利拉愤怒地大步离开，再也不到店里购物。从此以后，买东西的事都是霍华德来做。²²

沃伦如今感觉自己就像是店员中的一员，在老头欧内斯特的指挥下，在店里忙不迭地干活儿。在祖父店里工作，他觉得自己很像一名奴隶。因此他下定决心，自己的一生绝不会如此。

祖父让我做很多琐碎的杂事，有时我在底层干活，有时他让我

和他一起坐在夹层的桌边，计算战时的定量配额票——糖票、咖啡票。还有的时候，我躲在他看不到我的地方。

最糟糕的工作是他花钱请我和我的朋友约翰·巴斯卡铲雪。我们遇到了很大的暴风雪，地面积了足有1英尺厚、冻得非常硬的雪。我们必须铲掉几个地方的整整一层雪——顾客停车的路面、商店后巷、卸货点以及放着6辆卡车的车库周围。

我们干了大约5个小时——铲啊，铲啊，铲啊，铲啊。最后，我们甚至连指头都伸不直了。干完活儿，我们去找我祖父，他说：“嗯，我该付你们多少钱，小伙子们？1角太少了，1元又太多了！”

我永远忘不了那一刻——我和约翰面面相觑。

这样算出来的结果是——最高的工钱——铲雪：20美分/小时。

噢，不！这还是我们俩要平分的价钱，这就是我的祖父。

瞧，巴菲特家的人就是巴菲特家的人。不过，沃伦学会了一个值钱的教训：事先得搞清楚交易内容。²³

欧内斯特具有巴菲特家族的另外两大特质：对女性的冲动性情以及对尽善尽美的迷恋。在亨丽埃塔过世后，他曾有过两段短暂的婚姻，其中一次是从加利福尼亚州度假回来，和他刚刚认识的一位女士结婚。而在工作的時候，他的完美主义体现得淋漓尽致。巴菲特父子杂货店是奥马哈最古老杂货店的传承，而欧内斯特的苛刻风格全都表现为追求完美的顾客服务理念。他非常确定，正在侵入社区的全国折扣连锁店只能是昙花一现，因为它们从未能提供可以与杂货店匹敌的服务水平。在这段时间的某个时候，欧内斯特自信满满地给他的一位亲戚写信：“连锁店的日子完了。”²⁴

假如巴菲特父子杂货店的面包卖完了，欧内斯特宁愿让沃伦一路小跑到附近的Hinky Dinky超市去买零售面包，也不愿让他的顾客失望而归。沃伦并不喜欢这个差事，因为他一进入超市就会被认出来。当他悄悄穿过超市的时候，超市的店员会拖长声音大声叫他，“你好——巴菲特先生！！”声音大得所有人都能听见。沃伦怀里都是面包，“尽量不太招眼”。欧内斯特很憎恨Hinky Dinky，这家超市和欧内斯特在邓迪的主要

竞争对手萨默斯都是由犹太人经营的。向竞争对手付这么多钱已经让他感到心痛，更何况是给犹太人。和20世纪中期以前美国的大部分地区一样，奥马哈实际上存在着宗教和种族歧视。犹太教徒和基督徒基本过着隔离的生活，有各自不同的社交俱乐部、市民社团，很多行业拒绝接受犹太人，或者不雇用他们。在公开场合，欧内斯特和霍华德用“爱斯基摩人”^[1]这个词对犹太人进行攻击性评论。因为在当时的社会，反犹似乎是理所当然的，因此，沃伦对他们的反犹立场也未多想。

实际上，对沃伦而言，欧内斯特是一位权威，只有在上学，以及每周六祖父让他在送货卡车上工作几小时的时候，他才能逃离权威的监督。从卡车上往卸货让人筋疲力尽，沃伦开始明白自己有多讨厌体力劳动。

有个司机叫埃迪，我以为他有100岁了。当巴菲特父子杂货店开始送货业务的时候，他就开着一辆小型卡车，不过他可能只有65岁。

他有一套最疯狂的运输路线——先去本森，然后开上5英里，回到邓迪，放下某位顾客购买的食物杂货，然后又回到本森。所有这一切都发生在战时实行汽油配额期间。我问他这么做的原因，他露出一副恶心的表情说：“如果时间足够早，我们也许可以碰上她脱衣服。”

沃伦一开始搞不懂这个暗语指的是什么。“早上，他亲自把食物杂货送到房子里，而我则去搬那24个被退回商店的苏打水空瓶子。埃迪借送货之际，去那里色迷迷地偷看最漂亮的顾客考尔太太，想看她脱衣服。”考尔太太是克洛-安·考尔的母亲。当沃伦在那里搬空苏打水瓶子的时候，克洛-安没注意到他。“在百货店曾经工作过的人中，我可能是薪水最低的。除了知道自己不喜欢苦力活儿外，我什么都没学到。”

沃伦把他争取独立的家庭战斗带到了欧内斯特的周日晚餐桌上。打出生以来，他鄙视一切绿色的东西，除了钱。在意识观念之战中，花椰菜、抱子甘蓝、芦笋像步兵一样排列在他的餐盘里。沃伦在父母那里一般都能随心所欲，但是，欧内斯特可不会容忍沃伦的任性。艾丽斯试着哄劝她的侄子，欧内斯特却在餐桌的另一边怒瞪着沃伦，等啊，等啊，等沃伦把他盘子里的蔬菜吃完。“你坐在桌边用两个小时吃完芦笋，但最后总是他（祖父）胜出。”

不过，在其他大部分日子里，待在欧内斯特店里给了沃伦最大限度的自由。在仓库里，沃伦发现了多丽丝的Schwinn牌自行车，上面还有她的名字——这是欧内斯特送给多丽丝的礼物，当他们去华盛顿的时候，这辆自行车被留在了奥马哈。沃伦说，“你知道，那个时候，一辆自行车可是一件相当贵的礼物。”他开始骑多丽丝的自行车。一段时间之后，沃伦把自行车卖了，用来支付男孩骑的自行车的首付款。²⁵没有人对此说什么，沃伦拥有这种“光环”。

欧内斯特以他的方式宠溺着沃伦。夜里，沃伦和欧内斯特带着“虔诚和崇敬之心”，一起收听欧内斯特最喜欢的电台主持人小福尔顿·刘易斯的节目，这位主持人经常详细阐述一个主题，即美国不应该卷入国外的战争。欧内斯特对此非常认同。

在小福尔顿·刘易斯为他的保守能量充电之后，欧内斯特会整理自己对正在撰写的畅销书的最新想法。他决定把书名叫作“如何经营杂货店和我从钓鱼中学到的知识”，因为他认为这两件事是“人类确实需要关心的两大主题”。²⁶

夜里、下午早些时候或者傍晚，我会坐在那里，我的祖父口述，由我书写。我把内容都记在旧账本的背面，因为我们从来不浪费店里的任何东西。祖父认为这是一本全国人民都在期盼的书。我的意思是，他认为写其他的书完全没有意义，比如《飘》或任何类别的书。对所有人而言，在读《如何经营杂货店和我从钓鱼中学到的知识》这本书的时候，他们为何会想去看《飘》呢？²⁷

沃伦喜欢这本书的全部，或者说是几乎全部。他非常高兴能够回到奥马哈，和他的祖父、姨妈、姑姑、朋友们重聚，以至于有一段时间，他几乎完全把华盛顿抛到了脑后。

几个月后，沃伦家的其他成员开了3天车到内布拉斯加过夏天，住进了租的一栋房子。他们的手头有点儿变紧了。之前，屠宰场只是霍华德一部分选民的安家之所。不过，每当风从南部吹来，那股浓烈的臭味也穿过城镇，这个时候，所有的奥马哈人都知道——这是钱的味道。霍华德如今已经买下了南奥马哈饲料公司，以改善他众议员低工资的现状。沃伦去这家公司为他父亲工作。

南奥马哈饲料公司是一个巨大的仓库，看上去有几百英尺那么长，没有空调。我的工作是把50磅重的动物饲料包从货运汽车上搬进仓库。货运汽车里堆满了饲料包，你无法想象货运汽车有多大。真的是一个大家伙！有个叫弗兰基·齐克的家伙轻松地把这些东西搬来搬去，像个举重运动员。我穿着一件短袖衬衣，因为天气非常热。我吃力地用手抓住这些饲料包，拖着它们走。到中午的时候，我的胳膊都现出了血痕。这个活儿大概会持续3个小时，然后，我才步行到车站，坐车回家。体力活儿是笨蛋干的工作。

夏天结束之前，巴菲特一家去奥科博吉湖度了一次短假。当他们离开的时候，多丽丝发现沃伦卖掉了她的自行车。但是，因为家里处事不公，沃伦再一次不用承担任何后果。实际情况是，当夏天结束的时候，沃伦的父母强迫闷闷不乐、一脸严肃的沃伦坐火车回华盛顿，而他用“赃款”给自己买的那辆新车也一起带回去了。多丽丝对此怒不可遏。不过，偷卖多丽丝的自行车只是一个标志性开始，沃伦的所作所为迫使父母最终采取了强制命令。

回到华盛顿，巴菲特一家搬进了Fitchous，这是一栋很漂亮的殖民风格的两层白色建筑，位于华盛顿春谷郊区，院子里种有一棵合欢树，从马萨诸塞大街右转即到。春谷是一个建于1930年的限制性社区[2]，供“社会名流和政界要人”居住。28建筑风格包括石制都铎式建筑，以及和巴菲特家房子一样的两层殖民风格的房屋。利拉在房子上花了17 500美元，包括添置家具的费用。沃伦住的是前卧室。邻居家里有几个男孩，都比沃伦年纪大。街对面住着基威尼一家。13岁的沃伦喜欢上了基威尼夫人——在当时沃伦的眼中，她是最具母性的中年女性。他说：“我对她非常着迷。”

整个社区很有国际化的感觉，里面住满了外交家。战时海军的女性成员组织志愿紧急服役妇女队29的总部就在美国大学哥特式风格校园的附近。巴菲特一家开始调整自己，以适应华盛顿的战时生活，这里和奥马哈天差地别。大萧条结束，这个国家最终变得繁荣昌盛，但是因为战时的配额制，钱越来越没用。每天的生活都用记分点和配给票来衡量：每月48蓝点购买罐装食品，每月64红点购买易腐食品，配给票用来买肉、鞋、黄油、糖和袜子。没有配给票，再多的钱也买不到肉，只有鸡

肉无须配给。黄油实行配给供应，而且供应不足，因此，每个人都学会把黄色的食物色素塞到无味的白色代黄油食品中。所有人都买不到新车，因为制造汽车及零配件的所有工厂都改为生产国防用品了。要想开车出去旅行一趟，你得集中全家的汽油供给票。爆胎会是一件大麻烦，因为汽车轮胎是当时配给最紧张的商品之一。

每天早上，霍华德坐公车沿着威斯康星大道走到头，到达乔治敦的M大街，然后转弯沿着宾夕法尼亚大道走，他在行政办公大楼附近下车，再步行到办公室。政府和外交机构膨胀，大街上到处是身着各色服装的人们，包括大批的文职人员以及穿制服的军人。

黑人女性一身做礼拜时的穿戴，一次又一次在美国国会大厦前举行示威活动，抗议南方地区滥用私刑。负责空袭警报事务的民防队员在社区街道巡视，检查所有房子是否都装有不透明的遮光窗帘。每个月有一两次，巴菲特家会被要求到地下室，关闭所有的灯，进行强制性的停电演习。

利拉从来到华盛顿的那天开始就不喜欢这里。她很想念奥马哈，也感到很孤独。霍华德完全埋头于他的新工作，和妻儿的距离越来越远。整个白天，他都在办公室工作；到了晚上，又看美国国会会议记录和立法材料。他的星期六都耗在办公室；还经常在星期日下午做完礼拜后，又回到办公室。

多丽丝现在就读于伍德罗·威尔逊高中，在这里，她又一次成为受欢迎的热门人物。伯蒂也在街坊四邻里找到一群和自己合得来的女孩，很轻松地和她们交上了朋友。沃伦的经历和他的姐妹们完全不同。他在艾丽斯·迪尔初级中学上学，³⁰这所学校位于华盛顿的最高点，可以俯视春谷、校后山谷里的黑人学校以及城市的其他地方。

沃伦所在班级的同学很多都是外交官的子女，是一个不同于以往的集体，比沃伦和如今失去联系的罗斯希尔的朋友都要优雅。一开始，沃伦很难交到朋友。他去参加篮球和橄榄球比赛，但是因为他戴着眼镜，在身体接触性体育活动中又缩手缩脚，结果都不成功。

我离开了我的朋友，又交不到新朋友。我对新班级毫不熟悉。我根本没有自信。我在运动方面并不差劲，但也不出色，因此就拿不到入场券。多丽丝和伯蒂都是漂亮女孩，引人注目，她们做得很

棒。长相漂亮的女孩不存在麻烦，因为全世界都会来适应她。因此，她们适应得都比我好，而且好得多了。这也让我有点儿心烦。

他的成绩一开始是C和B，之后提高到A，除了英文。“我的大部分成绩和我对老师的态度有关。我讨厌我的英文老师奥尔文小姐。³¹音乐课成绩一直以来就是C。”音乐老师鲍姆小姐是学校里长得最好看的老师。绝大部分男孩都喜欢她，但沃伦和鲍姆小姐相处真的很难，因为她在成绩单上写道，沃伦在合作、礼貌和自立方面还需提高。

我是班里年纪最小的。我喜欢女孩，不会躲着她们，但是我没什么自信。女孩子们在社交方面都比我成熟。当我离开奥马哈的时候，我们班里还没有人跳舞。而当我搬到华盛顿的时候，班里的人都已经跳了一两年的舞。因此，实际上，我根本赶不上。

沃伦12岁时候的举家搬迁剥夺了他一段重要的经历：艾迪·福格的舞蹈课。在奥马哈，每逢周五晚上，在美国退伍军人协会的礼堂里，艾迪·福格——一位矮个儿、胖胖的中年女士——让男孩女孩们按高矮次序排好队，然后让他们结对儿。男孩打着领结，女孩穿着束腰衬架裙。他们会练习狐步舞，跳华尔兹。在公众场合与年轻女士相处时，男孩子要学习如何当一名“绅士”，并努力用文雅的寒暄打破沉默僵局。他要牵起女孩的手，学会揽着她的腰，感觉她那和自己贴近的脸蛋。当两人和谐地移动舞步的时候，男孩第一次感受到想领着舞伴跳舞的愿望，并体会到其中的乐趣。通过很多次无伤大雅而又共同分享的窘迫和成功，男孩女孩最终唤醒了彼此的亲密感。沃伦此时感到毫无把握，自己被甩到了后面，在一群成长中的小伙子中，他是一个孩子。

沃伦的同班同学注意到，他对人友好，但是似乎很害羞，尤其是在女孩旁边。³²沃伦出生在8月，而且在罗斯希尔学校还跳了半级，因此，他比大部分同学都要小一岁。“我的处境一片混乱，那个时候，我和女孩相处非常笨拙，在一般的社交方面也如此。不过，和大人们打交道，我就做得很好。”

巴菲特家搬到春谷后不久，霍华德的朋友埃德·米勒——大人们中的一员——从奥马哈打来电话，他想和沃伦说话。

“沃伦，”他说，“我这边的情况非常糟。董事会让我清理掉华盛

顿哥伦比亚特区的仓库。这对我来说真是一件麻烦事。我们有好几百磅、成箱成箱的发霉玉米片和Barbecubes牌的狗粮。我现在的处境真是糟糕透了。我离华盛顿有1 200英里远，你是我在华盛顿商贸领域唯一的熟人。”

然后，他说：“我知道我能依靠你。实际上，我已经让我们仓库的人把那些玉米片和狗粮送到你的住所。无论你卖什么价，给我一半，剩下的归你。”

就这么一下子，这些大卡车开了过来，把东西装满了我们的车库、地下室和所有可以放东西的地方，最后我父亲都没法把车停进来了，什么东西都放不下了。

现在，这些东西是我的了。

嗯，你知道，我只要试着找出谁会需要这些东西，就能把它们卖出去。显然，养狗者需要狗粮。玉米片已经不能供人食用，因此，我想有些动物也许可以吃。我把玉米片卖给了一些养家禽的人。卖这些东西，我大概挣了100美元。³³当我把50美元寄给米勒先生时，他回信说：“你保住了我的工作。”

在奥马哈有一些特别好的人。当我还是个小孩子的时候，我总是喜欢和大人人们在一起，一贯如此。我会步行到教堂或者其他什么地方，之后，我就会去四处串门。

我父亲的一些朋友也特别好。他们在教区里讲《圣经》和不同的课，下课后也会来家里打桥牌。所有这些人对我都非常、非常好。他们都很喜欢我，都叫我“沃伦尼”。我从图书馆里借书，学习打乒乓球。他们知道我喜欢在地下室和他们一起玩，他们会带上我。

在奥马哈，我想做的事情都能实现。我在那里有个很好的定位。

当我们搬到华盛顿后，乒乓球台没有了，小号不吹了。还有童子军的各项活动，也没了。我们搬走后，所有的一切都结束了。

然后，我就抓狂了。

不过，我并不明白该怎么引导我的生活方向。我只是明白，与父亲参选获胜以前我所享受到的生活乐趣相比，在这里我的乐趣少掉了一大部分。

父亲带沃伦去参加了几场国会会议，之后，沃伦决定去国会当差[3]，不过，霍华德的职位还帮不上他。沃伦在切维-切斯俱乐部得到了

一份球童的工作，不过，他再一次发现体力活儿不适合他。“母亲在我的衬衣里面缝上毛巾，因为我得背着很重的包到处走。有时候，打高尔夫球的人——主要是女士——会对我心疼，会亲自背自己的东西。”他需要一份更适合他的技能和天赋的工作。

几乎从一出生开始，和巴菲特家的其他成员一样，新闻就是沃伦的生活中不可或缺的一部分，如同空气。他喜欢听新闻，而现在他进入了新闻发行行业，并发现自己很喜欢这一行。他自己找到了《华盛顿邮报》和《时代先驱报》的送报工作，其中一条路线送《华盛顿邮报》，两条路线送《时代先驱报》。《时代先驱报》的老板是茜茜·帕特森，是《芝加哥论坛报》出版商罗伯特·麦考密克的表亲。该报迎合右翼口味，憎恶罗斯福，几乎令总统夜不能寐，担心报纸第二天的内容。茜茜·帕特森和尤金·迈耶不和，尤金·迈耶是一位金融家，《华盛顿邮报》为他所有，报纸的每行字都支持罗斯福。

沃伦开始在春谷送报纸，范围在家的附近。“第一年，房子都隔得太远，我不是特别喜欢这样。你每天都得送，包括圣诞节。在圣诞节早上，全家都必须等我送完报纸。我生病的时候，母亲就帮我送，但钱还是归我。我房间里有很多罐子，里面都是50美分和25美分的钱币。³⁴之后，他又增加了一条下午的送报路线。

《明星晚报》属于华盛顿一个贵族家庭，是当时镇上的主流报纸。

每当下午，他就骑着自行车在大街上跑，从大大的车前兜里抓起报纸，然后扔出去。在快送完的地方，他得给自己壮胆。“塞奇威克家有一条凶狗。”

我喜欢一个人干活儿，这样我可以把时间用来想那些我想要思考的事情。华盛顿一开始让我觉得心烦意乱，但我一直待在自己的世界里。我可以坐在房间里想事，或者可以骑着车到处走，一边送报纸一边思考。

他脑子里琢磨的想法都是惹人发火的事。当他在艾丽斯·迪尔初级中学读书的时候，他的时间都用来把这些想法付诸实施。艾丽斯·迪尔初级中学的校长伯特·巴克斯叫得出每个学生的名字，对此她颇为自得。很快，她因为某个特别的原因而知道了沃伦·巴菲特。

到艾丽斯·迪尔初级中学的时候，我已经落后了。之后，我和别人的差距更大了。我对这个环境感到不满，心里憋火。我做无数的白日梦，我总在画一些图表——我会把股票走势图带到学校，对课堂上的东西从不上心。之后，我和约翰·麦克雷、罗杰·贝尔交上了朋友。然后，我就成了一个搞破坏的捣乱分子。

沃伦孩童时讨人喜欢的个性几乎消失得无影无踪。在某次课堂上，沃伦说动约翰·麦克雷和他一起玩儿象棋，而老师正在讲话，这就够让人讨厌了。在另一堂课上，沃伦切开一个高尔夫球，把某种液体倒入半个球中，然后喷到教室的天花板上。

男孩子们都开始打高尔夫球了。约翰·麦克雷的父亲在翠加隆俱乐部管理高尔夫球场，这个球场很有名，位于华盛顿市区，属于马乔里·梅里韦瑟·波斯特和她的丈夫约瑟夫·戴维斯，戴维斯当时是美国驻苏联大使。这一家有几十个用人，但主人们几乎从不在家，因此男孩子们都会跑过去，在9洞的高尔夫球场上打球。接着，沃伦说服罗杰和约翰跟他一起跑到宾夕法尼亚州的赫希，他们想去那里的一家著名高尔夫球场当球童。³⁵

我们在路上搭便车。在成功地走了150英里左右之后，我们到了赫希，停在一家酒店前。而我们犯了一个错误，那就是跟侍者吹嘘自己。

第二天一早，当我们下楼的时候，有一个身材高大的高速公路巡逻警官在等着我们，他把我们带到了高速公路巡视中心。

我们只好开始撒谎，说已经得到了父母的同意。有一部电传打字机一直在发送各种警报。我坐在那里想，很快就会有来自华盛顿哥伦比亚特区的警报，这个家伙就会知道我们在撒谎。我只想离开那里。

不知为何，他们的谎话很具说服力，巡警放了他们。³⁶“我们开始步行前往葛底斯堡之类的地方。我们运气不好，没有搭到便车。后来一辆卡车停下来，我们三个全塞到了驾驶室里。”他们当时吓坏了，只想回家。“卡车司机停在巴尔的摩吃饭，把我们分到了其他的卡车上。天色变暗，我们觉得我们没法活着离开了，但是他们把我们分别带回了华盛顿。罗杰·贝尔的母亲因为这事生病住院了。这让我感到非常内疚，因为

是我怂恿罗杰干这事的。我正在变成一个不折不扣的犯罪少年。”

那个时候，他还交了另一个朋友卢·巴蒂斯頓。不过，正像在奥马哈一样，他跟卢与罗杰、约翰分开交往。与此同时，沃伦的成绩比以往更差了，跌落到C和D，甚至D——英文、历史、美术、音乐——甚至连数学都得了C。³⁷“其中还包括一些预期我会得到好成绩的课程。”沃伦的老师发现他很固执、粗鲁和懒惰。³⁸有一些老师给了沃伦双黑叉，这表示特别差。这在当时真是有点儿不像话。那个年代，孩子们都会按照老师说的做。“我的情况很快变坏，我的父母绝望了，他们绝望了。”

他只在一门课上表现优异，那就是打字。华盛顿正在打一场笔头战，打字被认为是一项很重要的技能。

在艾丽斯·迪尔初级中学，在打字课上，字键上会有黑色的覆盖物，这样学生就不得不学着盲打。³⁹打字需要记忆力强、手眼协调性好。沃伦在两方面都很有天分。

我好像每个学期都在打字。我们每人都有手动打字机。你合上打字机，自然会听到“叮”的一声。

我是——至今为止——班里打字最好的一个，班里当时有20多个人。进行打字测试的时候，我总会第一个完成。这样当我合上打字机的时候，其他所有人都会停下来，因为当他们听到“叮”一声的时候，他们才刚刚开始。然后，他们就开始慌乱，想要更快些。就这样，我在打字课上能获得极大的乐趣。

沃伦把同样强烈的能量用到了他的3条送报线路上。他喜欢送报纸，仿佛他出生时手指就带着油墨。后来，卢说，“沃伦说服负责路线分派的经理——此人和沃伦性情相仿——把威彻斯特分给他”，威彻斯特属于高档的邓雷镇^[4]地区。沃伦成功了。威彻斯特属于成年送报人通常负责的区域。

这是一个绝好的机会。上流阶层的威彻斯特为荷兰的薇赫明娜女王所有。⁴⁰这条路线上有6位美国参议员，还有上校和高级法院的法官，都是大人物。这里还有奥维塔·卡尔普·霍比，以及物价管理局办公室的负责人里奥·汉德森。霍比太太来自得克萨斯州一个著名的出版世家，她到华盛顿来负责指挥陆军妇女军团。

“就这样，我一下就有了这笔大业务，当时可能也就是十三四岁的样子。我一开始只是在威彻斯特送《华盛顿邮报》。当我在威彻斯特送报的时候，我就不得不放弃早上的其他送报路线。我心里感到很难过。”沃伦和《时代先驱报》的经理关系发展得不错。“当我告诉他，我有机会在威彻斯特送《华盛顿邮报》的时候，这表示我得放弃春谷路线……他对我很好，不过，那时候真的是让人觉得有点儿伤心。”

到这个时候，沃伦认为自己已经是一个熟练的送报员了，不过他还要应对一个复杂的逻辑挑战。威彻斯特包括了5幢建筑，面积达27.5英亩。5幢建筑中有4幢相邻，有1幢独立成户。送报区域包括了两栋以上公寓楼，要穿过教堂大街，还有马林大街和沃里克大街。同时，沃伦还要把报送到威斯康星大道那边的一小片独家住宅。

我周日开始在威彻斯特送报，他们给了我一个本子，上面写着人名和他们的门牌号。没有培训期，册子也没事先给我。

他穿上网球鞋，掏出公车通票——每天花3美分，睡眼惺忪地坐上华盛顿运输公司的公车，连早饭也来不及吃。

我在凌晨4点半到了那里。成包成捆的报纸放在那儿，我不知道我究竟该怎么做。我不懂那些数字序列，什么都不知道。我坐在那里好几个小时，分类、捆扎报纸。

整件事就是一个灾难。我想，我究竟干了些什么？直到上午11点钟，事情才做完。

但是，我很努力，情况开始好转，我的速度加快了，活儿变得很轻松。

每天清晨，沃伦跑出门，搭上首班N2路公交车，前往教堂大街3900号的威彻斯特。他的公车通票号码经常是001号——每周第一个买通票的人。⁴¹如果他晚了一点点，司机都会习惯性地等等他。他会跳下车，跑过几个街区到威彻斯特。

沃伦找到了最有效率的送报路线，把本属无聊的重复性工作——每天递送几百份报纸——变成自己和自己的竞赛。

你看，在那段时间，报纸会比以前薄一点点，因为新闻用纸实行配给供应。36页的报纸，版面、厚度正合适。我拿着一捆报纸站在门廊的一端，抽出一份，把它展平，然后卷成圆筒形。接着，我会在腿上拍打拍打报纸，用手腕把报纸旋个圈，让它沿着门廊滑行。我可以让报纸滑出50英尺，甚至是100英尺。这有点儿考验技术，因为公寓的门离门廊的距离不一样。我一开始会先滑距离最远的。不过，这个手法可以让报纸停在离门只有几英寸的地方。有时，门口还有牛奶瓶，这就让事情更有趣了。

他同时还向送报客户推销台历，并发展出另一项副业。他让所有的客户拿出旧杂志，⁴²然后，检查杂志上的标签，通过查询从摩尔-科特雷尔——雇用他做杂志销售代理的一家很有实力的出版社——拿到的代码书，找到杂志订阅的到期时间。沃伦把订户资料整理成卡片，在杂志订阅到期后，他会上门拜访，向他们推销新的杂志。⁴³

因为威彻斯特在战时的人口流动性特别大，所以，沃伦最害怕的事就是顾客走人了，但却没有付钱，这样报纸的订阅成本就得由他承担。在有些人出现这种情况之后，沃伦开始给电梯小姐小费，好让他知道订户什么时候会搬走。后来，傲慢的奥维塔·卡尔普·霍比也拖欠订费了。沃伦想，因为她自己也有份报纸《休斯敦邮报》，所以她应该更理解送报员。但是，沃伦开始担心她也会“逃费”。

“我每个月都支付客户的订报费，一直都很准时；我也一直坚持上门送报。我有责任心，还因为提供了完美的送报服务而被赠予了战时公债。我不想让顾客的应付款越积越多。我对奥维塔·卡尔普·霍比用尽了各种法子——包括给她留纸条——最后只能在早上6点去敲她家的门，以在她走掉之前找到她。”沃伦在其他方面很害羞，但涉及钱的时候，他从不羞怯。当霍比太太开门的时候，“我给了她一个信封，这样她就不得不付我钱了。”

放学后，沃伦坐公车回到春谷，然后跳上自行车去送《明星晚报》。到了冬天，雨天的下午，沃伦有时会暂停送报，去朋友家。他总是穿着磨损的帆布运动鞋，鞋上全是洞洞，水会因此浸到他的脚踝。身上穿的特大号格子衬衣被浸得湿透了，皮肤因为寒冷而满是鸡皮疙瘩。不知为什么，他好像从来不穿外套。泛着母性的任何女士都会微笑着摇摇头，一脸怜惜地让沃伦穿上暖和的衣服，为他擦干雨水，让沃伦沐浴

1944年年底，沃伦填报了他的第一笔所得税——7美元。为了把税金降低到7美元，他把腕表和自行车作为业务支出费用加以扣除。他知道这么做是很有问题的，但是在当时，他没有其他省事的办法可以达到自己的目的。

14岁的时候，他已经完成了他最喜欢的书《赚1 000美元的1 000招》提出的第一步。他现在的储蓄总额大概是1 000美元。他对这个成绩感到非常自豪。到那时为止，在赚钱方面，他做得很出色。他知道，保持领先地位是通向目标的途径。

[1] 爱斯基摩人，该称呼是印第安人首先叫起来的，意为“吃生肉的人”，含贬意。——编者注

[2] 所谓限制，是指不允许犹太人购买这里的房子。——译者注

[3] 1839年开始，美国国会在全国范围内雇用高中生传送公文，做行政方面的工作，竞争很激烈。——译者注

[4] 邓雷镇是华盛顿西北部的一个高档居住区域，是华盛顿海拔最高处。——译者注

10 犯罪行为实录

华盛顿哥伦比亚特区，1943~1945

成绩差、逃漏税金和离家出走，这是沃伦在初中最小的麻烦事。他的父母并不知道这些，不知道自己的儿子正迈向犯罪。

嗯，当我搬到华盛顿之后，上八九年级的时候，我很抵触社会，不喜欢社交。我遇到行为不良的人，和他们一起聊天，做了我不应该做的事。我只是一味地做叛逆之事。我很不开心。

一开始是搞学校男孩子都搞的小恶作剧。

我喜欢印刷车间。我过去在打字课上计算字母和数字出现的频率，这是我一个人能做的事。你知道，我可以装配好打字机之类的东西。我喜欢打各种各样的东西。

我虚构了一个头衔：全美戒酒联盟主席，牧师保罗。我以这个头衔给人们写信，信上说我多年来在全国到处演讲关于酒的危害。在去往各处的时候，我的年轻助手哈罗德总陪着我。从哈罗德的身上，大家可以看到酒对人的危害。他会站在讲台上，拿着一品脱酒，流着口水，无法理解喝酒对自己有什么影响，非常可怜。接着，我会说，不幸的是，年轻的哈罗德上周去世了，我们都认识的一位朋友建议说你也许可以代替他的位置。¹

沃伦相处得最舒心的朋友支持和鼓励了他的叛逆冲动行为。他和几个新朋友，唐·丹利和查理·特龙，喜欢在新开的西尔斯商店外转悠。这家商店在邓雷环岛附近——内布拉斯加大道和威斯康星大道交叉口——是一处令人大开眼界的现代设计，位于邓雷镇中心，而邓雷镇是华盛顿第二大古老的生活区。在西尔斯商店起伏的金属房顶上，“西尔斯”的字母和成人一般高，它的房顶比人行道要高出好几层楼。²在房顶上的西尔斯招牌后面，隐蔽着一大新奇之物：一个开放的停车场。这个地方很快就成了高中生停车和约会的场所，同时也成了所有初中孩子们逗留玩耍

的地方。午饭时间，或者每个周六，沃伦和朋友们坐H2路公交车到这里。

大部分孩子都很喜欢西尔斯安装在商店底层的黑色小型午餐台，它的传送带全天都在向外传送着炸面包圈，非常吸引人。不过，沃伦、唐和查理喜欢街对面的伍尔沃斯零售店，即便警察局就在对面的拐角处。伍尔沃斯位于西尔斯的斜对角。他们可以在那里吃午饭，并透过玻璃观看外面的热闹场景。

吃完汉堡后，几个男孩沿着楼梯走到西尔斯的地下楼层，经过午餐台，径直走到体育用品区。

我们只在隐蔽的地方偷东西，偷的都是自己用不着的东西。我们偷高尔夫球包和高尔夫球棒。我走出体育用品所在的楼层，从楼梯走上街道，手里拿着一个高尔夫球包和几根高尔夫球杆。球杆是偷的，包也是偷的。我偷了好几百个高尔夫球。

他们把自己的偷窃行为称为“顺”（“顺手牵羊”之意）。

我不知道为什么我们没有被抓住。我们不可能毫无破绽。即便成年人在做坏事的时候看起来也不是一脸无辜样。³

我把高尔夫球拿回家，装满了抽屉里的橙色袋子。西尔斯一把球摆放出来，我就去“顺”。我并不需要这些球，真的。我当时不卖球了。很难想出在抽屉里放这么多高尔夫球的原因所在，橙色袋子变得越来越鼓。我应该已经把偷的东西分处放置了。但是，我在父母面前还是编造了一个疯狂的故事——不过，我知道他们不相信我——我告诉他们，我有个朋友，他父亲过世了。他一直想找到更多他父亲曾买过的高尔夫球。就这事来说，谁知道我父母晚上都交谈了些什么。⁴

巴菲特家的人吓坏了。沃伦是他们又聪明又有天赋的孩子，但在1944年年末，他已经变成了学校的不良少年。

我的成绩让我不快。数学C，英文C、D、D，自立、勤奋、礼貌的评分都是X。我和老师的接触越少，成绩就越好。实际上，有一段时间，他们让我一个人待在一个房间里，在那里，他们有些强制性地给我上课，就像对待汉尼拔·莱克特一样。⁵

毕业典礼到来的时候，学生们都被告知要穿西装、打领带，但沃伦拒绝这么做。他的校长伯蒂·巴克斯对此觉得忍无可忍了。

他们不让我从艾丽斯·迪尔毕业，因为我太捣蛋，而且不愿得体着装。这种行为问题很严重，也让人讨厌。我真的是很叛逆。有些老师都认为我将成为一个一无是处的祸害。我为行为不良所作的检查刷新了学校纪录。就是到了这种程度。

但是我的父亲没有放弃我，事实上，我的母亲也没有。他们都没有。有信任你的父母真的是很棒的一件事。

不过，到了1945年春，沃伦开始上高中的时候，家里也觉得受够了。到那个时候，要如何鼓励和激发沃伦已经不再是什么秘密。霍华德威胁要断绝他的收入来源。

一贯支持我的父亲说：“我知道你的能力。我不是要求你做到百分之百，但是，你要么继续这么我行我素，要么，你就做一些和你的潜能有关的事。不过，如果你依然我行我素，你就必须放弃送报的活儿。”这对我造成很大的打击。父亲话音不高，只是想让我知道他对我感到失望。你知道，相比他告诉我不能做这个或那个，这可能更让我觉得难受。

11

“胖姬”不胖

华盛顿哥伦比亚特区，1944~1945

沃伦给家庭生活造成的混乱无疑让他父亲本已艰难的新任众议员工作更加不轻松。在众议院议长萨姆·雷伯恩令人愉快的统领下，第78届的国会成员彼此之间关系亲密。萨姆·雷伯恩是来自得克萨斯州的民主党人，他的办公室有5幅罗伯特·李^[1]的画像，而且全都面朝着南方。对那些喜欢随声附和的典型众议员来说，雷伯恩管理的众议院就像一个家，这些人很会捞肥差，他们的生活就是去参加县城的集会，以及亲吻讨好某些人，比如某人的老祖母、选美冠军，或是任何他能接触到的部长级人物。雷伯恩以狡猾的幕后选票操纵和强有力的辩才而为人所知。他还在下午办一个私人沙龙，用加冰威士忌来款待他最喜欢的人。

很自然，霍华德不属于这群人，除了因为他是一个共和党人之外，还因为他对愉快的理解就是每晚看国会会议档案。因此，他从来不靠近那种沙龙。不过，在其他很多方面，他倒是那个时代的典型众议员，来自小城市，毕业于州立大学，成绩中等，干社区政务出身，是中产阶级的中等家庭的扶轮社成员，不是乡村俱乐部的一分子，反对共产主义。

霍华德·巴菲特既没有加入其他同僚们的俱乐部活动，也没有顺着权力的梯子往上爬。很快，他就被认为是内布拉斯加州有史以来可能最不会吹捧人的众议员。他远离那些无聊、无味的募捐和拉票活动，即使有那么多众议员一天到晚都是忙这些。而且，霍华德还公开声明，他那一票既不换钱，也不换物。他拒绝长工资，因为选他出来的人就是因为他拿得少而投他的票。他四处走动，对作为一名众议员的额外好处惊讶不已——有补贴的餐厅，充斥着朋友、亲戚和情人名字的工资单，免费供应植物的花房，以批发价出售商品的“文具店”，“文具店”什么都卖，从领带到珠宝——霍华德对这一切感到震惊，把这一切都公之于众。

霍华德的一位朋友，共和党领袖罗伯特·塔夫脱，和他一样一直以来都秉持孤立主义。¹不过，孤立主义者不再进入众议院，他们或是离开或是退休。此外，因为战争尚未结束，政府财政处于赤字，霍华德痴迷于

一个堂·吉珂德式的目标，那就是让美国重返金本位。美国在1933年放弃了金本位。从那时开始，财政部一直在随心所欲地印钞票，一开始为新政，之后为“二战”提供资金。霍华德担心有一天美国会像20世纪30年代初的德国一样完蛋，当时，德国人都推着一手推车的钞票到街上去买一棵白菜——直接导致德国被迫倾其黄金储备支付第一次世界大战的战争赔款，²由此产生的经济混乱局面是希特勒上台的主要原因之一。

霍华德确信政府会让整个国家破产，因此，他在内布拉斯加买了一个农场。当其他人饿肚子的时候，家人可以把农场当作避难所。巴菲特家的人都非常不信任政府债券，甚至还开会讨论把储蓄债券作为生日礼物送人。9岁的小伯蒂觉得自己的父母想要以此来骗某个家伙，她问：“但是，难道那个人不知道这些债券一钱不值吗？”³

霍华德的固执使他的立法无法开展。

他会在众议院的投票中失败，也许是412：3。而我父亲就是那1/3。不过，结果影响不到霍华德，他不会因此生气。他的心态非常平和。但这会影响到我——我失败的时候会发疯。我甚至都想起曾看到过父亲消沉或者沮丧。他只是认为他尽全力了。他对国家未来发展的预期很悲观，但他不是一个悲观主义者。

霍华德一直高调坚守其原则的做法——而不是加入同盟，共同实现共和党的目标——阻碍了他与同事之间的关系发展，而且让家里人付出了代价。利拉很在乎自己是否合群，其他人的看法对她很重要。她同时也很强。“为什么你行事就不能更灵活一点儿呢？”她说，“就像肯·维利那样？”肯·维利是刚刚入选参议院的内布拉斯加参议员，爬升得很快。霍华德什么也没捞到。“我们对他有信心，”多丽丝说，“但是看着他一直失败，让人很难受。”这还是有保留的说法。巴菲特家的所有人都很崇拜霍华德的坚韧和刚毅，是父亲教会他们正直。但是，每个孩子都以自己的方式理解父亲的教导，并产生了适应家族独立精神的想法，这种独立不知因为何故，在一定意义上已经被减弱或被抵消了。

霍华德在政党中的“孤狼”立场加重了利拉急躁、易怒的情绪。她仍然对华盛顿的生活感到很痛苦，她想要复制出奥巴马的生活，闲暇时间都和内布拉斯加议员的太太们待在一块儿。但是，空闲时间有限，因为她现在已经不雇用清洁女工了。她感到自己被欺骗了，说：“我放弃所

有，嫁给了霍华德。”⁴然后，还把自己这方面的悲痛添加进她的故事，讲述自己和霍华德如何为他们不知感恩的子女们做出牺牲。但是，利拉宁愿包揽一切家事，也不愿教会孩子们，好让孩子们能帮上手，原因是“自己做更容易”。这种牺牲自我的感觉让她在很多时候对孩子们很生气，尤其是对多丽丝——多丽丝也有自己的环境适应问题。

虽然别人都认为她非常漂亮、抢眼，但多丽丝说自己从未这么认为。她想成为华盛顿那个老练、复杂的群体中的一员，但她没有把握，不知道对这群人来说自己是否足够优秀。多丽丝受邀去法国大使馆，参加玛格丽特·杜鲁门的生日聚会；她的名字还被加入到成人登记册。同时，多丽丝开始计划和毕业的同学一起回到奥马哈，首次以阿克萨本公主（Ak-Sar-Ben，倒着拼写就是Nebraska，内布拉斯加）的身份登台亮相。沃伦对多丽丝的虚荣和做作大加嘲笑。

利拉是个顽强的奋斗者，非常在意外在的东西。她熟读每种关于温莎公爵夫人一言一行的记载——公爵夫人是一位身无分文的平民，被一位王子拯救。⁵不过，和公爵夫人（其余生积聚了全世界最叹为观止的珠宝收藏之一）不同的是，利拉的雄心和骄傲被伪装成了对出风头、讲排场不自然的鄙视。利拉把自己的家庭描绘为一个典型的中西部中产阶级家庭，可以上《星期六晚邮报》的封面，而且还痛斥多丽丝在社交方面野心勃勃。

沃伦14岁，在从艾丽斯·迪尔初级中学毕业后，在1945年2月成了伍德罗·威尔逊高中的二年级学生。⁶他想同时又“特别”又“普通”。和同班同学相比，沃伦远没那么成熟，因此，他的父母对他很关注，他们已经决心让他结束之前的混乱，有所改变。沃伦的送报工作还是他自立的经济来源，就如他现在所享有的人身自由一样。他在送报的时候也一直在读报。

我看报纸上的连环漫画和体育新闻，在每天早上送报之前也看报纸的股票版。我每天早上看漫画《莱尔·阿布纳》。我必须得知道莱尔·阿布纳每天都在做些什么。他吸引人的地方在于他让你自我感觉良好。你会看那些内容，然后想，“如果换成我多好……这个家伙这么迟钝。”另外，因为上面还有戴茜·梅尔，这个不可思议的女人就是喜欢他，总是在追他。而他却只是一直拒绝她，注意不到她。那段日子，每个精力充沛的美国男孩都在等待，等着戴茜·梅尔来找到自己。

戴茜·梅尔——漫画女主人公，来自阿巴拉契亚山一个叫多格帕切的小村庄，是一位勇敢大胆的金发美女，穿着露肩的圆点花衬衫，胸脯丰满。头脑简单、四肢发达的莱尔·阿布纳将其毕生的大部分时间都用来躲避戴茜·梅尔对他的追求。不过，他跑得越快，对戴茜的注意和渴望越是充耳不闻，对戴茜越是轻蔑地加以拒绝，戴茜就追得他越紧。虽然不乏有钱和有权的人向戴茜求爱，但对戴茜·梅尔来说，世界上只有一个人，就是莱尔·阿布纳。⁷

除了让人觉得困惑和难以琢磨之外，莱尔·阿布纳唯一看得见的资产就是他的男性体格。迄今为止，沃伦过去和女孩交往的失败表明，如果他想要吸引像戴茜·梅尔这样的女孩，那他最好做些什么来增加自己的魅力。这下，沃伦产生了一个新的兴趣，这也顺便让他有了躲起来待在地下室的借口。在南奥马哈饲料公司的时候，弗兰奇·齐克能一次数小时不停地搬举50磅重的饲料包。沃伦设法让朋友卢·巴蒂斯頓也对此产生了兴趣，两人开始了一项举重训练计划。在当时，举重训练并不属于专业运动员的活动范畴，不过，这种训练有很多方面都让沃伦很喜欢：规律、测量、计数、重复，与自己竞争。在寻求训练技术的时候，沃伦发现了鲍勃·霍夫曼和他的杂志《力量与健康》。

霍夫曼想要通过《力量与健康》的积极宣传改变人们对举重的偏见。这本杂志的编辑、出版都由霍夫曼亲自完成，而且显而易见的是，大部分内容也是他自己撰写的。杂志的每一页几乎都有他的产品广告。“鲍勃叔叔”的专业知识、训练技巧，及其持续不断的营销自己的能力，非常引人注目。

他是大部分奥运选手的教练，是约克杠铃公司的头儿。而且他还出过两本书《强壮的臂膀》和《强壮的胸肌》。他一开始销售的器具是杠铃。如果你去当时的体育用品店，店里出售的都是约克杠铃。你可以买到各种不同重量级的杠铃。

沃伦买了一副哑铃、一副杠铃和一套杠铃片。杠铃片可以装在杠铃上，或从上面卸下来，沃伦用附带的小螺丝刀固定或拆卸杠铃片。他把这些东西都放在地下室，“总是在下面弄得叮叮当当的，我的父母对此感到很高兴。”

有时，沃伦会去基督教青年会，和其他年轻人一起举重。沃伦和卢

对这一爱好很认真，他们非常关注“鲍勃叔叔”写的一切东西。霍夫曼懂得如何让训练与时俱进。每个人都知道凶残的日本士兵承受痛苦和折磨的能力，因此霍夫曼写明，举重训练的要点是与日本人作战。为了说明这点，他用了一张凶残的日本士兵的照片，照片上日本士兵从脚趾到头顶弯曲成弓状，在这个姿势下，胸部一挺举起水泥做的杠铃——他为了击败联军而训练。沃伦练习举重并不是为了打败日本人，或者想要战胜什么人。不过，“鲍勃叔叔”写的每句话和每个字都鼓励着他去挑战自己。

不过，当沃伦在地下室“当啷当啷”训练的时候，共和党人的日子可不好过。富兰克林·罗斯福已经打算参加第四任总统竞选，以保证民主党人在白宫再待上4年。在晚饭桌上，全家听着霍华德怒气冲冲地喋喋不休。之后，4月12日，罗斯福因脑溢血去世，他的副总统哈里·杜鲁门继任为总统。

罗斯福的去世令全国大多数人陷入到深深的哀悼和悲痛当中，而且还带着一丝担心和恐惧。美国加入“二战”已经3年半了，如今失去了令国家感到安全的人。人们对杜鲁门的预期很低，他接手了罗斯福的内阁，但似乎没什么威望，以至于有些人认为他可能无法胜任总统的工作。不过，对巴菲特家的人来说，没有人比罗斯福更差、更糟。住在同街的一家人——男主人的父亲在加拿大大使馆工作——因为罗斯福过世而前来拜访他们的众议员邻居，以表示吊唁。不过，当他们来到巴菲特家的时候，多丽丝说：“其实，我们正在庆祝呢。”⁸

对沃伦·巴菲特来说，罗斯福的逝世意味着又一条生财之道，报纸都出了特刊。当所有人都在悼念的时候，他在街角四处忙活，零售报纸。

一个月后，即1945年5月8日，在德国无条件投降之后，第二次世界大战欧战胜利日到来。各大报纸再一次出特刊，沃伦则照例回应、附和了父亲的政治信念。不过，这个时候，他只是顺便关注了一下大人们关心的事，因为他真正的兴趣是举重和鲍勃·霍夫曼。他大部分的空余时间都花在地下室。过了几周，学校放假了，他也坐不住了。他要去见他的偶像“鲍勃叔叔”。“我必须亲眼见见他。”

带着父母开心的祝福，沃伦和卢出发去宾夕法尼亚州的约克，中途搭了一段便车。⁹

鲍勃·霍夫曼在约克建起了这家制造杠铃的杠铃公司。这个公司不只是一个生产工厂，霍夫曼让整个奥运队伍都在那里训练。约翰·格里梅克是个大个儿的健美运动员。史蒂夫·斯坦科是当时世界挺举纪录保持者：381磅。不过，这是他进入超重量级别前的成绩。

从某种意义上讲，这次出行有些令人丧气。

在那段时间里，这些人的体格并没有以同样的方式变得强健。这里的人都是奥运冠军，但是他们很多人个头都很小，因为他们都是轻量级选手。如果是在工厂里穿着生产服，他们看起来就平平无奇。看到这些，我的想法动摇了。

不过，从另一个角度看，这些外表普通的人激发了男孩们的志气，因为这表示自己也能获得健美的成功。男孩们想着自己成为男子汉，成为体格健壮的强人，就可以吸引女孩的目光。

当“鲍勃叔叔”说话的时候，就像是上帝在和我们对话。当你看着镜子中的自己，你可以看到三角肌、腹肌和背阔肌。你学习并了解到了所有的肌肉组织。

不过，《力量与健康》杂志上最具魅力的名人，除了“鲍勃叔叔”自己以外，不是约翰·格里梅克这位全世界最出色的健美运动员，而是一名女性。

《力量与健康》杂志里有很多女性。胖姬·斯托克顿（Pudgy Stockton）大概是唯一一个出名的人。我喜欢胖姬。她非常有魅力，我们在学校的时候谈论很多和她有关的话题。

这不只是轻描淡写的一说。沃伦和卢都被胖姬·斯托克顿迷住了。虽然她叫“胖姬”（Pudgy，有胖的意思），但她是一件人体艺术品。当她肌肉线条清晰的手臂将巨大的杠铃举过微风吹拂的头发，紧致的大腿肌肉毕现，身穿比基尼向圣莫尼卡海滩上的体格魁梧的男子和张口结舌的旁观者展现出纤细的腰部和坚挺的胸部。她身高只有1.55米，体重115磅，但她可以把一个成年男子举到高过头顶，而完全无损其女性气质。作为世界上“第一流的女性体育专家”，她在洛杉矶管理着一个健身沙

龙，并在《力量与健康》杂志的专栏上写道：“在锻炼胸部、塑造身材曲线和减肥方面，杠铃运动有特别的效果。”¹⁰

“她的肌肉像蜜琪·嘉诺，胸部像索菲娅·罗兰。”卢·巴蒂斯顿说，“她非常出众。我必须承认，我们对她充满渴望和冲动。”

直到这个时候，戴茜·梅尔还是沃伦的梦中女孩。他总是在女性身上寻找戴茜·梅尔的特质。

不过，如果你有一个胖姬这样的女朋友，你并不十分清楚你要怎么办。¹¹两个男孩子看不懂“鲍勃关于成功、幸福婚姻指南”的内容，包括“婚前检查，如何对未婚妻进行婚前检查，以确定她是‘处女之身’，还有如何求爱、人们结婚的理由以及做爱的非主流姿势等”。他们很好奇，什么是做爱的非主流姿势？对他们来说，即使是主流的姿势在很大程度上也是神秘未知的。《力量与健康》杂志背面的宣传是20世纪40年代最好的性教育了。“别担心，爸爸，我们会去地下室，再研究一下我们的体格训练。”

不过最后，沃伦对数字的兴趣还是占据了上风。

你看，你可以一直测量你的二头肌，看它们有没有从13英寸增大到13.25英寸。你总是在担心运动绷带有没有松之类的所有问题。不过，我从未像查尔斯·阿特拉斯锻炼前后的照片所显示的情形那样提高自己。我认为，经过几千次屈臂练习之后，我的二头肌会从13英寸变成13.25英寸。

《强壮的臂膀》这本书对我没太大的帮助。

[1] 罗伯特·李，美国内战中南方军队的将领，代表南方签署了投降条约。但其本人反对蓄奴制度，也反对美国分裂。——译者注

12

地下卖场

华盛顿哥伦比亚特区，1945~1947

1945年8月，在巴菲特一家回到奥马哈期间，美国在日本广岛和长崎投放了两颗原子弹；9月2日，日本正式投降。战争结束了。美国人近乎疯狂地加以庆祝。不过，沃伦回忆，在投下原子弹之后，他迅速开始思考下几步棋怎么走。

我压根儿不懂物理。但是我知道，如果你在战争中率先使用原子弹，你可以杀死几十万人。就像是我在漆黑的街道里撞到一个

人，我有大炮，他握着手枪。如果他想扣动扳机，而我对使用大炮还存在道德上的内疚感，那么他会胜出。关于原子弹的爆炸，爱因斯坦说：“这改变了全世界的一切，除了人类的思考方式。”原子弹如同安装了一根毁灭世界的引信。如今，它可能是一根很长的引信，也可能有很多种方式可以掐掉引信，但是，如果这个假设中的原子弹有很多条引信同时被点燃，与没有一条引信被点燃的情况相比，问题就变成了另外一回事。那时我只有14岁，不过，对我而言，将要发生和已经发生的事在很大程度上似乎完全是清清楚楚的。

几周之后，全家又回到了华盛顿，沃伦回到伍德罗·威尔逊高中完成

十年课程，此时他15岁，依然是个孩子，但也成了一名商人。他通过送报赚了很多钱，累计超过2 000美元。霍华德让儿子投资建材供应公司，回到奥马哈之后，霍华德与卡尔·福克在饲料公司旁边开了这家五金商店。¹与此同时，在内布拉斯加瑟斯顿县的沃尔特希尔附近，²沃伦自己花1 200美元买了一个40英亩的农场。一位农户租下了这个农场，利润则共享——这正好是沃伦喜欢的一种安排，由其他人来做那些会让人汗水淋漓的无聊工作。沃伦开始在高中向人介绍自己是来自内布拉斯加的沃伦·巴菲特，在中西部拥有一处租赁给他人的农场。³

沃伦的思考方式像个商人，但他的样子可不像。他和高中同学相处很不好。他长年累月地穿着同一双破破烂烂的运动鞋，在松松垮垮的裤子下面可以看到往下缩的袜子；细细的脖子和窄窄的肩膀缩在衬衫里

面。如果被迫要穿皮鞋，他就会穿着扎眼的黄色或白色袜子，在那双被磨损的皮鞋外面露出一截。他似乎一直就坐不住。有时他看起来很害羞，几乎是一派天真的样子；而有的时候，他又说话尖刻、咄咄逼人。

多丽丝和沃伦如果在学校里面碰到，也会彼此视而不见。

多丽丝非常受欢迎，她觉得我特别丢人，因为我的穿着打扮实在可怕。有时，我的姐姐会帮助我参加社交活动，但是我基本都拒绝了。这不是她的错。我很痛苦地意识到，我不能在社交上适应这里的环境。我只是感到非常绝望。

沃伦面无表情和自以为是的做派掩盖了自己无能为力的内在感受，自离开奥马哈之后，这种感受就让他非常难过。他迫不及待地想要融入大家，但仍然强烈地觉得自己是个外来者。

他说话“吞吞吐吐，犹犹豫豫”，同班同学诺尔玛·瑟斯顿（沃伦朋友唐·丹利的女朋友）说，“他仔细谨慎地遣词造句，从来不许下任何承诺。如果他认为有一天他会食言，无论多小的事都不会给出承诺。”⁴

很多同学都满怀激情地投入到了青春期的生活，参加各种联谊会，与异性花前月下，参加彼此在家里地下室举行的聚会——他们享受汽水、热狗和冰激凌；然后，当所有人搂着脖子亲吻的时候，把灯光调暗。沃伦没和人搂着亲吻，相反，他伸长了脖子好奇地观看。他和卢·巴蒂斯顿在周六晚上有一个固定的保留节目，那就是去吉米·雷克的戏院，一个当地的滑稽戏院。他们在那里和一名叫凯蒂·莱恩的舞蹈演员说笑调情。每当一名滑稽演员臀部着地、摔了个四脚朝天，或者是台上另一个喜剧演员开始闹场起哄的时候，沃伦都会大笑不已。⁵沃伦花25美元买了一件20世纪20年代风格的浣熊毛皮大衣。他穿着这件衣服去吉米·雷克的戏院，门口的保镖说：“你们两个，不准到处胡闹。要么把大衣脱下来，要么别进去。”⁶沃伦就会把大衣脱下来。

沃伦到西尔斯“顺”东西的行为有所改变：程度减弱，但还没有停手不干。他和丹利偶尔仍会去西尔斯偷东西。此外，当沃伦的老师告诉他，他们大部分的退休储蓄都买了AT&T的股票时，沃伦就跑去抛空了这只股票，然后把交易单给他们看，让他们心急火燎。“我就是那么让人讨厌。”⁷

沃伦出色的推理能力和自作聪明的倾向形成一种倔强而乖张的立场。不知何故，可能因为他是一名国会议员的儿子，他后来还在1946年1月3日参加过一档电台节目。哥伦比亚广播公司的《美国校园之音》节目在华盛顿新闻广播电台播出——这是属于《华盛顿邮报》旗下的一家本地电台。在那个周六的晚上，沃伦来到这个电台，和其他4个孩子一起围坐在麦克风周围，开始如“国会会议”那样辩论。

节目主持人给沃伦分配了一个任务，那就是增加辩论的激烈度。沃伦会确凿无疑地支持一些荒唐的观点——取消所得税，或者是吞并日本。“当他们想要有人扮演疯子的时候，”沃伦说，“我会主动要求干这事儿。”不过，当他很喜欢某个观点的时候，他机智的反驳、快速的抗辩以及总体表现出的执拗，让他很难得到同龄人的喜爱。

到现在为止，沃伦与人相处的努力产生了不同的结果。除了老师之外，他很讨大人的喜欢。他和同龄人的相处不自在，但却总能设法交到几个知心朋友。他竭尽全力地想要人们喜欢他，尤其是尽力避免对他进行个人的人身攻击。他想要获得一套系统的方法。实际上，他有一套方法，不过他没有把方法的效果最大化。由于没有其他办法，他开始更努力地运用这套方法。

沃伦是在祖父的家里发现的这套系统方法。在祖父家里，沃伦以惊人的速度阅读了所有手边的读物，就跟他在家一样。他浏览卧室后面的书架，消化了《新杂货商》里提到的每一个问题，看完了所有的《内布拉斯加日报》——经他父亲整理过的报纸——而且还像一只棉铃象鼻虫一样看完了祖父欧内斯特15年来积累下来的《读者文摘》。书架上还有一些的小型传记，其中很多都是关于商界领袖的。从小时候开始，沃伦就学习、了解到很多人的生活——譬如杰伊·库克、丹尼尔·德鲁、吉姆·菲斯克、康内留斯·范德比尔特、杰伊·古尔德、约翰·洛克菲勒和安德鲁·卡内基。有一些书他读了又读。在这当中，有本很特别的书——不是传记，是一个以前做过销售的人——戴尔·卡内基写的一本平装书。⁸这本书有个非常诱人的名字：《人性的弱点》。沃伦在八九岁的时候就发现这本书了。

沃伦明白自己需要赢得朋友，而且他也想影响他人。他打开书，第一页就勾住了他。卷首语是：“如果你想得到并增加你的财富，那就不要去捅马蜂窝。”⁹

挑剔、批评和非难无济于事，卡内基说。

原则第一条：不要批评、谴责或是抱怨。

这个观念吸引住了沃伦。对于批评这件事，他理解和体会得太清楚了。

卡内基说，批评让人们处于一种防御状态，会使他们竭力想要证明自己是对的。批评很危险，因为这会伤害到人们宝贵的自尊，以及他们觉得自己重要的情感，而且还会引起怨怼。卡内基提倡避免正面冲突。“人们不喜欢被批评。他们希望得到诚实和真诚的赞扬。”卡内基说，我并不是在提倡阿谀奉承。奉承是不真诚的，而且带有自私心理。赞扬是真诚的，是发自内心的。人性最渴望的事就是“拥有重要性”。¹⁰

卡内基一共提了30条原则。

每个人都想受到关注和被人欣赏。没人想要被批评。

英语中最甜美的声音就是说出一个人名字的声音

说服人最好的方法就是避免争论。

发问，而不要直接发号施令。

让他人获得符合其预期的赞扬。

间接让他人注意到他们的错误，为他人保留脸面。

.....

“我谈论的是一种全新的生活方式，”卡内基说，“我谈论的是一种全新的生活方式。”

沃伦的心被触动了，他想他找到了真理。这是一套系统方法。他在社交方面觉得自己缺陷很大，需要一套系统的规则向人们推销自己。这套方法一经学会，他就可以随意运用，而无须针对每一种变化的情形做出新的调整。

不过，他需要用数字来证明这套方法确实可行。如果他遵照戴尔·卡内基的规则，结果会发生什么，如果他不按照规则行事，又会出现什么结果？他决定对此进行统计分析。他试着关注他人，并给予赞扬，不再

做招人反感的事或者发表反对意见。周围的人并不知道他正在脑子里默默地对他们进行实验。沃伦会观察人们的反应，并跟踪记录结果。结果是，他充满了喜悦，而且越来越高兴，他得到的数据证明：原则有效。

现在，他获得了一个体系，他拥有了一套原则。

卡内基还说，“不过，对你来说，仅仅看到这些原则是毫无裨益的。你得去实践它们。我谈论的是一种全新的生活方式。”

沃伦开始身体力行，从非常基本的事情做起。他发现，有一些原则他实践得很自然，但整套方法无法自动生效，而且做起来可不容易。“不要批评”听起来很简单，但是有很多方式是在批评人，你甚至都意识不到。你也很难不去炫耀，很难不表现出心烦意乱和不耐烦。承认自己有错有时很容易，但有时候非常困难。关注他人，并给予真诚的表扬和钦佩也是难度最大的事情之一。有些人很多时间都沉浸在难过和痛苦当中，就像沃伦一样，发现很难把注意力放在别人身上，而不去在意自己。

不过，沃伦逐渐想明白，不听戴尔·卡内基的话行不通，初中的黑暗时光就是活生生的证据。当他开始在高中找到自己的立足之地时，他继续在和他人的往来中实践这些规则。

大部分人看了戴尔·卡内基的书后，会惊叹卡内基说得真是有道理啊，然后，他们就把书搁置到一边，全然忘记。和这些人不同，沃伦非同一般地集中精神学习和运用这套东西。他时不时地复习这些想法，并不断加以应用。即使他遭遇失败，忘掉这事，或者长时间没有动用这套方法，他最后也会回过头重新开始练习。到了读高中的时候，他的朋友增加了几个，他还加入了伍德罗·威尔逊高尔夫球队。同时，如果不能做到受人欢迎，他就努力地让自己不要那么让人讨厌。戴尔·卡内基打磨了他天生的睿智头脑，而且最重要的是，强化了他的说服能力、他的推销天赋。

沃伦看起来热情认真，但也有顽皮的一面。他性情平和，可以让人感到愉快，但又有种无法言说的孤单感。毫无疑问，他赚钱的热情占据了他大部分的空闲时间，使他成为伍德罗·威尔逊高中一个独特的人。

高中里的其他同学都不是商人。仅仅是每天几小时投递报纸，沃伦每个月就能赚175美元，比他的老师赚得还多。在1946年，一名全职工

作的成年人如果年薪能拿到3 000美元，那他就会觉得很棒了。¹¹沃伦把他的钱放在家里的衣柜里，除了他谁都不能碰。“有一天，我在他家，”卢·巴蒂斯顿说，“他打开抽屉，对我说‘这是我一直以来存下的钱’。他有700美元，都是小钞。我告诉你，那可是一大摞啊。”¹²

沃伦开始做几项新买卖。巴菲特高尔夫球店零售二手高尔夫球，6美元12个。¹³他从芝加哥一个叫维特克的人那里进货。“这些球质量上等，真的是很好的高尔夫球，Titleist、Spalding Dots和Maxflis牌的都有。我的进价是12个3.5美元。它们看起来像是全新的。维特克可能和我们一开始的做法一样，是从水障碍里捞出来的球，只不过，他处理得更好。”学校里没人知道维特克。即便是沃伦的家里人也沒意识到，沃伦和唐·丹利卖的球是买来的二手球。伍德罗·威尔逊高尔夫球队的成员认为是沃伦从水障碍里捞的球。¹⁴

“巴菲特邮票公司”向内布拉斯加州以外的地区出售值得收藏的成套邮票。“巴菲特光亮公司”则从事汽车护理上光业务，沃伦和卢·巴蒂斯顿在卢的父亲的第二车停放地经营这项业务。后来，他们放弃了这项生意，因为这事都是体力劳动，而且工作量大得吓人。¹⁵

沃伦满17岁了，并升到了高年级。有一天，他跑去告诉唐·丹利一个新想法。这个主意和称重器——《赚1 000美元的1 000招》里的主意——一样具有指数成长特点，买一台称重器可以赚钱，多买就多赚。“我用25美元买了一台旧的投币弹子机，”沃伦说，“我们可以合伙，你负责修理机器。¹⁶听着，我们去告诉理发师弗兰克·埃里克，‘我们是威尔逊投币弹子机公司的代表，威尔逊先生让我们向你提个建议。你不会冒任何风险，埃里克先生，我们把这台投币弹子机放在理发店的后面，当你的顾客在等待的时候他们可以玩儿这个。利润我们平分。’”¹⁷

丹利对这一想法跃跃欲试。虽然在此之前，没有人在理发店放过弹子机，但他们还是把这个建议告诉了埃里克先生，而埃里克先生被说动了。两个男孩把弹子机拆卸下来，放进丹利父亲的车里，运到埃里克先生的理发店，再把它装好。他俩对这事有足够的信心。当弹子机放置好的第一个晚上，沃伦和丹利来到理发店后面查看情况，“哗！”沃伦说——总共有4美元的镍币被投进了机器。埃里克先生也很高兴，弹子机被留下来了。¹⁸

一周之后，沃伦把弹子机里的钱全都取出来，分成两堆。“埃里克先

生，”他说，“我们就不要那么麻烦地你一个、我一个地分了，你拿走你想要的那堆吧。”¹⁹在埃里克先生拿走桌子上靠近自己的那堆钱后，沃伦数了数另一堆，一共有25美元。这足够再买一台弹子机了。很快，有七八台来自“威尔逊先生”的弹子机被摆放到了镇上的理发店里。沃伦发现了资本产生的奇迹：钱为自己的主人效力，仿佛这是它的一项工作。

你必须和理发师们处好关系，这一点非常关键。我想说的是，这些人可以自己花25美元去买台弹子机。因此，我们一直让他们相信，一个季度得花400美元雇一个人修理弹子机。

那时，在弹子机这个行业，有一些投机取巧的人。他们成天都在一个叫作“地下卖场”的地方游荡。这是我们购买弹子机的地方。地下卖场在D大街900号，市区里面比较乱的地方有个滑稽戏院，地下卖场就在这个戏院的附近。地下卖场的人觉得我俩有些逗。因为我和丹利会去那里看弹子机，只要是25美元的弹子机我们都会买下。新的弹子机大概要300美元。我当时订阅了《告示牌》杂志，以跟踪弹子机的发展情况。

地下卖场的这些人教会了我们一些事。到处都有非法的老虎机。他们教我们怎样把啤酒倒进老虎机，以便让一枚50美分的硬币卡在机械装置里，然后你就可以不停地拉动把手，直到老虎机把钱吐出来。他们还教我们怎么破坏汽水自动售卖机的电源断流器——把一枚硬币塞到自动售卖机里，然后立马把插头拔了，你就可以把售货机里的东西洗劫一空。

这些家伙把所有这一切都解释给我们听，我们只管听着。

我父亲对我们和什么人混在一起可能有所起疑。不过，他总认为我不会干坏事。

只凭借在理发店放弹子机，沃伦和丹利就已经挣了不少钱，不过后来，他们发现了一处“金矿”。“我们一直以来最赚钱的地方在格里菲思体育馆附近，那里有一个旧的棒球场。”在华盛顿最贫穷地区的中心，他们发现有一家能同时招待7个人的黑人理发店，很多纨绔子弟都去那里。

我们放了一台弹子机在那里，之后，我们就会去那里收钱。这些家伙在弹子机底盘上打洞，让弹子机往后倾。这真是一场智力的较量。但这是我们主要的收入来源，是至今为止我们最好的位置。这些在理发店玩儿弹子机的人经常恳请我们去调整倾斜度，这样就

可以更用力地撞击弹子机，而不会把它给撞斜了。

听着，我们并不是容不得我们顾客的这些行为。

如果有可能的话，沃伦和丹利也试图发现更多的创新想法，就像地下卖场的人教他们的那些小把戏一样。他们想自己创造一些东西。

有一次，我们去丹利家的地下室玩儿我收集的硬币。我在送报的时候会收集硬币，为了让这事更有趣，我过去收集了不同类型的硬币。因此，我有惠特曼钱板，硬币就放在上面的小槽里。我对丹利说：“我觉得，我们好像可以用这些钱板做模子，用来浇铸自动售货机的代用币。”

丹利的动手能力很强。有足够的准备之后，他就学习怎么浇铸这些模子做代用币，而我则提供钱板。我们想把这些做出来的代用币用于汽水自动售卖机之类的东西。我们的基本想法是花代用币，省下钱。

有一次，丹利的父亲来到地下室，问我们：“小伙子，你们在干什么？”

我们当时正把金属水倒进钱板。于是，我们回答说，“我们正在做学校要求的实验，”学校一直都有实验要我们完成。

不过，在学校里，沃伦大多数时候喜欢说的是他的业务，而不是玩的诡计。到了春季，高中的学业接近尾声，沃伦的健谈让他和唐成为伍德罗·威尔逊高中附近小有名气的传奇人物。

每个人都知道我们在做一项弹子机生意。而我们靠弹子机挣了钱，对这事，所有人都知道一点儿。我们在跟他们说的时候可能夸张了一点儿，结果，人人都想入伙，就像是股票。

在想加入的人中，有一个男孩叫鲍勃·科林——一个做事热情认真的孩子，和沃伦一起都在高尔夫球队打球。²⁰沃伦和唐没有打算让人加入他们的弹子机生意，不过，他们确实有计划起用科林参与他们最新的冒险计划。

我们不再从西尔斯偷高尔夫球，不过，我们有了一个主意，想

从华盛顿周围的高尔夫球场的湖里找到掉在里面的高尔夫球。这个时候，我们看到了科林的作用，因为我和唐都不想去水里找回高尔夫球。

沃伦和唐精心设计了一个方案，以便让科林完成这一切。这个方案近似于一个恶劣的恶作剧，好在学校还有几个月就要放假了，所以，管他呢。

我们去一家军用品商店，就在地下卖场附近，在那里买了一个防毒面具。接着，我们去弄了一根浇花园用的软管，把这两个东西连到一起。再接着，我们把脸浸到水下3英寸，在浴缸里试验了一下这个玩意儿。

沃伦把方案称为“汤姆·索亚[\[1\]](#)路线”，在实施行动的时候，他告诉科林：

“这是你的机会，我们想让你分一杯羹。”我们告诉他，我们会在凌晨4点出发，去弗吉尼亚的某个高尔夫球场。他得戴着面罩潜入湖里，把球弄出来。钱由我们三个平分。

科林说：“我怎么下到湖底？”我说：“哦，我全都想好了。我们要做的是，你脱掉衣服，光着身子。不过，你会带着我装《华盛顿邮报》的包。我们在包里放了杠铃片，这样，你就能沉到湖底了。”

然后，我们出发去高尔夫球场，一路上，科林都在发表他的疑问。我和丹利说：“我们失败过吗？我的意思是，如果你现在想退出，没问题。不过，你知道，以后你就别想参与任何事了。”

我们在天色破晓的时候到了那里。科林脱掉衣服，我们则穿得暖暖和和的。科林什么都没穿，就带着一个《华盛顿邮报》报纸包和杠铃片。他开始进入湖里。当然，他不知道自己是否会踩到蛇、高尔夫球，或者任何东西。当他整个人都进入水里后，拉动绳子的时候，我们就把他往回拉。他说：“我什么都看不见。”我们俩说：“不用担心看不见，到处摸摸就好了。”然后他又一次回到水里。

不过，在湖水没过他头顶之前，有辆车开了过来，有个家伙早上过来整理沙坑障碍。他看到我们，就开车过来：“你们这帮孩子在做什么？”丹利和我脑子飞转。“我们在做高中物理课布置的物理实验，先生。”科林一直在拉绳子。结果，我们不得不把他弄出来。整

个事就这么吹了。^[1]

可怜的科林发生了什么事？他实际上脱光到什么程度？这个下水的故事到处都传开了。这会是沃伦在高中生涯中最后一次伟大的“汤姆·索亚历险”。

到现在为止，沃伦已经发了一笔小财：5 000美元，闪闪发光的一堆钱，投递了50多万份报纸挣到的钱。报纸形成的雪片占了雪球的一半以上。虽然有钱了，但沃伦打算继续让雪球向前滚动。^[2]

[1] 汤姆·索亚，著名小说家马克·吐温的代表作《汤姆·索亚历险记》中的主人公。他天真活泼，富于幻想和冒险，不堪忍受个性被束缚，幻想干一番英雄事业。——译者注

[2] 考虑到通货膨胀，在17岁的时候，沃伦的财富相当于2007年的53 000美元。——编者注

13 赛马场规则

奥马哈、华盛顿哥伦比亚特区，20世纪40年代

沃伦的卡内基行为测试是在进行预期和预测——对人类的天性进行数学实验，他所收集的数据说明了卡内基正确的概率。

这种思考方式扩展了沃伦孩童时计算赞美诗歌作者的寿命概率的兴趣爱好。不过，他对寿命的兴趣并不只是抽象概念。沃伦极为喜爱的欧内斯特·巴菲特在1946年9月过世，终年69岁，当时霍华德一家正在奥马哈进行霍华德的第三次竞选，沃伦16岁。在沃伦的4个隔代长辈中，只有73岁的斯特拉尚在人世，不过是在诺福克州立医院里。早在欧内斯特过世前的很长一段时间里，沃伦就对自己的生命年限忧心忡忡，家里最新发生的这些事根本无法缓解他脑子里对寿命或是精神病的苦思冥想。不过，沃伦对预测的热情早就以一种萌芽状态出现，并扩展到了很多其他的方面。这种热情甚至产生于他懂得这个词的意思之前，可以追溯到他还是一个小孩子的时候，玩儿弹珠、记车牌号、收集瓶盖以及用指纹器采集修女的指纹。

预测艺术要以信息为基础，关键在于比其他拥有更多的信息，然后正确地分析，理性地使用。还是个孩子的时候，沃伦就在阿克萨本赛马场中首次进行了预测。鲍勃·拉塞尔的母亲将他们带入了赛马的天地。

沃伦和鲁斯年纪太小，不能下注。不过，他们很快就找到了赚钱的方法。赛马场脏兮兮的地板上到处是烟屁股、啤酒沫、旧赛程单和热狗残屑，在这些东西当中还有几千张被丢掉的投注票，像森林里地上的蘑菇一样露出头。两个男孩把自己变成了寻菇犬。

他们把赛马叫作“弯腰屈身运动”。每个赛季开始时，你会看到那些只在电影里看过的赛马人。他们认为，如果买中的马只跑了第二或第三名，那就赢不了钱，所以他们会扔掉第二、第三名的下注票。然而一场有争议的赛马可能会让你有所斩获。有一盏小灯会亮，这表示“有争议”或是“抗议”。这个时候，有些人也会丢掉下注票，而我们则开始大捡特捡地上的票。我们捡票的时候甚至都不会

去看其他人一眼。晚上，我们会整理捡到的票。可真恶心，因为人们在地上吐痰。不过，我们觉得特别好玩。如果我找到一张赢钱的票，我的艾丽斯姑妈——她对赛马可是一点儿兴趣都没有——会帮我们去兑成现金，因为小孩子不能去换钱。

沃伦总想去赛马场，拉塞尔太太不能一直带他去。“我父亲从来不去那里，”沃伦说，“他从不相信赛马这回事。”不过，父母会请沃伦的叔叔、家里的怪老头弗兰克带他去。弗兰克很久之前就 and 欧内斯特和好了，最后娶了一个被家里人称为“淘金女”^[1]的女人。¹弗兰克对赛马不是特别感兴趣，不过因为他的侄孙子沃伦想去，所以他就带他去了赛马场。

在赛马场，沃伦学会了一点儿看马经，这为他开启了一个全新的世界。预测赛马结果综合了沃伦非常擅长的两件事：收集信息和数学计算。除了赢的马有4条腿、在跑道上奔跑之外，赛马和玩儿21点时候的计数没什么不同。很快，沃伦和鲁斯就有了足够的了解并写出了自己的马经，他们灵机一动，将其称为“稳健之选”。

我们侥幸成功了一阵。我们出的马经并非最畅销的，我的意思是，这是两个小孩子卖的东西，而且这东西还是我们在我家地下室里用一台老式打字机弄出来的。当时的局限是复写纸不够多，我可能只弄得到5张左右的复写纸。不过，我还有打字机，鲍勃·拉塞尔和我把赛马的名次预测出来，然后打印成稿。

我们去赛马场叫卖，“快来买《稳健之选》吧”。不过，《蓝色马经》的销量最好，而且价格比较贵，赛马场会从中抽佣金。而我们的卖25美分，属于打折商品。他们很快就不让我们卖《稳健之选》了，因为除了我们之外，他们对赛马场卖的所有东西都可以宰上一笔。

当巴菲特家搬到华盛顿哥伦比亚特区后，对沃伦来说，唯一的好处就是他有机会提高他的预测技巧了。

我了解到，国会议员有权使用国会图书馆——里面有所有曾经被记录成文字的东西。因此，当我们来到华盛顿，我说：“爸爸，我就想要一样东西。我想让你去国会图书馆把里面所有和赛马预测有关的书都借出来。”我父亲说：“一个新来的国会议员做的第一件事就

是想要所有和赛马预测相关的书，他们会觉得这很奇怪。难道你不这么认为吗？”我说：“爸爸，是谁去乡村集市为你的竞选奔走？是谁待在屠宰加工厂，随时候命去报警，以防不测？今后两年，你还需要再参加竞选，你还会需要我。那么，现在是两清的时候了。”于是，父亲就给我找了几百本关于赛马预测的书。²

我要做的就是看这些书。我去了芝加哥的克拉克北大街的一个地方，在那里你可以买到过去的赛马记录，很便宜。它们都是过去的东西，谁还会需要呢？我会查看这些记录，第一天用我的预测方法进行预测，第二天看是否有效。我每天都测试自己的预测能力，测试我脑子里所有不同的系统方法。

在预测赛马结果方面，存在两种类型的方法。一类是从赛马的速度出发，即速度型；一类是以赛马赛跑的级别分析，即级别型。速度型专业赌马人会找出过去获胜次数最多的赛马。通常，速度最快的赛马会成为冠军。而在级别型专业赌马人看来，如果一匹马和一匹价值10 000美元的马赛跑过，而且表现不错，那么当它和一匹价值5 000美元的马赛跑，它一定能胜出。

在赛马比赛中，搞明白这两种类型的赌马人是很有好处的。不过，在那个时候，我基本上属于第一种类型。我一开始就是从数字分析入手的。

通过测试、思考和观察，沃伦发现了赛马的规律：第一轮赛跑结束后，没人会就此罢手；不要以为输到底还能把钱赢回来。

赛马场靠的就是人们不停歇地下注，直到他们输钱为止。难道一个出色的专业赌马人不能对这些规律善加利用，并赢到钱吗？

预测赛马的输赢也如同赛马本身。不过，那时我还没有形成精准和详细的理念，我还只是一个小孩。

赌马在华盛顿随处可见。

我去父亲办公室的次数相当多。实际上，那里有一幢老式国会办公楼，里面有一个赌注登记处。你可以走到电梯通道处，大叫一声“萨米”之类的名字，然后会有个男孩走过来，记下你的赌注。

我以前会整理笔记，给那些想要在普利尼斯站之类的比赛上赌

马的人。这是我最喜欢的赛马游戏的一部分，我可以得到15%的利润而没有任何风险。你知道，我父亲想方设法想要控制这一切。这事他也有点儿感兴趣，不过他也明白这事会怎样转向一个错误的方向。

在暑假里，沃伦回到奥马哈，去阿克萨本赛马场赌马，这次是和他朋友斯图·埃里克森一起。³再次回到华盛顿的时候，他找到一位朋友和他一起去赛马场，而这位朋友可以提高他的赌马技术。鲍勃·德韦尔是沃伦的高中高尔夫球教练，一位有点儿啤酒肚、很有胆魄的年轻人。他在学校放假时销售人寿保险、冰柜和其他东西所挣的钱比他当老师拿的薪水还多。⁴高尔夫球队的其他成员都认为德韦尔对人粗暴、脾气暴躁，但是他对沃伦很好，因为沃伦的行事作风和他相似，而且打高尔夫球的时候非常有激情，尽管他的眼镜总是会蒙上一层雾气。

一天，沃伦请德韦尔带他去赛马场。德韦尔说沃伦需要得到父母的同意。“第二天早上，”德韦尔说，“他一大早就来了，很高兴的样子，兴冲冲地过来找我，手里拿着他母亲写的一张纸条，上面说他去赛马场完全没问题。”然后，德韦尔给沃伦写了一张假的请假条，这样沃伦就不用去上课了。⁵接着，他们搭乘切萨皮克—俄亥俄铁路的火车，从马里兰州的银泉出发，前往西弗吉尼亚的查尔斯顿，去赛马场磨炼沃伦的赌马技术。德韦尔教会沃伦如何高明地阅读最重要的马经——《每日赛讯》。

我会提前拿到《每日赛讯》，找出每匹马跑赢比赛的可能性。然后，我把表示概率的百分比和独赢赔率相比较。不过，我先不看独赢赔率，以免自己先入为主产生偏见。有时，你会发现一匹马胜出的独赢赔率出现偏差，偏离实际的可能性。比如你认为一匹马有10%的胜利机会，但其实它成功的机会只有1/15。^[2]

投注方法越简单越好。你可以让人们根据骑师的肤色、生日投下赌注，还可以根据赛马的名字投注。当然，关键在于没有人进行实际分析，而你掌握着大量的数据。因此，当我还是个小孩的时候，我就疯狂地研究《每日赛讯》。

比尔·格雷和沃伦一起在伍德罗·威尔逊高中念书，他比沃伦低一个年级，不过年纪要大一点儿，两人一起去过几次赛马场。“沃伦对数字非常敏感，非常健谈，⁶人也非常开朗，对人友好。我们一起聊棒球、击球率

等体育内容。”⁷

“沃伦一下火车，就知道自己要挑哪些马。到了赛马场，他会说，这匹马太重了，或者说，这匹马在上几次比赛中表现不够好，跑赢的次数不够多。沃伦知道如何去判断一匹马。”沃伦投的赌金在6到10美元之间，有时候买得很准。沃伦只在独赢赔率很好的时候才下大赌注，但是，他会冒风险把送报赚的辛苦钱投到看中的赛马身上。“在比赛进行中，他可能会改变主意，”格雷说，“不过，你知道吗？对于一个16岁的男孩来说，这并不是一件平常的事。”

有一次，沃伦自己一个人去查尔斯顿。他在第一轮比赛中输了，但他没有就此回家。他不停地下注，又不停地输，直到他输的钱超过了175美元——差不多输了个精光。

我回到家，去了Hot Shoppe便利店，给自己点了他们提供的最大份的东西——一份巨大的奶油巧克力圣代冰激凌，这花掉了我剩下的所有钱。我一边吃，一边算我得送多少份报纸才能把我输掉的钱挣回来。我不得不工作一周多才能赚回这些钱，而我损失掉这些钱是因为一些愚蠢的原因。

我不应该每场比赛都下注。我犯了最严重的错误，输钱了，而我认为我那天能把输的钱赢回来。之前说过的第一条规则是第一轮比赛后，没有人就此罢手。第二条规则是不要以为输到底还能把钱赢回来。你知道，这是非常基本的道理。

沃伦意识到他做出了一个情绪化的决定吗？

噢，是的。噢，我觉得很恼火。那是我最后一次做这样的事。

[1] 巴菲特家里人都认为这女人是想从弗兰克身上捞点儿好处。——译者注

[2] 这就是说，这匹马的赢钱概率只有6.7%。因此，如果它胜出了，那么所得到的钱会比这匹马的赛跑记录所显示的概率高出50%。一个专业的赌马人甚至会对赛场里最差的一匹马下这样的赌注，因为相较于独赢赔率，预期的赢钱金额非常大。这就是“赔率大于概率”。——编者注

14 大象

费城，1947~1949

沃伦·巴菲特以350名学生中的第16名从高中毕业，在他的毕业年鉴中，他描述了“未来的证券经纪人”这一角色。¹得闲后，他和唐·丹利做的第一件事就是买了一辆二手灵车。沃伦将灵车停到房前，用来和女孩外出约会。²霍华德回家后，问：“是谁把这车停在这里的？”利拉说有一个邻居病得非常严重，还没有准备好灵车。这就是那辆灵车最后的结局。

当他和丹利卖掉灵车后，沃伦找了一份为《时代先驱报》送报纸的活儿。他早上4点钟起床，开一辆从戴维·布朗（一个来自弗雷德里克斯堡的年轻人，他喜欢多丽丝，后来参加了美国海军）那里借来的小型福特汽车。³沃伦踩着汽车的油门，车门敞开，以15英里的时速行驶，一手握着方向盘，一手拿着报纸，并把它们扔到订户的草坪上。他对此的解释是，在这么早的时间，这种驾车方式不太可能发生太可怕的事情。⁴

在4点45分，沃伦完成工作后，会到特德快餐店买双份的辣薯饼作为早餐犒赏自己。早餐后，他会做他的第二份工作——去乔治敦大学医院分发报纸。

我不得不给牧师和修女们半打免费报纸，这总是让我有点儿恼火。我不认为他们会对世俗的事感兴趣，但这是工作的一部分，我只能每个房间、每个病房送。

当产房里的孕妇生下孩子后，她们一看见我就会叫：“噢，沃伦，我将告诉你一些比1美分小费更有价值的东西。我将告诉你我的孩子是什么时候出生的，他有多重。早上8点31分，6磅11盎司。”婴儿的出生时间和体重也可以用来当作博彩游戏，这是华盛顿的一种数字游戏。⁵

只要沃伦得到的是这些无用的信息而不是小费，他就会气得牙痒痒。作为一个概率预测者，他不参与这种博彩游戏，因为赔率太糟糕

了。“博彩游戏的规则是1赔600，你的投注对象抽取其中的10%。这意味着你基本上是在对概率为1000：1的事情以540：1的比率投注。人们总是用分或角来投注。如果你在这游戏中投入1美分，你就可能赢得5.4美元。城里所有人都玩儿这个游戏，我的一些报纸订户经常问我：“你玩儿这个游戏吗？”我从来不玩儿，我想我父亲不会同意我玩儿。

虽然沃伦已经有足够的能力去拉斯韦加斯做一个赔率制定者，但是他没有将这事进行下去。1947年，霍华德·巴菲特和其他330名国会议员击败了总统杜鲁门的否决，通过了《塔夫脱-哈特莱法案》。作为美国曾颁布过的最具争议性的立法之一，《塔夫脱-哈特莱法案》严格规定了工会的行为。该法案规定，如果工会通过一场罢工来声援另一场罢工，此行为非法；而且总统有权宣布国家进入紧急状态，强制罢工工人复工。该法案被认为是“奴隶劳工法”。⁶虽然奥马哈是一座工会城市，但是，霍华德绝不会按照选民的偏好投票，他总是为自己的原则投票。

因此，当巴菲特一家在夏天回到奥马哈，沃伦和父亲去看家乡的棒球比赛时，他看到那些蓝领工人选民对父亲极其不满。

当在比赛间隙介绍到场的名人时，父亲起身，所有在场的人都嘘声一片。而父亲就站在那里，一言不发。他能够坦然面对这一切，但是，你们不能想象这对一个孩子所产生的影响。

即使是温和的对抗都让沃伦感到害怕，然而他不久就能独立面对这一切了。虽然快17岁了，但沃伦仍然只是个孩子，如果他早出生几年，可能会参军上战场。

沃伦没有参军，而是在秋天的时候开始上大学。巴菲特一家一直都认为沃伦会进入宾夕法尼亚大学的沃顿商学院。⁷沃顿商学院是全美范围内供本科生就读的最有地位的商学院。本杰明·富兰克林创建了宾夕法尼亚大学，也留下了很多名言，如“借钱味难尝，使人心悲伤”、“时间就是金钱”、“省一分钱即挣一分钱”等等。实际上，宾夕法尼亚大学和沃伦非常合拍，当其他孩子玩耍的时候，精力过人的沃伦总是四处忙碌挣钱。

但是在沃伦看来，他并没有把这事看得太过重要。“我知道我想要干什么。我已经挣了足够的钱生活，大学只会拖我的后腿。”但是他从来不会拒绝他父亲认为重要的事，因此，他勉强同意了进入学院学习。

考虑到儿子尚不够成熟，父母安排在奥马哈的朋友的儿子查克·彼得森当他的室友。彼得森比沃伦大5岁，刚刚在军队服役了18个月。彼得森相貌英俊，是个纨绔子弟，每晚和不同的女孩约会、喝酒。彼得森一家天真地认为沃伦也许能让他定定性，而沃伦的父母则觉得年长的查克也许有助于沃伦适应大学生活。

1947年秋，巴菲特全家送沃伦去费城。他们把沃伦和他的浣熊毛皮大衣都放进一个小小的宿舍套间。查克已经搬了进去，不过，当时他不在宿舍，而是在外面约会。

巴菲特一家驾车回到华盛顿，将沃伦留在了校园，这个地方到处都是查克这样的年轻人。“二战”的老兵成群结队地走过学校的绿地，宾夕法尼亚大学校园的中心生活区全是这帮老兵。他们多年形成的世故和老道扩大了沃伦与同学之间的差异——在搬到华盛顿时，沃伦也曾有这种感受。校园生活忙碌又很社会化，在这样的校园里，在一群性格坚毅、穿着运动外套和锃亮皮鞋的人中，穿着松垮T恤和破旧网球鞋的沃伦很显眼。宾夕法尼亚大学的橄榄球运动非常盛行，秋季的校园社交生活都是兄弟会组织的橄榄球比赛。沃伦虽然也喜欢运动，但是在这里运动的社交需求超过了他对运动的需求。他习惯了把大量时间用来琢磨事情、计算资金、整理他的收藏，以及在自己房间里演奏音乐。在宾夕法尼亚大学，这一年的1600名学生四处交友调情、玩儿摇滚乐、喝酒、玩儿橄榄球，而沃伦的独居寡处则显得格格不入。⁸他就像蜂巢里的一只蝴蝶。

对于飞入蜂群的蝴蝶，蜜蜂出现强烈反应是预料中的事。查克保持着士兵式的整洁，当他第一次见到他的新室友时，沃伦的邋遢令他感到震惊。他很快发现，沃伦完全不知道怎么独立生活。

在他们合住后的第一个晚上，查克因参加社交活动照例回来很晚。第二天早上，他醒来发现整个浴室一团糟，而他的室友显然已经急匆匆地去上早课了。晚上看到沃伦时，查克说：“洗漱完以后请把浴室打扫干净，好吗？”“好的。”沃伦说。查克接着数落：“我早上进来的时候发现你把剃刀丢在水槽里，把肥皂沫弄得到处都是，毛巾扔在地上，简直比地狱还糟糕。我喜欢干净。”沃伦只好不停地道歉。

第二天早上查克起床的时候，沃伦的毛巾还是在浴室的地上，水槽里都是细小的胡须，此外居然还有一把湿漉漉的电动剃须刀。晚上，查

克看见沃伦时对他说：“沃伦，你自己看看。用完剃刀要拔掉插头，否则别人可能会因此而触电。我不想每天早上帮你收拾，你的不拘小节会把我逼疯的。”“好的，好的，没问题。”沃伦答道。

可是，一切还是维持原样。剃刀还是放在水槽里。查克意识到，他说的话沃伦根本就没有听进去。他很生气，决定采取行动。他把剃刀的插头拔了，然后扔进已经放满水的水槽里。

第二天，沃伦买了一个新的剃刀，插上插头，浴室照旧一片凌乱。

查克没辙了，他想他是跟一个处在青春期的叛逆的孩子住在一起。沃伦当时沉迷于阿尔·乔森的音乐，每天没日没夜地练习他的曲子，⁹唱着“妈咪，我愿意为了你的一个微笑而跋涉千里”。¹⁰

查克需要学习，可是沃伦的音乐让他无法安静。沃伦有充足的时间唱歌，因为他只买了少量的课本，而且在开学前就已经读完了，就跟别人看《生活》杂志一样。之后，沃伦把书本扔到一边，再也不翻。这让他能够把整晚的时间都用来唱“妈咪”——只要他喜欢的话。查克觉得自己快要疯了，而沃伦知道自己很幼稚，但就是没有办法控制自己。

我那时候可能无法很好地适应一切，而且我和整个环境不同步。除了我的年纪也比其他人都小以外，在很多方面，我的表现比自己的年龄还幼稚。我真的无法适应社会。

查克的业余生活自然丰富多彩，他宣誓加入了Alpha Tau Omega兄弟会。沃伦对希腊人的生活不感兴趣，但是，他宣誓参加了父亲的Alpha Sigma Phi兄弟会。这个组织并不是特别令人讨厌，但是，其宣誓仪式却让沃伦闹了个大红脸。这个兄弟会的格言是具备热情、谦虚和勇气。沃伦有足够的热情和谦逊，但缺乏勇气却是他的致命弱点。¹¹宣誓仪式是去沃纳梅克百货商店买特大号的女士内裤和内衣，沃伦在内衣柜台前排徊了很久很久，然后才看见窃笑的售货员小姐。¹²

1947年秋天，利拉和多丽丝在华盛顿一个叫“Coffee with Congress”的电台节目中谈到沃伦那时理着平头、有点儿天真的外表。

主持人：沃伦长得英俊吗？

利拉：他小时候长得不错。他就是孩子气——我们不说他英

俊，但他也不难看。

主持人：那他很帅。

利拉：不，不帅，只是对人友好。

主持人：那让我们从一个女孩的角度来看，他是不是很可爱？

多丽丝（外交辞令）：我觉得他给人一种粗犷而率直的感觉。13

尽管沃伦的鼓声和歌声很烦人，查克还是慢慢开始喜欢沃伦，把他当成自己的弟弟看。但查克始终不能理解，他的这个室友整个冬天一直穿着一双破旧的凯德软底帆布鞋。即使要打扮，也可能一只脚穿黑色的皮鞋，另一只脚穿棕色的，而沃伦本人却毫无察觉。

就像和沃伦在一起的很多人一样，查克感到自己必须好好照顾他。他们一周在学生食堂一起吃几次饭，沃伦每次都点同样的东西：一块牛排、一份土豆配菜和一罐百事可乐。后来沃伦又发现了一种浇着炼乳的巧克力圣代，每天都吃。有一天吃完午饭，查克把沃伦带到新安装的乒乓球台前，查克很吃惊，沃伦来华盛顿4年了，居然从来没有打过乒乓球。在最开始的几盘，沃伦只能勉强接住查克的球，查克显然赢得很轻松。

后来的一两天里，沃伦简直打乒乓球打疯了。他每天早上第一件事就是跑到学生活动中心，找一个走过的人，然后在乒乓球台上将他“屠杀”。他每天下午要打三四个小时的球，查克简直不能相信沃伦的变化，但至少乒乓能让沃伦在查克学习的时候离开房间，不再制造噪声。14

然而乒乓球还不能完全满足宾夕法尼亚的体育锻炼要求，在斯库尔基尔河上赛艇和双桨式划水是宾夕法尼亚最流行的运动。学校有许多类似的俱乐部，沃伦参加了一个150磅重量级别的新生划船俱乐部，并加入了其中一支8个人的队伍。沃伦喜欢划船，就像喜欢举重、篮球、高尔夫球、乒乓球和他自己的波洛球游戏一样，因为这些运动是重复性的，有规律、有节奏。但划船是集体运动，沃伦喜欢投篮是因为他可以自己一个人练习。他从来没有成功地参加过集体运动，甚至是和别人搭档跳舞。在他从事的工作和业务领域，他都能成为一个成功的领导者，但他没有办法和别人一起搭档工作。

“这太痛苦了。做一个船员，你不能就只是跟着或者滥竽充数。你必

须和其他人同步把浆放在水里。你会累得难以置信，但是你必须跟上速度，而且必须要很和谐一致。这真是一项令人难以忍受的运动。”沃伦每天下午回到寝室，都是浑身湿透，手上起泡流血，然后以最快的速度入睡。

他开始寻找另一种团队活动。他希望查克和他一起卖二手高尔夫球，但查克忙于学习和社交活动，拒绝了他。沃伦还建议查克和他一起搞弹子球生意，他不需要查克出钱出力，但查克根本搞不清自己能做什么。其实沃伦只是需要有个人听他谈他的生意。如果查克成为他的伙伴，那查克也将成为沃伦世界的一员。

他总是很擅长这种“汤姆·索亚历险”，但是有一次，他输给了查克。他仍然希望查克不仅是他的朋友，还是他的生意伙伴。沃伦曾邀请查克到华盛顿来，查克吃掉了利拉招待他的所有东西，甚至是燕麦片，利拉对此很是吃惊。“沃伦会什么都不吃，”她说，“他不吃这个，不吃那个，总是让我弄一些很特别的东西给他吃。”查克觉得很有趣，沃伦的妈妈居然被儿子搞得服服帖帖。

对查克来说，沃伦虽是不懂事的孩子，却是一个神童。上课时，沃伦总能记住教授说的话，根本不需要看课本。¹⁵他记性好到能记住页码，倒背段落，还在老师引用课文的时候纠正老师的错误。¹⁶他曾对一个老师说过：“你忘了逗号。”¹⁷

在会计课上，老师还没有把200个学生的考卷发完，沃伦就已经站起来交卷了。查克就坐在教室的另一边，感到分外挫败。沃顿是一个竞争激烈、学业负担很重的地方，但沃伦不需要付出很多就可以学得很好。他把大量的时间都花在了打鼓和唱歌上。

查克非常喜欢沃伦，但最后还是受不了了。

他搬出去了。有天早上，我醒来，查克离开了。¹⁸

在那个暑假，沃伦虽然不情愿，但还是回到了华盛顿，回到了家。利拉在外帮助军队做招募工作，所以巴菲特家的孩子们享受了一个难得的自由的暑期。伯蒂是一个露营顾问，而多丽丝则在Garfinkel商店找了份工作。让多丽丝吃惊的是，在申请工作的时候，商店职员问了她的宗教信仰。还有，他们规定黑人只能在一楼买东西，而一楼不卖衣服。¹⁹

华盛顿是当时美国种族隔离最严重的城市。黑人不能做有轨电车的司机，不能做任何高尚的职业，他们不能加入基督教青年会，不能在大多数餐馆吃饭，不能住酒店，也不能买歌剧院的票。全世界没有其他地方像华盛顿一样让深色人种感到紧张。一个外国游人说过：“我宁愿做一个印度贱民，也不愿意在华盛顿做一个黑人。”²⁰当时被一些右翼人士认为是“商业共产主义报纸”的《华盛顿邮报》已经开展了一段时间的种族主义运动。²¹虽然杜鲁门总统已经在军队中废止了种族歧视，同时推动公民权利改革，但进展很缓慢。

沃伦并不阅读风格自由的《华盛顿邮报》，几乎不关注华盛顿的种族问题。他还不够成熟，尚完全沉浸在自己的小生意里。他又回去为《时代先驱报》送报纸，继续开着借来的福特小车。他又和丹利在一起，打算买一辆消防车，但最后还是花350美元买了一辆1928年的劳莱斯小轿车。它是灰色的，比一辆林肯轿车还要重。引擎一开始有点儿问题，沃伦和丹利维修了一下，然后终于开出华盛顿50英里后返回。车冒着烟，漏着油，开在路上歪歪斜斜。但当他们被警察拦下的时候，沃伦不停地说啊说，总算没有被罚。²²

他们把车停在巴菲特家的车库里，但很快弄得家里都是烟，只好把车拖出来，停到街上。他们用了整整一个星期来维修车子。多丽丝说：“基本上都是丹利在干活儿，沃伦只是负责在旁边看着，并不断鼓励他。”

当他们开始给车子刷漆时，丹利和他的女朋友诺尔玛·瑟斯顿买了一种带海绵的工具，把车刷成了深蓝色，看上去真的很棒。²³消息自然而然地传开，于是他们把车出租，35美元一天。

沃伦又有了一个主意，他想让大家注意到他的车。丹利穿得像一个司机，而沃伦穿上他的浣熊毛皮大衣，发动汽车，带着头发染成鲜艳颜色的诺尔玛·瑟斯顿一起去市区。丹利假装在修引擎，沃伦拿着一根手杖给予指导，而诺尔玛·瑟斯顿则像个电影明星一样站在一旁。“这些都是沃伦的主意，”诺尔玛·瑟斯顿说，“他是有表演天赋的，我们想看看有多少人会在街上看我们。”

诺尔玛·瑟斯顿知道沃伦从来没有和女孩真正约会过，在和女孩子交往方面需要帮助。于是，她把她的表亲鲍比·沃利介绍给沃伦。他们在那个夏天纯情地约会，一起看电影、玩儿桥牌，沃伦接二连三地给她出各

秋天来了，沃伦离开鲍比回到宾夕法尼亚大学，他已经18岁，是大二学生。他现在有了两个新的室友，一个是兄弟会的克莱德·赖格哈德，另一个是分配到他们宿舍的新生乔治·奥斯曼。刚进学校时，沃伦让克莱德在一次商业计划中当挂名负责人，虽然那次的生意最终没什么进展，但是经过短暂的合作，两人成了朋友。

相比当新生的第一年，沃伦并没有改变太多，但他和克莱德的共同点显然要多于和查克的共同点。当时，克莱德觉得沃伦的网球鞋、T恤和脏兮兮的卡其布裤子很好笑，而当沃伦嘲笑克莱德的考试分数时，克莱德也不往心里去。“虽然他没有让我变得更聪明，但他确实让我更有效地利用已经掌握的东西。”克莱德说。事实上，沃伦是一个有效利用自己的资源的行家，尤其是利用自己的时间。他每天早早起床，在寝室吃完鸡肉沙拉，然后去学校上课。25在第一学年的混沌之后，他终于找到了一门他喜欢的课——霍肯贝瑞教授的“101个行业”。这门课讨论了不同的行业，以及运营一家公司的具体细节。“纺织、钢铁、石油……我到现在还记得那本书，我从中学到很多东西。我能想起书中提到的石油开采的法律，钢铁的贝塞麦炼钢法。我对那本书非常着迷，对我来说，真的是很有意思。”不过，与沃伦住同一栋宿舍楼的哈里·贝沙是一位苦读者，和沃伦一起上霍肯贝瑞的课，学得很吃力，他很不喜欢沃伦轻松前进的学习风格。26

卡塔尔多教授所讲授的商务法也让沃伦很受用。“教授有非常强的记忆力，他会引用很详细的案例。我仍记得哈德利起诉巴克森格尔，以及肯伯起诉法伦的案例。所以，我在考试的时候会尽量引用他讲授的知识来回答问题，不管是不是适用。教授则全盘接收。”

在优秀的记忆能力的帮助下，沃伦很轻松地学习，能充分享受其他时间。午饭时间，他会去Alpha Sigma大厦。这是一栋三层楼的建筑，有旋转楼梯，工作人员是黑人克尔森。他穿着白色的外衣烹饪、打扫，让这个地方具有一种庄重之感。餐室的拐角处全天都有人玩儿桥牌游戏，沃伦会坐下来，玩儿上几把。27沃伦一直保持着对恶作剧的爱好，有时，他会让兄弟会的莱尼·法里纳在大街上摆个引人注目的姿势照相，而他自己假装在扒莱尼的口袋，或者是擦皮鞋。28

沃伦曾让年纪比自己大的科林光着身子、戴着面罩潜到水里去，和

这种鬼主意一样，在这段时间里，沃伦和克莱德一起告诉他们的另一个室友乔治，说他看上去“精神不振，太瘦弱，如果不锻炼肌肉，就无法吸引女孩子”。他们最后策动乔治给自己买了几个杠铃。“然后，当哈里·贝沙在楼下学习的时候，我们常常‘砰砰’上下举动杠铃。我们把这些杠铃‘砰’地放在地板上，以此作弄贝沙，觉得特别有趣。”²⁹

不过，在大学里，沃伦开始放弃让自己变得很强壮的想法。“一段时间之后，我觉得自己的骨头有问题。我的锁骨不够长，锁骨决定了你的肩膀宽度，而你无法改变你的锁骨。这就是我为什么觉得厌烦并最终放弃的原因。我想明白了，我无论如何都无法拥有女孩子所青睐的肌肉。”

自从进入宾夕法尼亚大学，沃伦还没有过任何约会。周六是兄弟会举行大型聚会的日子，有橄榄球比赛的赛前午餐会、赛后鸡尾酒会、晚餐和夜晚舞会。沃伦写信给鲍比，让她来过周末，并说他实际已经爱上了她。鲍比喜欢他，也被他的信打动，但却没有回应他的感情。³⁰

沃伦和安·贝克有过一次约会，她在布林茅尔学院读书。当沃伦搬到华盛顿后不久，他曾在安爸爸的面包店打过工。那时沃伦读八年级，而安还是一个有着长长金发的小女孩。安·贝克曾经被评为高中最害羞的女孩。他们约会的那天就像是一场害羞比赛：他们一起在费城漫步，彼此都异常缄默。³¹“我们可能是全美最害羞的人。”沃伦回忆说。沃伦不知道要怎么挑起话头，一紧张，他就小声嘟囔。³²

有时候，沃伦和克莱德开着借来的福特小轿车去郊区找关于木乃伊、吸血鬼和科学怪人之类的恐怖电影。³³那个时候很少有人有车，所以，他在兄弟会的兄弟们对此印象颇深。³⁴这颇为讽刺：沃伦是唯一一个有车可以和女孩子有亲密关系的人，但却找不到女孩子。他不参加常青藤联盟大学的舞会和兄弟会之间的联谊舞会。而且他也总是会跳过 Alpha Sigma Phi 兄弟会周日的下午茶舞会，也从不参加兄弟会聚会。³⁵当有人讨论关于性的问题时，他会紧张得脸红，并盯着自己的鞋子看。³⁶在这样一所谈情说爱风行的学校，沃伦完全不在状态。

我试着喝酒是因为我参加了兄弟会，我交的会费的一半都用来为这些聚会买酒精饮品。我觉得我快喝醉了，但是，我就是不喜欢这个味道。我不喜欢啤酒。即使不喝酒的时候，我也会有愚蠢的举动。我的意思是，我就坐在那里，和其他人一块儿——他们不让我喝酒，我也会犯傻。

不过，即使没有女伴，也不喝酒，沃伦有时候也会出现在周六的联谊晚会上。他能够吸引一小群人坐在角落里，听他发表股评。沃伦了解股票市场，也知道怎么讲得动人。在投资和商业领域方面，沃伦在Alpha Sigma Phi兄弟会的同伴们都会听从他的建议，他们很崇拜沃伦在政治方面渊博的知识，认定沃伦具有某种“政治家的内在”，送了他一副球拍，上面写着给他起的绰号“参议员”。³⁷

沃伦以新生身份加入了青年共和党，因为他爱上了其中的一个女孩。但是，沃伦没成为那个女孩的男朋友，反倒二年级的时候成了这个组织的主席。沃伦的上任时间是一个令人激动的时刻——总统选举年的秋季。1948年，共和党支持托马斯·杜威，让他和弱势的现任总统哈里·杜鲁门竞选。

巴菲特一家越来越痛恨杜鲁门。虽然霍华德提出了所谓的“杜鲁门主义”——目的是为了抑制共产主义的扩张，但是，和很多保守主义者一样，霍华德认为，杜鲁门和他的国务卿乔治·马歇尔正在假装和苏联的斯大林套近乎。³⁸此外，杜鲁门执行了马歇尔计划，在“二战”后运送了1800万吨食物到欧洲。霍华德则是74名投反对票的议员之一，他非常肯定马歇尔计划会是另一个版本的“老鼠洞计划”，也确信民主党正在破坏经济，于是，他开始买金项链给他的女儿们，以防美元变得一文不值的时候，她们无法养活自己。

那年霍华德正在为他的第四次竞选忙碌，他在投票通过《塔夫脱-哈特莱法案》之后被嘘，当时沃伦也在现场，不过，和家庭的其他成员一样，沃伦认为霍华德的议员位置还是比较稳的。尽管如此，霍华德第一次将竞选托付给了竞选活动负责人手里——巴菲特家的朋友威廉·汤普森博士。在奥马哈，汤普森非常有名并很受尊重，他了解这个城市的命脉，此外他还是一位心理学家。日子一天天过去，选举不断向前推进，奥马哈的人们都赶来祝贺霍华德。“恭喜，你又当选了。”看上去选举似乎已经结束了。

另一边，杜威似乎也是稳操胜券。投票显示杜鲁门被远远地甩在了后面，不过，杜鲁门毫不理会这些情况，一直在外面巡回演讲，每到一处，只作短暂停留，在火车车厢里发表演说，宣传他的“公平施政”政策：全民医疗保险，广泛的公民权利立法，废除《塔夫脱-哈特莱法案》。杜鲁门在奥马哈作了停留，参加了一个游行，为一个公园举行了落成仪式。他看上去很高兴的样子，似乎根本没读到报纸对他的失败的

随着选举日的临近，沃伦很高兴地预期着父亲和杜威的胜利，并和费城动物园计划好，要在11月3日那天，骑着一头大象沿着伍德兰大街而行。沃伦想象着这将是一种凯旋的游行，就像迦太基名将汉尼拔进入撒丁尼亚岛一样。

但是，在选举日的第二天早上，沃伦不得不取消了准备好的表演。杜鲁门赢得了1948年的总统竞选。霍华德输了，选民们把霍华德·巴菲特赶出了国会。“我之前从来没有骑过大象。当杜鲁门击败杜威，大象也没戏了。我父亲在他的4次竞选中，第一次遭遇失败。这真是糟糕的一天。”

两个月以后，霍华德任期结束，巴菲特一家要离开华盛顿前几天，沃伦的叔公弗兰克去世了。当沃伦还小的时候，在哈里斯·厄汉公司，弗兰克对着所有股票大喊：“价格会跌到零。”宣读他的遗嘱时，家里人发现他只投资了政府债券。⁴⁰弗兰克叔公比他的“淘金女”太太活的时间长，按照他的遗嘱，所投资的政府债券被放到一个受限信托公司，并要求到期后，进行政府债券的再投资。仿佛是要说服他的侄子和信托人霍华德，弗兰克为家庭成员们都订阅了《巴克斯特书信》，告诉他们政府债券是唯一安全的投资。弗兰克希望来世获得平静，而他是当时唯一一位巴菲特家族中对身后事有交代的人。

但是毫无疑问，霍华德害怕通货膨胀，并认为政府债券最后会变成废纸。他的担心战胜了他对遗嘱的顾忌，他设法修改了弗兰克的遗嘱，并在法律上获准了一些技术上的调整，这样一部分钱最后可以用于股票投资。⁴¹

这一切的发生适逢利拉所说的“多年来最寒冷的冬天”。暴风雪侵袭了中西部地区，有好几周，人们不得不在天寒地冻的天气里，从内布拉斯加周边的州县空运干草给被冰雪封锁的牲畜，不让它们在自己眼皮底下死去。⁴²这个严冬的干草堆成为了杜鲁门胜利的标志。从来没富裕过的霍华德现在有两个孩子在读大学，另一个则快要进大学了。他重新回到以前的公司，现在叫巴菲特-福克公司。但在霍华德离开期间，他的合作伙伴卡尔·福克已经完全控制了公司客户，现在也没有兴趣和霍华德

一起分享。霍华德在奥马哈市区漫无目的地走着，雪花扫过他的脸，他想寻找新的客户。但是，由于他长期不在奥马哈，大多数人都只能通过他写的文章了解他，而诸如《人类自由取决于可兑换黄金的货币》之类的文章则让他获得了极端主义者的称号。⁴³在1949年春天，霍华德去乡间，为了寻找新主顾，敲开每家农户的大门。⁴⁴

对沃伦来说，父亲的失败让他感到很难过，但也让他找到理由离开东海岸。他觉得学校很枯燥，非常痛恨费城，还因此给费城取了一个绰号叫“肮脏的德尔菲”（Filthy-delphia）^[1]。⁴⁵

春季的学期一旦结束，沃伦回来后就可以永远待在家里了。他的心情如此轻松，连信上都签的是“前沃顿的巴菲特”。他的理由是，内布拉斯加大学林肯分校的学费比宾夕法尼亚大学便宜，他要在内布拉斯加大学读完最后的课程。⁴⁶他把轮胎破旧的福特小车还给了戴维·布朗，由于轮胎实行配额供应，⁴⁷因此如何更换轮胎就是布朗的事了。沃伦只想要一个宾夕法尼亚大学的纪念品。离开的时候，沃伦和克莱德用掷硬币的方式来决定谁将拥有西蒙写的《桥牌失利原因解析》。结果沃伦赢了。

[1] 费城英文名为Philadelphia，与沃伦新起的绰号发音相近。——编者注

15 面试

林肯、芝加哥，1949~1950夏

沃伦在1949年夏季回到内布拉斯加，回去后做的第一件事就是在《林肯日报》找了一份工作，负责管理这份报纸在非城市地区的投递工作。他和他的朋友杜鲁门·伍德（多丽丝的男朋友）一人出一半的钱买了一辆车。沃伦在林肯市待得很舒服，早上去大学上课，然后下午开着车四处走，管理他的送报业务。在空暇时间，他会拜访当地报纸的编辑，和他们聊商业、政治和新闻行业的话题。监督管理报童是一件严肃认真的工作，因为沃伦现在是负责人了。来自6个农村县级地区的50个男孩向“巴菲特先生”报告工作情况。当沃伦雇用了比阿特利镇一名牧师的女儿后——他认为她会很负责地递送报纸，管理方面的挑战就来了。有三个比阿特利镇的男孩立马就不干了，因为沃伦把送报变成了一份女性化的工作。

在奥马哈的那个夏天，沃伦有部分时间在JC Penney服装店销售男士服饰。他重燃对女孩子的兴趣，买了一把夏威夷四弦琴，和一个女孩的男朋友展开竞争。不过，最后的结局是，沃伦手里只拿着夏威夷四弦琴，却没有俘获那个女孩。

不过，JC Penney服装店倒是一个很好的工作场所。员工们每天早上在地下室以一种非正式的方式上演一次“赛前动员会”。沃伦穿着廉价的西装，弹奏着他的新四弦琴，所有人一起唱歌，然后沃伦出发去男装区做他那份75美分每小时的工作。这家店会在圣诞期间请沃伦回来做事，仍然是让他销售男士服饰。看着成堆的服饰商品，沃伦问他的经理，怎么跟顾客介绍这些衣服。“就告诉他们这是一种精纺毛料制成的服饰，”兰福德先生说，“没有人知道精纺毛料是什么东西。”沃伦压根儿就不知道精纺毛料是什么，不过，在JC Penney服装店，他只卖过这玩意儿。

到了秋天，沃伦和杜鲁门·伍德一起租下了佩珀大街上一栋装修不错的房子，然后开始了在内布拉斯加大学的学习生活。与宾夕法尼亚大学

相比他更喜欢这里的老师，他选了很多的课程，跟从他迄今为止遇到过的最出色的老师雷·戴恩学习会计课程。

那一年，沃伦的高尔夫球买卖重新开张，这次的搭档是宾夕法尼亚大学的朋友杰里·奥兰斯。沃伦会开车到奥马哈火车站，从他以前的供货商“Half-Witek”那里挑选高尔夫球。¹奥兰斯是沃伦在东海岸的销售人，不过实际上，沃伦确实需要一个合伙人。他同时也投资股票，并打算卖出汽车制造商西泽-弗雷泽公司的股票。这家企业在1947年生产出第一辆汽车，不过之后却眼睁睁地看着自己的汽车市场份额从大约5%减少为不到1%。“亲爱的爸爸，”沃伦在信纸上写道，“如果说这些市场份额的变化不存在显而易见的趋势，那我的统计学就白学了。”西泽-弗雷泽公司上半年损失了800万美元，“因此，再考虑到做假账的因素，亏损可能更大。”²他和霍华德一起卖空了这只股票。

回校上学期间，沃伦去经纪商Cruttenden-Podesta公司的办公室，问一个叫鲍勃·索纳的股票经纪人在哪里交易股票。索纳看着黑板说：“5美元。”沃伦解释说，他卖空了股票——借了股票卖出去。如果价格如预期那样下跌了，那他可以把股票买回来，归还股票，获得差价赢利。因为沃伦认为西泽-弗雷泽公司会破产，如果他以5美元/股卖出了这些股票，那他就可以花几分钱把股票买回来，每股可以赚将近5美元。

我会让这个傲慢的小后生好看！索纳说：“你的年纪还不够卖空股票。”“哦，是的，”沃伦说，“我是以我姐姐多丽丝的户头做的。”沃伦说明了这只股票价格会跌到零的原因，并摆出了证据。³“他完全把我给驳倒了，”索纳说，“我毫无还嘴之力。”

沃伦等着西泽-弗雷泽公司的卖空之计生效，一直等着。在等待期间，他开始到Cruttenden-Podesta公司附近转悠。他对这个策略很有信心，西泽-弗雷泽公司最终会一钱不值，这太明显了。与此同时，沃伦和索纳还成了好朋友。

1950年春，经过3年的学习，沃伦只需要再上几节暑期班的课就可以毕业了。就在这时，沃伦做出了一个完全改变他到目前为止的生活轨迹的决定。高中毕业之后，他就认为，自己完全有资格和能力在35岁的时候实现成为百万富翁的目标，而无须接受进一步的教育。然而现在他却立志要去哈佛商学院，在受教育的过程中，他对正规的课程学业几乎没有什么兴趣，但对学习知识则很有兴趣，并认为自己大部分是在自

学。不过，哈佛给了他两大重要收获：声望威信和未来的人际关系网。他刚刚目睹自己的父亲被赶出国会，而且股票经纪职业也遭遇失败。部分原因就在于他父亲往往为了自己坚定的最终理想而孤立自己，不惜牺牲人际关系。所以，沃伦选择哈佛并不意外。

沃伦非常有信心哈佛会录取他，以至于他已经迫不及待地邀请杰里·奥兰斯和他一起去读哈佛。⁴此外，他也认为自己可以申请到奖学金。

有一天，我在学生报纸《内布拉斯加日报》上读到一条小新闻，上面说：“今天将颁出约翰·米勒奖学金。⁵申请者请到商学院所在大楼的300房间。”如果你得到所选择的学校的鉴定认可，那么该奖学金将会为你提供500美元。^[1]

我去300房间，是唯一一个到场的人。那里的三名教授一直想再等等看。我告诉他们：“不，别等了，已经3点钟了。”因此，我没动一个指头就得到了这笔奖学金。

这笔从大学报纸上获得的钱让沃伦变得富裕，他在半夜起身搭乘前往芝加哥的火车，去参加哈佛的入学面试。沃伦19岁，比毕业生的平均年龄小了两岁，同时也比商学院学生的平均年龄小。他的成绩不错，但并非特别拔尖。尽管是国会议员的儿子，但他没有动用任何关系以进入哈佛。既然霍华德·巴菲特不会讨好人，也不愿受人吹捧，那么他的儿子也不会这样。

沃伦打算凭借自己对股票的了解在面试时有不俗的表现。到现在为止，无论什么时候他开口谈到股票，人们都会不由自主地听他说话。他的亲戚、老师、父母的朋友，以及同学们和所有想听他关于股票的观点的人，都是如此。

不过，他错解了哈佛的宗旨——其目标是培养领导者。他来到芝加哥，进入面试。沃伦因为自己在股票方面具有天赋而拥有自信，面试的男士通过这种对单一领域的自信一下就看出了沃伦的自我意识和他不太自信的内在。“我的样子看起来在16岁左右，而情绪的表现大概是9岁。我和进行面试的哈佛校友待了10分钟，他评估了我的能力，把我拒之门外。”

沃伦根本没有得到机会展示他的股票知识。哈佛的这位先生很有礼

貌地告诉他，在几年后，他会有更好的机会。沃伦很天真，这番话并未令他十分消沉和低落。当哈佛来信拒绝他的申请时，他惊呆了。他说，他的第一个想法是：“我要怎么跟我父亲交代呢？”

虽然霍华德很吃惊，表情也不太好看，不过他对他的孩子并不苛刻。哈佛是沃伦的梦想，并不是他父亲的梦想。真正的问题可能在于，沃伦要怎么跟他妈妈交代。

虽然他们进行过交谈，但是记忆都已经模糊。不过，后来沃伦认为哈佛遭拒是他一生中关键的一幕。

沃伦几乎立刻动手研究其他学校。一天，快速翻阅哥伦比亚大学概况手册的时候，他见到两个非常熟悉的名字：本杰明·格雷厄姆和戴维·多德。

对我来说，这可是两个响当当的名字。我刚好读过格雷厄姆的书，不过，我不知道他在哥伦比亚大学教书。

“格雷厄姆的书”指的是《聪明的投资者》这本书，1949年出版。⁶这本书向各类投资者，不管是谨慎型还是投机型，提供实战建议，摧毁了华尔街的投资惯例和陈规，颠覆了以前股票投资在大范围内存在的一致性思维。这本书首次用老百姓都能明白的方式阐释说明，股票市场并不是通过黑魔法在运行。通过真实示例，比如北太平洋铁路、美国夏威夷轮船公司，格雷厄姆展示了如何运用一种理性和数学的方式对股票进行估值。他说，投资应该是系统化行为。

这本书迷住了沃伦。很多年来，他去市区的图书馆，查看每一本可能与股票和投资有关的书。很多书都提出了基于模型挑选股票的系统，沃伦想要一个能够可靠运行的系统。他曾经着迷于数字化分析方式——技术分析。

“我把这方面的所有书读了又读。对我影响最大的一本可能是加菲尔德·德鲁写的关于散股交易的⁷书，这本书非常重要，我把它读了3遍。我还看过爱德华兹和麦基的书，⁸那可是技术分析的圣经。我会去图书馆，把它们一口气读完。”不过，当他发现《聪明的投资者》这本书后，他反复咀嚼。和他一起租房的杜鲁门·伍德说，“他就好像找到了上帝。”⁹在仔细研究和思考后，沃伦有所创新和拓展，进行了自己的“价值

投资”。通过他父亲的关系，他知道了一家叫Parkersburg Rig & Reel的公司。他根据格雷厄姆的规则进行了研究，然后买了200股。¹⁰

根据沃伦手里所拿的哥伦比亚大学介绍手册，那位他最喜欢的作者本杰明·格雷厄姆在哥伦比亚大学讲授金融学。戴维·多德也在那儿当老师，是商学院的教学副院长、金融系系主任。1934年，格雷厄姆和多德合著了关于投资的基础教程《证券分析》。《聪明的投资者》是给外行人看的《证券分析》版本。正如哥伦比亚大学的介绍手册所说：这个世界上，没有其他城市能够提供如此多的机会，可以直接了解、熟悉实际的商业行为。在这里，学生可以和著名的美国商界领袖人物进行面对面的接触，他们中很多人会慷慨地把时间用于研究生课程、讲座和研讨会。这个城市的商业团体很欢迎学生来访。¹¹即使是哈佛都不能提供这些。

沃伦如今决定要去哥伦比亚。但是，时间已经太晚了。

我在8月写的申请信，离开学只剩一个月，而其实我早应该这么做了。天知道我写了些什么。我可能写的是，我刚刚在奥马哈大学发现了这本册子。手册上面说你和本杰明·格雷厄姆在贵校任教，我认为，你们是站在奥林匹斯山山顶的某个地方，正笑着俯视我们其余的人。如果我能被录取，我会很高兴。我当然知道这不是一次常规的入学申请，这可能是一次非常私人的申请。

不过，以这种书面申请的方式，沃伦给人留下的印象比面试成功多了。这份申请最后到了戴维·多德的桌上，他当时是商学院副院长，主管招生。到1950年为止，多德已经在哥伦比亚大学当了27年的老师，而且，他实际上已经是著名的本杰明·格雷厄姆的初级合伙人。

多德身材瘦小、虚弱，还秃顶，一直照顾着待在家里、身有残疾的妻子。多德是基督教长老会牧师的儿子，比沃伦的父亲年长8岁。也许多德被这封申请信所透露的个人天性触动了。在哥伦比亚大学，他和格雷厄姆更感兴趣的是学生对商业和投资的偏好，而不是他们的情感成熟度。格雷厄姆和多德并不想打造领导者，他们是在教授一种特别的专业技能。

不管是什么原因，在截止日期之后，没有经过面试，沃伦就被哥伦比亚大学录取了。

[1] 500美元可不是一个小数，这相当于2007年的4 300美元。

16

一记好球

纽约，1950秋

沃伦只身一人来到纽约。在这里他唯一认识的人就是他的舅妈多萝西·斯塔尔——受人尊敬的马里昂·斯塔尔的遗孀，除了舅妈之外，他再也不认识任何自己喜欢的慈祥女性了，他在商学院的老师 and 同学几乎是清一色的男性。在宾夕法尼亚大学，他和家人也就离了几小时的路程，但在这里，就他自己。沃伦的父亲再一次醉心于政治，正奔忙于重新获得国会议员的席位——这一次他是一个人操持竞选活动了。不过，即便他胜出，纽约到华盛顿也有很长一段距离。

沃伦申请哥伦比亚大学的时间太晚了，无法住进学校的学生宿舍。因此，他找了最便宜的住宿地：加入基督教青年会，一天一角钱。住在青年会位于西34街——离宾州火车站很近的斯隆楼，则是每个房间一天一美元。¹沃伦可不是个穷光蛋，他身上带着米勒奖学金提供的500美元，以及父亲给他的2 000美元——既是毕业礼物，也是不许吸烟的部分协议。²此外，沃伦另攒了9 803.7美元，其中一些投资了股票。³沃伦的净资产包括44美元现金、买汽车的一半出资，以及投在Half-Witek高尔夫球业务上的334美元。不过，因为沃伦把每1美元都看成将来某一天的10美元，因此，除了必需的花费外，他是不会多拿出1美元的。每一分钱都是雪球的一片小雪花。

第一天沃伦去上戴维·多德的课——“金融学111~112章：投资管理和证券分析”。他记得多德一改平日的谨慎，对他的到来当面致以温馨的欢迎。沃伦已经多多少少记得一些教材《证券分析》的内容——格雷厄姆和多德写的关于投资的基础读物。⁴作为《证券分析》这本书主要的起草和构思组织者，多德对书的内容当然非常熟悉。不过，要说到教材本身，沃伦·巴菲特说：“事实就是，我比多德更了解教材。我可以引述书里的任何一段内容。当时，这本书差不多有七八百页，我知道里面的每一个例子，我已经把内容全都吸收了。有人如此喜爱他的书，你可以想象一下这对多德有怎样的影响。”

《证券分析》出版于1934年，这本巨著详细阐述了很多新颖的理念，而之后这些理念被深入浅出地总结为《聪明的投资者》。多德对本杰明·格雷厄姆4年以来的讲座、讨论会一丝不苟地做了笔记，并用自己的公司财务和会计学的知识对其内容进行了组织和丰富。多德在缅因州卡斯考湾的切比克岛有一栋房子供夏日避暑。在参加高尔夫球比赛和钓鲑鱼锦标赛的间隙，他在这所房子里构思了书的结构、校对了书的排版。⁵多德很谦虚地定义自己的角色：“格雷厄姆很有才华，而且长期以来其卓越不凡的经历增补了他的天资，他还是一名了不起的文学天才。而我最大的用处就是在很多问题上充当‘魔鬼代言人’的角色——当我认为他在这些问题的争论中显得孤立无援的时候。”⁶

多德的课程教授对违约的铁路债券进行估值。从孩提时代开始，沃伦就有点儿喜欢铁路。当然，因为联合太平洋那漫长、曲折和丰富多彩的发展历史，当铁路破产来临时，奥马哈实际上是问题的中心。⁷沃伦在7岁的时候就开始读汤森德写的《债券推销术》，这是他最喜欢的书之一，他当时曾向圣诞老人许下了一个特别的愿望，希望得到这本大部头书。⁸现下，他喜欢破产的铁路债券的程度就如同期盼温暖春雨的鸭子。多德注意到了沃伦，请他到家里，带他去吃晚餐。沃伦得到了多德如父亲一般的关注，同时也很同情妻子有精神疾病的多德。

在课堂上，多德会提问，而沃伦会先于他人举手。每一次，他都知道问题的答案，都想回答，生怕失去了关注，毫不介意自己看起来会显得很傻。不过，有同学回想说，他看上去也不是在卖弄，他只是年纪很小、富有热情和不太成熟。⁹

和沃伦不同，他的大部分同班同学对股票和债券几乎没什么兴趣，可能都觉得这门必修课很沉闷无趣。他们是非常同质的一群人，在毕业拿到学位之后，他们中的大多数人都去了通用汽车、IBM或美国钢铁。

¹⁰

同学中有一个人叫鲍勃·邓恩，是班里的学术明星。沃伦很羡慕他堂堂的仪表以及他的聪明才智，经常去他的宿舍拜访他。一个下午，邓恩的同屋弗雷德·斯坦贝克正在睡午觉，突然被高声的说话声吵醒了。半睡半醒之间，他开始意识到，有人正在谈论一些有趣的事情，以至于他都无法再打盹儿了。从床上起身，他走进了另一个房间。在那里，他发现了一个平头、衣衫不整的小伙子在滔滔不绝地说话。这个小伙子坐在椅子上，身体向前倾，好像有人在他的脑后正端着一支发令枪。斯坦贝

克坐在一张椅子上，开始听沃伦说话，沃伦正权威地大谈他发现的一些被低估的股票。

明眼人都看到，沃伦已经完全沉浸于股票市场。他谈论一系列的小公司，包括轮胎橡胶公司和制锁企业萨金特公司，以及规模更大、做五金批发的马歇尔·韦尔斯公司。¹¹听着听着，斯坦贝克就成了跟随者，他立刻出门，有生以来第一次买了股票。

斯坦贝克是一位活跃的销售员的儿子，他父亲靠着坐在福特T型车后座上售卖一包包止痛药粉和“迅速复原兴奋药粉”——里面全是可卡因——而发财致富。¹²在卡罗来纳州的索尔兹伯里的小村子里，有一条同盟大街，他就是在这里长大的。弗雷德·斯坦贝克很有分析头脑，为人缄默含蓄，他天生就是沃伦的倾听者，两个人开始待在一块儿，他们一个是说话快速、看起来身材瘦弱的小伙子，一个是有着沙金色头发、长相英俊并且声音好听的年轻人。有一天，沃伦有了一个主意。他向多德教授请假去参加马歇尔·韦尔斯公司的年会。开始在哥伦比亚大学上学前的几个月，他和霍华德一起买了25股该公司的股票。

马歇尔·韦尔斯公司是明尼苏达州德卢斯五金批发商。这是我参加的第一次年会。他们在新泽西州的泽西市举行这次年会，因此，可能没什么人参加。

沃伦对股东大会的看法产生于他对商业本质的理解。他最近刚刚卖掉他的农场，价钱比5年前翻了一倍。在他拥有农场期间，他和租用农场的农户一起分享作物产生的利润。不过，他的租户得不到出售农场的利润。作为一名出资人，沃伦提供资金并承担风险，然后再获得利润——如果有利润的话。

沃伦以这种方式来思考所有的生意。雇员管理业务，分享由他们的劳动所产生的赢利。不过，他们对自己的雇主负有责任。当公司业务增长，获得成长收益的是雇主。当然了，如果雇员也购买了股票，那他们也会成为公司的所有者和其他出资人的合伙人。但是，无论雇员买了多少股票，作为雇员，他们仍然需要向企业所有者报告工作成绩。因此，沃伦把股东大会看作管理者管理工作的会计清算时间。

不过，公司的管理层可不这么想。

沃伦和他的新朋友斯坦贝克坐火车去泽西市。他们来到法人信托公司楼上的一间土褐色的会议室，看到有6个人在等着开会，公司打算以例行公事的方式敷衍地走完法律要求的股东会议程序。让人感到荒谬的是，公司管理层的冷淡和股东的漫不经心都对沃伦非常有利，因为越少人参加股东会，他从公司获得的信息就越有价值，无论是哪些信息。¹³

来的人中，有一个人叫沃尔特·施洛斯。沃尔特34岁，很瘦，脾气温和，一头黑发，来自纽约犹太移民家庭，是本杰明·格雷厄姆创办的格雷厄姆-纽曼公司的4个员工之一，每周的工资只有微薄的50美元。¹⁴会议开始后，施洛斯开始发问并指出管理层存在问题。尽管如此，按照德卢斯的标准，他也可能被视为无礼之人，冒犯了马歇尔·韦尔斯公司的这群人。“对这些外来者在他们的股东大会上插话，”斯坦贝克说，“他们有一会儿不高兴。之前从未有任何人来参加他们的会议，他们不喜欢这样。”¹⁵

沃伦立刻就被施洛斯的分析吸引了，当施洛斯表明自己是在格雷厄姆-纽曼工作的时候，沃伦的反应就像是家人重聚。会议刚一结束，沃伦就找到施洛斯，两人开始聊天。沃伦发现施洛斯和自己意见相投，都相信财富很难积累，但是容易失去。施洛斯的祖父在纽约的哈莫尼俱乐部里流连忘返，浪费光阴，而把自己的服装公司丢给会计员看管——会计员就是保管资金和往来记录的人，结果会计员监守自盗，挪用公司资金。之后，施洛斯的父亲与人合伙开了一家收音机制造厂，但是在他们售出收音机之前，仓库在可疑的情形下被烧得精光。再之后，在施洛斯13岁的时候，他母亲在1929年的大萧条中失去了财产继承权。

施洛斯一家靠汗水和决心度日。施洛斯的父亲找了一份工厂经理的工作，之后还推销邮票。施洛斯一从高中毕业就在华尔街当跑腿的——经纪公司里的“小马快递”^[1]中的一员，在街上跑来跑去传递信息。后来，施洛斯还在公司处理股票方面的杂事。他曾问他的上司，他可否分析股票，回答是“不行”。不过，他被告知“有个叫本杰明·格雷厄姆的人刚刚写了一本《证券分析》，看了这本书，你就能了解你所需要的一切了”。¹⁶

施洛斯一页页地读完格雷厄姆的书后，希望学到更多。每周两个晚上，从5点到7点，他开始去纽约金融学院听格雷厄姆的投资讲座。格雷厄姆于1927年开办这些讲座，作为他想在哥伦比亚大学讲授的大学课程的尝试。当时，公众并不了解股票，课堂上挤满了人。格雷厄姆有所保

留地说：“虽然我告诫我的学生，课上所提到的股票都只是为了示例说明，无论如何不能作为推荐去购买，但是，我所讨论的几只被低估的股票中有一些之后出现了大幅上涨，这样的事确实发生了。”¹⁷

当格雷厄姆提到他正在购买的股票时，像高盛首席交易员古斯塔夫·莱维这样的人会飞快地跑回去实施这些想法，让自己和公司赚钱。施洛斯完全被格雷厄姆的理念征服了，他后来成了自己偶像的雇员之一，为格雷厄姆和他的合伙人杰里·纽曼工作。沃伦发现自己本能地被施洛斯吸引住了，不只是因为他那令人羡慕的工作，也因为他坚韧不拔和毫无优势的奋斗背景。在马歇尔·韦尔斯公司的股东大会上，沃伦同时结识了另一位股东，虎背熊腰、叼着雪茄的路易斯·格林，一位有名的投资人，也是一家规模虽小，但很受人尊重的证券公司史赛克·布朗的合伙人。他也是本杰明·格雷厄姆圈子里的一员。¹⁸格林、格雷厄姆和纽曼一起寻找廉价的公司，他们想要购买足够多的股票，以进入董事会，进而可以对管理层施加影响。

沃伦被路易斯·格林吸引住了，想要给对方留下好印象，因此找机会和格林聊了起来。沃伦、斯坦贝克和格林一起从新泽西坐火车返回。格林请这两个年轻人吃了顿午餐。

有这样的经历真不错。沃伦发现格林很吝啬，这一点很符合他的脾气。“这个家伙非常富有，而我们去的是咖啡馆一类的地方吃饭。”

吃午饭的时候，格林开始聊起被女人追求的感受，而这些女人都是为了他的钱。格林已经人过中年了，因此，他的处理技巧就是直接面对这些女人：“你喜欢这些假牙？还是我的秃头？或者是我的大肚子？”沃伦很享受和格林的聊天，直到格林突然话锋一转，问了一个让他坐立不安的问题。

他问我：“为什么你买马歇尔·韦尔斯公司的股票？”

然后我说：“因为本杰明·格雷厄姆买了。”

千真万确，格雷厄姆已经成了沃伦的英雄，即便两人从未谋面。因为购买马歇尔·韦尔斯公司股票灵感来自于《证券分析》，所以，沃伦可能认为，他必须要仔细认真地把获得的东西了解清楚。¹⁹不过，实际上，沃伦有很好的理由去买马歇尔·韦尔斯公司，而不只是因为《证券分

析》一书提到过这只股票。

马歇尔·韦尔斯公司是北美很有名望的最大的五金批发企业。公司非常赚钱，如果它把收益分给股东作为股息，股东可以每股得到62美元。而当时股票的成交价格是200美元/股。持有一股马歇尔·韦尔斯公司的股票就如同持有一只利率高达31%的债券（200美元/股的股票每股收益为62美元）。以这个利率，在3年时间内，沃伦每在马歇尔·韦尔斯公司投1美元就可以获得差不多两美元。即使公司不把收益分给股东，股票价格最终也会上涨。

如果你拒绝这样一只股票，那你一定是个疯子。

不过，沃伦没有向路易斯·格林说明上述任何理由。相反，他说因为本杰明·格雷厄姆买了马歇尔·韦尔斯公司。

格林看着沃伦，说“好球”。沃伦说：“我永远忘不了他说这话时的表情。”

沃伦慢慢明白了他的意思：“沃伦，独立思考。”他觉得自己愚蠢极了。

沃伦不想再犯任何类似的错误，而且他的确想找到更多像马歇尔·韦尔斯公司这样的股票，因此当格雷厄姆的讲座临近，沃伦记熟了他能找到的关于格雷厄姆的一切——格雷厄姆的投资方法、他写的书、他投资的具体股票以及他自身的情况。沃伦了解到格雷厄姆是一家叫GEICO公司的董事长。²⁰《证券分析》里面没有提到过这只股票。当沃伦查看《穆迪手册》的时候，他发现格雷厄姆—纽曼公司拥有GEICO55%的股份，但是最近把股票分给了股东。²¹

这个GEICO公司是做什么的？沃伦很好奇。因此，几周后，在一个寒冷的周六清晨，沃伦跳上了去华盛顿哥伦比亚特区的第一班火车，来到了GEICO公司的大门外。周围没有其他人，不过一个警卫给他开了门。这名警卫后来回忆，沃伦以最谦卑的态度问他是否有人可以向他解释一下GEICO的业务，他确实提到自己是本杰明·格雷厄姆的一名学生。

警卫快步走到楼上GEICO财务副总裁洛里默·戴维森的办公室，他正坐在那里办公。面对沃伦的请求，戴维森心想：“既然是本杰明的学生，那我给他5分钟，并对他的到来表示感谢，然后礼貌地把他打发走。”²²

于是，他告诉警卫把沃伦带过来。

沃伦向戴维森作了自我介绍，带着清晰、恰到好处但又有些讨巧的真诚：

我叫沃伦·巴菲特，是哥伦比亚大学的一名学生。本杰明·格雷厄姆可能会成为我的教授。我读过他的书，认为他非常了不起。我注意到他是GEICO的董事长。我一点儿也不了解GEICO，所以，我来这里希望了解这家公司。

戴维森开始向沃伦谈起鲜为人知的汽车保险业务，心里想着，出于好心对待格雷厄姆学生的考虑，他可以浪费自己宝贵的几分钟时间。不过，戴维森说：“在他提问有大概10~12分钟之后，我意识到，我正在和一个非同一般的年轻人谈话。他问我的问题是经验老到的保险股票分析师才会问的问题，非常专业。他年纪不大，长相很年轻。他称自己是学生，但是他的言语却像一个阅历颇深的人。他的知识很渊博。当我对沃伦的看法改变后，我开始向他提问。然后我发现，他在16岁的时候就已经是一名成功的商人，在14岁的时候就开始上报自己的所得税，而且从此以后每年都会填报，他做着很多小生意。”

洛里默·戴维森自己已经取得很多成就，因此很难被什么打动。他的学业并不拔尖，不过，他说：“几乎从我10岁或11岁开始，我就知道我想要干什么，我就是想成为我父亲那样的人。我从未想过其他的职业（除了当一名债券推销员之外）。”他将华尔街视为圣地麦加，“最后的终点”。

1924年，戴维森推销了一周债券，就赚了1 800美元的佣金。过了一段时间，他开始用借来的钱投资股票市场，交易美国无线电公司（RCA）的股票。1929年7月，他认为股票价格会下跌，卖空了交易价格不合理的无线电公司股票。然而，不合理的价格变得更加不合理。当股价上涨了150个点的时候，戴维森赔了个精光。接着，当市场在10月29日崩盘的时候，为了控制和处理他的客户正面临的惊恐，他不得不把怀孕的妻子和自己挣来却又赔掉的每一分钱都先抛到一边。他和他的同事熬到凌晨5点，追缴客户的账户保证金。客户们也几乎无一例外，都是用借来的钱进行股票投资的。

一开始，客户带着现金来偿还他们的贷款。市场观察家和政府官员

一直不停地表示股票市场会很快反弹。他们的反应速度不错，但是方向错了。随后每追缴一次保证金，戴维森余下的客户就有一半清仓，无法支付他们的债务，还被取消账户。在大萧条之前，戴维森的兜里每年能装进10万美元佣金，²³但是，很快他销售债券每周只能挣100美元——即使这样他还是富有的人。“真的是满目凄凉，”他回忆起大萧条的时候，“我去看望一位老朋友，已结婚生子，之前非常成功，但现在他不得不去卖5分钱一个的苹果。”

就是通过销售债券的工作，戴维森碰巧拜访了GEICO。当他弄明白GEICO的经营方式后，他立马被吸引住了。

GEICO致力于汽车保险业务，通过邮购营销，而不通过经纪人，因此，其保险相对便宜。²⁴这在当时是很具有革命性的理念。要想赚钱，GEICO需要建立一套规则，来回避某些家伙，比如那些在凌晨3点喝了半瓶龙舌兰酒，然后超速行驶30英里的人。²⁵借鉴了USAA保险公司（其销售对象只限于军队官员）的做法后，GEICO的创建人里奥·古德温和克里夫斯·里尔决定只向政府雇员销售他们的汽车保险。因为和军队官员一样，政府雇员都是很负责任的人，习惯于遵纪守法。还有更重要的一点是，政府雇员的人数很多。GEICO就此诞生。

后来，里尔家族雇用了戴维森销售他们的股票，因为他们的根基在得克萨斯，不想再两边来回跑。在组织联合购买者的时候，戴维森接触了纽约的格雷厄姆-纽曼公司。本杰明·格雷厄姆很感兴趣，但是他听从了他那位脾气暴躁的合伙人杰里·纽曼的意见。戴维森说：“杰里认为以发行价购买股票是非法的，他说，‘我之前从来没有以发行价购买过任何股票，现在我也不打算开这个头。’”

他们讨价还价，通过适度的让步，戴维森说服杰里投资100万美元购买了GEICO公司55%的股份。格雷厄姆成了GEICO的董事长，纽曼加入了董事会。六七个月以后，洛里默·戴维森告诉GEICO的首席执行官里奥·古德温，自己愿意降低工资为GEICO工作，去管理公司的投资。古德温咨询了本杰明·格雷厄姆的意见，格雷厄姆同意了。

戴维森的故事让沃伦听得入了迷。“我只是不停地问关于GEICO的问题，他那天都没有去吃午饭，就坐在那里，和我谈了4个小时，仿佛我是世界上最重要的人。当他打开那扇见我的大门时，他也为我打开了通往保险世界的大门。”

当时，保险领域的大门对大部分人来说都是被钉死的，不过，商学院教授保险课程。沃伦在宾夕法尼亚大学就研究过保险，而这个领域的某些方面和赌博有些类似，这激发了沃伦计算赔率的兴趣。他开始对一种叫作联合养老保险的保险方案产生了兴趣——人们把钱放到一块儿，形成资金池，活到最后的人得到全部的基金。不过，当时这种做法是非法的。²⁶

沃伦甚至考虑把保险精算作为职业，如果是这样，他可能会数十年埋首桌面，辛苦处理统计数据，计算人的预期寿命。除了这些明显适合他个性的方式之外，计算寿命的保险精算工作可以让沃伦把时间都用来思考他最为关注的两件事之一：寿命预期。

不过，他另一件最喜欢做的事——敛财，占了上风。

沃伦正在抓住商业的基本理念：公司如何赚钱？一家企业更像一个人，它必须找到一个可以为雇员和股东赚钱的方式。

他领会到，因为GEICO以最便宜的价格出售保险，那它能够挣钱的唯一法门就是拥有尽可能低的成本。他同时明白，保险公司收取客户的保险费，要早在赔偿金支付之前，用保险费进行投资。对他而言，这听起来像是拿别人的钱免费使用，正是他所喜欢的那种方法。

对沃伦而言，GEICO是一个永不赔钱的企业。

周一，离沃伦回到纽约还不到48小时，他抛售了正在增长的资产组合中价值75%的股票，用现金买了350股GEICO。对一个平常做事谨慎的年轻人来说，这可是一大反常之举。

这么说毫不夸张，因为按照GEICO当时的价格，这是一笔本杰明·格雷厄姆不会同意的投资，即便格雷厄姆-纽曼就在最近成了GEICO的最大股东。格雷厄姆的想法是购买价格低于资产价值的股票，他并不信奉只专注于几只股票。不过，从洛里默·戴维森那里学到的东西让沃伦吃了一惊。GEICO正在快速成长，他自信能够正确预期该公司今后几年的价值。就这点而言，公司的股票现在很便宜。沃伦为父亲的经纪公司写了一份关于GEICO的报告，报告上说GEICO的交易价格是42美元/股，是其最近每股收益的8倍。他提醒到，其他保险公司的交易价格相对其收益的倍数要比这高得多。虽然GEICO是保险这个大领域的一家小公司，但它的竞争对手都是那些“增长可能性在很大程度上已经枯竭”的公司。

沃伦接着对GEICO 5年后的价格作了一个保守的预期，他认为股票的价格到时会涨到80~90美元/股。²⁷

很难想象沃伦能做出如此“不具有格雷厄姆风格”的分析。格雷厄姆所经历的20世纪20年代的经济泡沫和大萧条让他对收益预期持怀疑态度，虽然他在上课的时候会讲述估值方式，但是他自己从来不用估值方法来选择股票。不过，沃伦把他耐心积攒的资金的75%押注于他所计算的预期数字。

到了4月份，他给盖尔公司和布莱斯公司写信——最有名的经纪公司，擅长投资保险类股票——希望得到它们的研究分析。之后，他拜访了一些专家，和他们谈论GEICO。在他听到这些人的意见之后，他解释了自己的理论。

他们告诉沃伦他疯了。

他们说，GEICO不能胜过那些规模更大、更有建树的公司，那些公司通过经纪代理人销售保险。GEICO只是一家小公司，市场份额不超过1%。拥有几千名保险经纪人的大型保险公司主导着整个行业，因此，GEICO永远是一家小公司。不过，GEICO就在眼前，它的成长像6月的蒲公英，赚钱的速度像丹佛造币厂。

沃伦不明白，为什么这些人看不到他们眼前正在发生的事。

[1] “小马快递”，即Pony Express，19世纪初美国西部邮递驿站系统。——译者注

17

珠穆朗玛峰

纽约，1951春

随着哥伦比亚大学第二学期的开始，沃伦兴奋地忙碌起来。他父亲在第四次竞选中刚刚再次获胜进入国会。而且沃伦终于能见到他心目中的英雄了。

在回忆录中，本杰明·格雷厄姆将自己描述为一个离群索居者，一个在高中之后就再没有亲密朋友的人：“我适合成为所有人的朋友，但却无法成为他们的密友或老朋友。”¹“没人能打开他的壳，人们都很敬佩他，也都很喜欢他，全都想成为他的朋友，甚于他希望旁人成为自己朋友的意愿。你接触他以后会觉得他非常了不起，但你无法成为他的知心朋友。”巴菲特后来将这种“壳”称为格雷厄姆的“保护衣”。即使是他的合伙人戴维·多德，和他的关系也从未非常亲密。格雷厄姆在理解并与人有所共鸣方面存在非常大的困难。人们发现和他谈话是件很难受的事——他思维太理智、知识太渊博、头脑太聪明。在人前的时候，格雷厄姆很难令人感到轻松，在他的公司里，人们必须一直保持清醒的头脑。虽然他为人总是很和蔼，但他很快就厌倦和他的朋友同事进行交谈。他一生的“真正朋友和亲密友人”是他最喜爱的作者——吉本、维吉尔、弥尔顿、莱辛，以及他们专注的领域。格雷厄姆说，对他自己而言，这些人和他们所倾注的研究，比生活在他周围的人更重要，让他的记忆更深刻。

格雷厄姆出生时叫本杰明·格劳斯鲍姆。²从他出生到25岁这段时期，美国经历了4次金融恐慌和3次经济衰退。³格雷厄姆9岁的时候，他父亲过世，此后，家里的财产逐渐减少。在1907年的金融恐慌中，格雷厄姆那一心追逐名利、野心勃勃的母亲失去了自己大部分的微薄家产，最后不得不当掉首饰珠宝维持生活。格雷厄姆最早的记忆是，自己站在银行出纳窗口那里，想把母亲的支票兑现，而出纳员用清晰入耳的声音问他的同事，格劳斯鲍姆太太是否能够兑现5美元。格雷厄姆回忆，在这段时期，亲戚的好心“虽然无法令家里免于羞辱，但把他们救离了悲惨的生活”。⁴

不过，格雷厄姆在纽约公立学校读书期间，表现非常优异。在学校里，他用法语读维克多·雨果，用德语读歌德，用希腊语看荷马，用拉丁文读维吉尔。毕业后，他想去读哥伦比亚大学，但需要经济资助。当奖学金核查人拜访格劳弗鲍姆家后，拒绝向本杰明提供奖学金。本杰明的母亲坚信，核查人这么做的原因是家里仍然留有几张路易十六时期的椅子，还有其他几件精美的家具。不过，本杰明却肯定是因为核查人发现了自己精神上存在的“秘密缺陷”：“很多年以来，我一直和被法国人称为‘难以改正的坏习惯’（这是对手淫的委婉说法）的这个毛病进行斗争。我天生就具有的清教徒思想以及当时令人毛骨悚然的身体疾病加在一起，将我的这个坏习惯升级成为精神和生理上的大问题。”⁵

格雷厄姆和他的坏习惯最终一起来到了免学费的纽约城市大学，无人理会他，他也身无分文，认定这所大学的文凭无法让他在自己所渴望的这个势利而又有教养的世界里飞黄腾达。两本借来的书被人从格雷厄姆的柜子里偷走了，他必须出钱把书补回去，这成了压倒格雷厄姆的最后一根稻草，因为他根本没有零用钱。他退学了，找了一份装配门铃的工作。他一边工作，一边在心里吟诵《埃涅伊德》（*Aeneid*）和《鲁拜集》（*Rubaiyat*），甚至在检查运货单的时候，他都能在脑子里自娱自乐地创作十四行诗。最后，他又申请了一次哥伦比亚大学，而这次他得到了之前被拒绝的奖学金——事后发现上次是因为一位职员搞错了。在哥伦比亚大学，格雷厄姆成了学生明星。毕业的时候，他拒绝了法学院的奖学金，也没有接受去哲学、数学或者英语院系当老师的工作，而是听从院长的建议，进入了广告业。⁶

格雷厄姆的幽默感总有一种讽刺挖苦的倾向。他第一次写韵律诗是给卡博纳公司的洗衣液写的，不过，结果是被弃而不用。因为对客户来说，这首诗太过骇人：

威诺娜有一位年轻的姑娘
她从未听闻过卡博纳
她用一罐苯洗衣
她可怜的双亲现在真为她遗憾

过了这段时期之后，哥伦比亚大学校长推荐格雷厄姆去纽伯格·汉德森·洛比经纪公司工作。关于华尔街，格雷厄姆说：“我只是道听途说，

以及从小说里知道华尔街的，我觉得它是一个令人激动的戏剧舞台。我非常急切地想参加它那些神秘的仪式和重大的事件。”

1914年，格雷厄姆从华尔街的最底层做起，周薪12美元，跑腿送消息。之后，他当上了助理信息员，在客户室里急速来回走动，改写黑板上的股票报价。通过传统的华尔街职业路线，格雷厄姆把这些工作提升为一项事业：他在一旁进行研究，然后某一天，一个场内经纪人把格雷厄姆写的一份报告——调低密苏里太平洋铁路债券的估值，给了巴切公司的一位合伙人，这人之后聘用格雷厄姆当了统计分析师。⁷多年后，格雷厄姆以合伙人的身份回到纽伯格·汉德森·洛比公司，一直待到1923年。接着，一群出资人，其中包括罗森瓦德家族的成员（西尔斯的早期合伙人），用25万美元的创业资本吸引他离开公司自己干，这笔钱能让格雷厄姆开创自己的事业。

格雷厄姆在1925年关闭了这家企业，因为他和出资人在他的薪金问题上无法达成一致。1926年1月1日，他以45万美元的资金创立了“本杰明·格雷厄姆联合账户”，资金来自客户和自有资产。不久之后，其中一个客户的兄弟杰里·纽曼愿意投资公司，并成为格雷厄姆的合伙人。他不拿分文工资，一直到他学会公司业务，并给公司带来了利润。不过，格雷厄姆坚持付给纽曼工资。纽曼为合伙公司带来了广博的商业常识以及管理技巧。

1932年，格雷厄姆在《福布斯》上写了一系列文章，其中有一篇是《难道美国企业更应关闭而非生存？》。在这篇文章中，他批评公司管理层只知道坐拥现金、坐等投资机会，而投资者却无视这些股价无法反映的价值。格雷厄姆知道如何发现和提炼出公司的价值，但是他有资金方面的麻烦。因为股票市场的损失，联合账户的资金从250万美元下跌到了37.5万美元（已考虑了分红、赎回和亏损），格雷厄姆认为自己有责任弥补合伙人的损失，但这意味着不得不让现有资金增长两倍多。要让联合账户继续存活下去，就需要有人投入一些资金。杰里·纽曼的岳父投资了5万美元，拯救了他们。1935年12月，格雷厄姆果真令资金增长了两倍，把亏损都赚了回来。

因为税务原因，1936年，格雷厄姆和纽曼将公司重组为两家公司——格雷厄姆-纽曼公司和纽曼-格雷厄姆公司。⁸格雷厄姆-纽曼公司收取固定费用，向公众发行在交易所交易的股票。纽曼-格雷厄姆公司则是一家对冲基金，一家私有的有限合伙公司，其合伙人个个经验老到，

按照管理人业绩向格雷厄姆和纽曼支付酬劳。

虽然格雷厄姆在他的回忆录里指名道姓地说杰里·纽曼缺乏“亲和力”、要求苛刻、没有耐性、吹毛求疵，在谈判时总是过于强势，但是，这两人还是一直合作了30年。而纽曼认为格雷厄姆“非常不受人欢迎，即使是在他那数量众多的朋友圈里”，“经常和合作同伴发生争吵”，而自己最后总能修复关系。他和格雷厄姆的长期相处相容得益于格雷厄姆的保护性外衣，其他人的行为似乎从来不能干扰格雷厄姆的镇定。

一次例外是格雷厄姆和一家知名公司的管理层发生争执。在对州际贸易委员会公开发布的报告进行认真而勤勉的研究之后，他发现北方石油管道公司除了管道运输资产外，还拥有价值95美元/股的铁路债券，而这家石油运输公司的股票价格是65美元/股。不过，控制该股票的洛克菲勒基金并没有向股东透露有关该铁路债券价值的消息。股票的价格低迷，并没有反映出债券的价值，因此格雷厄姆开始悄悄买入股票，直到他的公司成为仅次于洛克菲勒基金的第二大股东。然后，他积极推动公司管理层向股东发售这些债券。北方石油管道公司是1911年破产后由标准石油公司接管的，其管理层均来自标准石油。他们和格雷厄姆兜圈子，表示公司需要留着这些债券，以便日后有能力更新老旧的石油管道。但是格雷厄姆对这些情况了解得比他们更透彻。最后，管理层干脆就这么回复：经营石油管道是一项既复杂又专业的事，你知之甚少，而我们已干了一辈子。如果你不同意我们的公司经营策略，那何不卖掉你的股份？

不过，格雷厄姆认为自己服务于公司的全体投资者，而不是他自己。所以，他没有卖出自己的股份，而是去宾夕法尼亚州的石油城参加股东大会，在会上，他是唯一一名公司职员以外的人。他提出了对铁路债券的建议，但是管理层拒绝认可，因为没有第二个人支持他的建议。在和格雷厄姆的交锋中，管理层的做法也让他感觉到有些反犹太的气息，这令他很难放弃这场战斗。在此后的一年时间里，格雷厄姆和其他投资者一起又额外购买了一些股份，准备以法律手段和管理层作战——投票表决权之战。到下一次股东大会召开的时候，格雷厄姆已经购买、积攒了足够的投票权，让另外两人进入董事会，从而倾斜了董事会天平。公司同意了格雷厄姆的提案，最后向股东派发了相当于每股价值110美元的现金和股票。

此战闻名华尔街，而格雷厄姆则继续将他的格雷厄姆-纽曼公司打

造成为虽非业内最大，但却最知名的投资公司。

他令公司声名鹊起，即使这对公司的业绩产生了负面影响。他的教学直接取材于格雷厄姆-纽曼公司的案例。每次他在课堂上提到某只股票，学生都会跑去购买这只股票，从而推高股价，令格雷厄姆-纽曼公司的购买成本更高。这让杰里·纽曼有点儿抓狂。为什么要让其他人参与到公司正在做的买卖当中，从而增加公司业务的难度？要在华尔街上挣钱就意味着你得严守你的理念和想法。不过，正如巴菲特所说，“本杰明并不真的在意他所拥有的财富数量。他的确想要足够多的钱，因为他经历过1929~1933年这段艰苦的时期。不过，如果他认为他的钱已经满足需要了，那么，对他来说，其他任何事情就完全失去物质意义了。”

在格雷厄姆-纽曼公司20年的经营期里，它的年收益率比股市的业绩表现高出2.5%——在华尔街的历史上，只有少数人能打破这个纪录。2.5%这个数字听起来也许微不足道，但是经过20年的复利，这就意味着，格雷厄姆-纽曼公司的投资者，最后能比那些获得市场平均收益的人多赚65%。更重要的是，格雷厄姆获得这些超高收益的同时所面临的风险还比那些只投资股票市场的人低。

格雷厄姆主要通过他的数字分析技巧来获得高收益率。在他之前，评估证券的价值很大程度上都是在猜测。格雷厄姆首创了一套精密的系统方法来分析股票的价值，他喜欢只分析公开信息——通常是一家公司的财务报表，而即便是公司管理层的公开会议，他也很少去参加。⁹虽然他的助手沃尔特·施洛斯去参加过马歇尔·韦尔斯公司的股东大会，但这是施洛斯自己的想法，并不是格雷厄姆的授意。

每个周四下午收市之后，格雷厄姆的第三任太太埃斯蒂开车带他离开华尔街55号格雷厄姆-纽曼公司的办公室去哥伦比亚大学，给“普通股估值班”上课。这门课程是哥伦比亚大学的一门顶级金融课，因此，只有声誉很高且正在从事资金管理工作的才能教授此课。

当然了，沃伦带着崇拜和敬畏仰望着格雷厄姆。他在10岁的时候——早在他了解本杰明·格雷厄姆在投资界是何许人之前——就读过北方石油管道公司的故事。如今，他希望能和他的老师互有往来。不过，在课堂之外，沃伦和格雷厄姆鲜有共同兴趣。格雷厄姆涉猎人文、社会和自然科学等领域；他写诗，是个众所周知的失败的百老汇剧作家；他还在好几本笔记本上写满了笨拙的发明想法；他还全身心地去舞厅跳舞，

在亚瑟·默里的工作室里，他脚步笨重地舞动了数年，跳起舞来仍像肢体僵硬的士兵，还高声数出舞步；在晚餐宴会上，他经常中途消失，跑去演算他的数学公式、读普鲁斯特（法文），或者独自一人去听歌剧。他宁愿做这些事也不愿和无趣的公司同事待在一块儿受罪。¹⁰“我记得我学过的东西，”他在回忆录里写道，“却记不住我生活里的事。”一个例外是，他把约会看得比学习要重。

一个人如果要与一流作者竞争以吸引格雷厄姆的注意，那么，唯一途径是这人是一名女性，而且主题是性。格雷厄姆个子矮小，也没有堂堂仪表，不过人们告诉他，他那性感丰满的嘴唇和具有穿透力的蓝眼睛会让他们想起爱德华·罗宾逊。¹¹他的五官有些部分使他像一只小精灵，但他长相并不英俊。不过，对喜欢挑战的女性来说，格雷厄姆似乎是珠穆朗玛峰：她们遇到他，就想登顶。

就格雷厄姆的三任太太而言，他的偏好变化极大：从充满热情、意志坚定的教师海兹尔·马左，到百老汇的歌舞女郎卡罗尔·维德——比他小18岁——再到第三任妻子，他的前任秘书，聪明智慧、无忧无虑的埃斯特尔·埃斯蒂·梅辛。复杂的三段婚姻源于他对一夫一妻制的完全漠视。格雷厄姆后来在他的回忆录¹²里这样开头：“让我以最认真、最严肃、最清醒的方式来描述我的第一段出轨。”6句话之后，他开始用尖刻的语言说明这段关系，“一点儿也不漂亮的”珍妮只有“20%的吸引力，80%的机会”。如果她的吸引力大一点儿，他在同他喜欢的女性发展性关系的时候，有失体面、恼羞成怒的机会就会少一点儿。结合格雷厄姆的两大嗜好，他也许还为在地铁上遇到的心仪女性匆忙写过引诱性的小诗。不过，他太理性了，就算是他的爱慕者，要赢得他的目光也肯定是一大挑战。回忆录里的随后一段文字快速从婚外情转向商业，这才是真正的格雷厄姆：¹³

她有一艘汽船，在这艘船的船舱里，我们度过了最后一小时，记忆令人感伤。（我当时几乎没有想到过，我的公司之后会控股这家老式的汽船运输公司。）

对格雷厄姆的太太们而言，他的花心简直令人发狂。不过，沃伦当时对格雷厄姆的私生活一无所知，他一心一意地想着能从才华横溢的老师那里学到东西。1951年1月，在格雷厄姆课程的第一天，沃伦走进了一间摆放了一张长方桌的狭小教室。格雷厄姆坐在中间，周围坐着十八

九个人。大部分学生年纪都比较大，还有一些是退伍老兵。有一半人不是哥伦比亚大学的学生，而是旁听这门课的生意人。沃伦又一次成了最小的一个，不过也是知识最丰富的一个。沃伦的同学杰克·亚历山大回忆说，¹⁴当格雷厄姆发问的时候，沃伦必然是“第一个举手，并立马开口发言的人”。班级的其他人都变成了本杰明和沃伦的“二重奏”的听众。

1951年，很多美国企业仍然处于极不景气的状态。格雷厄姆鼓励学生用股票市场的现实案例来解释这类低迷、无人问津的公司，比如格瑞夫兄弟桶业公司，这是一家制桶公司，沃伦有它的股票。这家公司的主营业务正缓慢衰退，不过，如果卖掉其资产和库存，并偿付负债，相对于由此而得的现金而言，其股票的价格还是存在很大的折扣。最后，格雷厄姆得出结论，公司的内在价值会得到体现，正如随河水漂流的木桶在冬天会被冰层覆盖，而在春天解冻时，会突然露出水面一样。你只能通过解读资产负债表，解密这些证明冰层下藏着一桶财富的数字。

格雷厄姆说，企业和人没有什么不同，一个人会认为自己的净资产是7 000美元——价值50 000美元的房子，减去45 000美元的抵押贷款，加上其他储蓄2 000美元。和人一样，企业有属于自己的资产，比如它生产并销售的产品，也有要支付的债务，即负债。卖掉所有资产并支付债务，剩下的就是公司的股东权益，或者叫净资产。如果有人以某个价格购买了股票，这个价格所反映的公司价值比它的净资产还要便宜，那么格雷厄姆认为，最终——“最终”是个很狡猾的用词——股票价格会上涨以反映企业的内在价值。¹⁵

这听起来简单，但是证券分析的艺术在于细节，要扮演侦探，探测出资产的真正价值，发掘被隐藏的资产和负债，思考公司能挣到什么或者不能挣到什么，要拆解细则条款，发现股东的权利。格雷厄姆的学生都知道，股票并不是抽象的几页股票凭证，它们的价值可以被分析出来——先计算整个业务的价值，然后再分成几小部分。

不过，最复杂的问题在于“最终”这个问题。股票交易价格通常在很长一段时间里都与其内在价值不一致。一名分析师可以对所有问题做出正确的计算，但从市场的角度，终其一生的投资生涯，他仍会出错。这也就是为什么要在扮演侦探的同时，你还得拥有格雷厄姆和多德所称的安全边际——也就是可供出错的足够空间。

格雷厄姆的方法或许能打动研究这种方法的人。有的人能立刻领

会，将之作为一种非常巧妙的寻宝之法；而有的人则将其视为沉闷的作业而畏缩退避。沃伦的反应就如一个在山洞里度过了一生的人，从山洞中出来第一次感知到现实时，在阳光下眨着眼睛。¹⁶沃伦之前的“股票”概念来自股票凭证交易价格的波动。而如今，他将这些股票凭证看作未必能反映公司真实状况的简单符号。他立即就明白，这些纸质凭证并不是一只“股票”的象征，就像小时候一堆堆的瓶盖并不代表那些冒着泡、有不同口味、人们很想喝的汽水一样。他以前的想法瞬间消失，他一下被格雷厄姆的理念所征服，并从格雷厄姆的教学方法中获得了启示。

格雷厄姆在课堂上采用各种很巧妙、很有效果的“诡计”，他会“埋伏”两个问题，一次问一个。他的学生认为他们知道第一个问题的答案，但当第二个问题随后而来的时候，他们就意识到自己可能并不知道问题的答案。格雷厄姆会描述两家公司，一家公司状况很糟，差不多要破产了，而另一家状况良好。在请全班分析这两家公司之后，他会揭晓结果：这其实是不同时期的同一家公司。所有人都对此惊讶不已。这些都是关于独立思考的教训，令人记忆深刻，尤其是格雷厄姆的思维方式。

除了“公司A、B”的教学方法之外，格雷厄姆还常常讨论两类事实真相问题。事实1是绝对和肯定存在的，事实2是经证实和确认的。如果有足够多的人认为一家公司的股票值X元，那么价格就会变成X元，除非有足够多的人认为其股票值另外的价钱。然而，这并未影响到股票的内在价值——事实1。因此，格雷厄姆的投资方法并不是简单地购买便宜的股票。这一投资方法不折不扣地源于对心理学的了解，这种方式的使用者可以避免因情绪波动而影响决策。

在格雷厄姆的课堂上，沃伦学到了三大主要原则：

- 一股股票是拥有一家企业一小部分的权利，是你愿意为整个企业所支付价格的某一部分。
- 使用安全边际。投资是建立在估计和不确定性的基础之上的。大范围的安全边际保证了不会因为误差而导致失败。最重要的是，前进的方法首先是要不要后退。
- “市场先生”是你的仆人，而不是你的主人。格雷厄姆假设了一个喜怒无常的角色叫“市场先生”，他每天都会提供股票买卖的机会，而这些价格经常都是不合理的。“市场先生”的情绪不应该影响你对价

格的看法。不过，他真的会一次又一次地提供低买高卖的机会。

在以上观点中，安全边际的观点最重要。一股股票可能是一家公司的一部分所有权，而你可以评估股票的内在价值，但是，有了安全边际，你就可以高枕无忧。格雷厄姆用不同的方法构成他的安全边际。在购买价格远远低于他所认为的价值的股票时，他也从来不会忘记债务风险。虽然20世纪50年代成为美国历史上最繁华的时代之一，但是格雷厄姆早期的经历让他心有余悸，并让他养成了假设最坏可能的习惯。从他在1932年发表于《福布斯》的文章可以看出，格雷厄姆看待企业时更多考虑的是倒闭价值而不是存活价值，并多以公司已经倒闭，即关门并被清算时的价值来思考一只股票的价值。格雷厄姆总是暗暗回顾20世纪30年代，当时有非常多的企业倒闭。他一直让公司保持小规模运作，部分原因就在于他非常厌恶风险。他很少过多地购买任何公司的股票，无论公司经营得多完美。¹⁷这表示格雷厄姆的投资公司持有大批公司的股票，需要精心管理。这无数股票的售出价的确低于企业的破产清盘价值，令巴菲特成了格雷厄姆的狂热追随者。但是，他并不赞成格雷厄姆购买如此多企业的股票。巴菲特把自己的所有资金都投到一只股票上：“本杰明总是告诉我，GEICO的价格太高了。以他的标准，GEICO并不是应该购买的股票。不过，到了1951年年底，我还是把自己75%左右的资产都投资到了GEICO。”无论如何，沃伦还是很崇拜他的老师，即使他并不非常赞同格雷厄姆的某一个理念。

随着春季学期一天天过去，沃伦的同班同学逐渐接受了教室里的“二重奏”常规剧目。杰克·亚历山大说，沃伦“是个非常专心致志的人，他可以专注得像一只聚光灯，几乎是一天24小时、一周7天保持专注，我都不知道他什么时候睡觉”。¹⁸沃伦能够引述格雷厄姆的投资案例，也能提出自己的投资案例。他常去哥伦比亚大学图书馆，看以前的老报纸，一读就是好几个小时。

我会查找1929年的报纸，不过，我找不到足够的报纸。我什么都看，不只是关于商业和股票市场的。历史很有趣，而报纸上就有关于历史的东西，只需读一些段落、新闻，甚至是广告。报纸把你带进一个完全不同的世界，曾亲眼目睹历史的人会告诉你一切，而你如同真的生活在那个年代。

沃伦收集信息资料，剔除掉其他人的思维方式所形成的偏见。他花很多时间阅读穆迪和标准普尔的手册，寻找股票。不过，格雷厄姆每周的课程是沃伦最为期盼的，甚于他所做的其他一切事情。他甚至说服信服自己的弗雷德·斯坦贝克加入进来，旁听一两堂课。

对班级里的其他人来说，沃伦和他老师之间的“化学效应”是显而易见的，有一个人特别留意到了沃伦。比尔·鲁安是基德尔·皮博迪公司的一位股票经纪人，在读了两本重要而难忘的书《消费者的游艇在哪儿？》和《证券分析》之后，他通过自己的母校哈佛商学院找到了格雷厄姆。鲁安喜欢讲关于他股票经纪工作的事情，虽然他总信誓旦旦地说他的第一职业选择是在广场酒店当电梯服务员，不过，一成不变的漫长等待让这一未来预期偏了轨。¹⁹他和沃伦一拍即合。但是，无论是鲁安，还是格雷厄姆其他任何一个学生，包括沃伦在内，都不曾想过去看看格雷厄姆在课堂之外的样子。不过，沃伦总是找理由去拜访他刚刚认识的在格雷厄姆-纽曼公司的新朋友沃尔特·施洛斯。²⁰沃伦对施洛斯有了更多了解，知道他的妻子在婚后的大部分时间里都患有抑郁症，而他一直照顾着妻子。²¹和戴维·多德一样，施洛斯非常忠诚，而且立场坚定，这都是巴菲特正在他人身上寻找的品质。他也羡慕施洛斯的工作。后者通过打扫厕所，能免费换取一件灰色的实验室风格的细棉质夹克，格雷厄姆-纽曼公司的每个人都穿着这种衣服。在他们填写表格（格雷厄姆需要用这些表格来验证股票是否符合自己的投资标准）的时候，这件衣服可以防止自己的衬衣袖子被弄脏。²²最重要的一点是，沃伦想要为格雷厄姆工作。

随着学期末的临近，班里的其他同学都忙着安排他们的未来。鲍勃·邓恩前往美国钢铁公司，这可能是当时美国最有声望的公司。几乎所有的年轻人都将努力在大工业公司里面向上爬作为通向成功之路。在艾森豪威尔领导的战后及大萧条后期的美国，安稳的工作非常重要，而美国人都相信，从政府到大企业，这些机构在本质上都是乐善好施的。在机构的蜂房里面找到一间巢室，并学会如何适应，这是人们通常的预期。

我觉得，班里没有一个人在思考美国钢铁公司是否是一家好公司。我的意思是说，这是一家大公司，但是他们并没有考虑过，他们正在登上哪一类“列车”。

沃伦脑子里有一个目标。他知道，如果格雷厄姆雇用了他，他会胜

过其他人。虽然沃伦在很多事情上都缺乏自信，但在股票这个专业领域，他总是很有底气。他向格雷厄姆毛遂自荐，到格雷厄姆-纽曼公司工作。即使是梦想到格雷厄姆这位大人物的公司工作，也需要胆识和勇气，不过，沃伦就是这么闯劲十足，毕竟，他是本杰明·格雷厄姆的明星学生，班里唯一一个得“A+”的人。如果沃尔特·施洛斯可以在那里工作，为什么他不可以？为了抓住这个机会，他提出可以无薪工作。他前往格雷厄姆的公司，请求得到一份工作，心里的自信远远胜过他乘车去芝加哥，接受哈佛商学院面试的时候。

格雷厄姆拒绝了他。

他人很好，只是说：“看，沃伦，在华尔街，‘白鞋’公司，即大型投资银行，不雇用犹太人。我们这里只有能力聘用为数不多的员工。因此，我们只用犹太人。”办公室里的两位女性雇员的确是犹太人，公司所有人都是犹太人。这有点儿像是格雷厄姆版本的“反优先雇用行动”^[1]。事实是，50年代真的存在对犹太人极大的歧视，对此，我很理解。

巴菲特发现，对格雷厄姆，自己无法说出任何表示不满的话，即便在数年之后也是如此。当然，失望是难免的。格雷厄姆难道不能为他的得意门生破一次例雇用一個不花他一分钱的人吗？

将老师奉为神明的沃伦不得不接受这样一个现实，即格雷厄姆不认为与他存在个人交情，格雷厄姆认定了这点，因此他不会破例，即使沃伦是他的学生中最优秀的一位。沃伦并不称格雷厄姆的心意，至少暂时还没有。沃伦很灰心失望，一直到毕业时才再一次振作精神，踏上了列车。

不过沃伦还有两件聊以自慰的事，他回到奥马哈，感觉自己属于那里。在奥马哈，他更容易追求他的爱情，因为他遇到了一位奥马哈女孩，并爱上了她。和往常一样，他所喜欢的这个女孩还没喜欢上他。不过，这一次，沃伦下定决心要扭转她的心意。

^[1] 1964年，约翰逊总统首次促使“反优先雇用行动”成为联邦法律，极大地推动了美国社会男女平等和种族平等，尤其是作为弱势和贫困主体的美国黑人、西语裔、亚裔和妇女。——译者注

纽约、奥马哈，1950~1952

在和女孩交往方面，沃伦一直是个失败者。他很渴望有一位女朋友，但他与众不同的特质阻碍了他在这方面的诉求。“和女孩子们待在一起的时候，我是最害羞的一个，”他说，“不过，我对此的应对可能就是让自己变成一台说话机器。”一旦他把股票或政治话题都说完了，他就只能开始咕咕哝哝。他很害怕邀请女孩出来约会，当有女孩偶尔做了一些事，让他觉得自己不会被拒绝的时候，他就能鼓起勇气，但是一般而言，他的态度是，“为什么她们不来约我呢？”因此，在高中和大学期间，他并没有太多约会。而当他有约会的时候，总有些事似乎不太对劲儿。

有一次约会是和一个叫杰基·吉莉安的女孩去看棒球比赛，而高潮是在回家的路上，车撞上了一头奶牛。他带另一个女孩去高尔夫球场打球，结果也不顺利。¹开着灵车去接芭芭拉·威根德，用沃伦的话说，“真的有点儿令人绝望”。和像安·贝克这样害羞的女孩出去约会，他就像变哑了一样，一声不吭。他心里很没有把握，不知道该怎么做。女孩子们也不想听什么本杰明·格雷厄姆和安全边际。如果他和鲍比·沃利的关系连一垒都到不了——她整个夏天都在和沃伦约会——那他还有什么希望呢？他想，几乎没有什么希望，也许姑娘们也这么想。

最后，1950年，在沃伦回哥伦比亚大学前的那个夏天，沃伦的妹妹伯蒂为他和她在西北大学的室友安排了一次约会。对方是一个脸形圆圆、像洋娃娃一样的女孩，一头浅黑色的头发，名字叫苏珊·汤普森。²她比伯蒂大18个月，通过短时间的接触，她就给伯蒂留下了深刻的印象，是一个很善解人意的、特别的女孩。³沃伦一见到苏珊，立刻就被吸引住了，不过，他怀疑她好得不真实：“一开始，我认为她是装出来的。我被她迷住了，并打算追求她，我决心找到一个突破口。我只是不相信有人真的像她这样。”不过，苏珊对沃伦并不感兴趣，她爱着别人。

在沃伦出发去哥伦比亚大学之后，在《纽约邮报》的伊尔·威尔森的

随笔专栏上，⁴他看到1949年的内布拉斯加小姐范尼塔·梅·布朗正住在韦伯斯特女性住宅区⁵，并和年轻的偶像歌手埃迪·费希尔在电视上表演。

范尼塔和沃伦同期在内布拉斯加大学读书，虽然直到现在她才引起沃伦的注意和追求。内心的一些感受战胜了沃伦的内向，魅力四射的内布拉斯加小姐在纽约生活，于是沃伦给住在韦伯斯特的范尼塔打了一通电话。

范尼塔“上钩”了，不久之后，他们就开始约会。沃伦了解到她的成长背景和自己没有任何相似之处。范尼塔长在南奥马哈的牲畜饲养场，放学后就在奥马哈冷藏库清洗鸡肉。她那可以上封面的身材，以及邻家女孩风格的脸蛋，令她离开了生长地。她在奥马哈的派拉蒙电影院找到一份引座员的工作，之后，她成功地利用喜欢展现自己的特点，在当地的选美大赛上摘得桂冠。巴菲特说：“我觉得，她天生的特质和性情迷倒了评委。”在获得了“内布拉斯加小姐”的头衔之后，她以“内布拉斯加公主”的身份代表内布拉斯加州参加了华盛顿特区的樱花节。然后，她离开华盛顿来到了纽约，拼命想要在演艺事业上取得成功。

虽然沃伦并不是那种会带女孩子去斯托克俱乐部共进晚餐，或者去科帕卡巴纳看演出的人，不过，范尼塔还是很欢迎自己的老乡。很快，这两人就一起游逛纽约的大街。两人都期盼着彼此的关系升温，因此，还去了大理石教堂，去听诺尔玛·文森特·皮尔博士的演讲——在自我提升领域，此君是享有名气的作家和演说家。在哈得孙河畔，沃伦用夏威夷四弦琴为范尼塔弹奏《甜甜的乔吉亚·布朗》，并随身带着奶酪三明治作为郊游的食物。

即使范尼塔很讨厌奶酪三明治，但她似乎很愿意一直和沃伦见面。⁶沃伦发现范尼塔是个很有趣的人，而且反应敏捷，和她交谈就像是在玩儿嘴上乒乓。⁷范尼塔浑身散发的绚丽光环令她具有如磁石般的吸引力。不过，范尼塔对沃伦的兴趣并没有蒙蔽沃伦，没有令他忘记自己毫无社交技巧。时光一年年过去，他对社交能力的提高越发感到绝望。他看到一则戴尔·卡内基的公开演讲课程的广告——沃伦很认同戴尔·卡内基，因为他的方法曾经帮助他与人更好地相处。于是，沃伦揣上100美元，去纽约听这门卡内基课程。

我去听戴尔·卡内基的课，因为我的社交适应能力让我痛苦万分。我到那儿，付了钱，但后来没有继续下去，因为我失去了勇

气。

就沃伦对苏珊·汤普森的追求而言，他的社交缺陷不是什么好兆头，他整个秋天都在给苏珊写信。苏珊的反应并不令沃伦感到乐观，不过她也没让沃伦别去骚扰她。沃伦很快就想到一条策略，通过成为苏珊父母的朋友来接近他们的女儿。感恩节的时候，沃伦和他们一起去埃文斯顿市，看西北大学的橄榄球比赛。之后，他们三人和苏珊一起吃晚餐，不过，苏珊很早就甩下他们，出门约会去了。⁸

沃伦在假期后回到纽约，很气馁，但心里仍然迷恋苏珊。他还是继续和范尼塔见面。沃伦说：“在我遇到的人中，她是最具想象力的一个。”

实际上，沃伦和范尼塔的约会开始游走于意外和风险的边缘。很多次，当霍华德在众议院讲话的时候，范尼塔都威胁沃伦说要去华盛顿，跪在霍华德面前，尖声大叫：“你儿子是我未出世的孩子的父亲！”沃伦觉得她可能真的会这么干。还有一次，他们离开电影院，因为无法再看下去了，这时，她想象出这样一出场景：沃伦把她举起来，折叠好，塞进街角的铁丝网垃圾筒。她悬挂在那里，高声呼叫，而沃伦则大步离去。⁹

范尼塔漂亮又聪明，也很有趣，但同时，她也很危险。沃伦心知，和她纠缠得越来越深是一件危险的事儿。但是，与她的交往也确实令人感到激动，就像是用链条牵着一只豹子，看它能否成为一只乖巧的宠物。“范尼塔能够让自己的表现非常得体，要做到这点，她没有任何难处。唯一的问题在于，她是否想这么做。如果她不想令你难堪，那么你就无须杞人忧天。”

有一次，沃伦邀请范尼塔去纽约运动员俱乐部参加为弗兰克·马修斯举行的宴会。弗兰克是一位知名律师，同时也是海军部部长。一位美丽的内布拉斯加小姐挽着自己是一件很加分的事。马修斯也是内布拉斯加人，参加宴会的人全都是值得结交的人，沃伦也希望自己被人结识。在鸡尾酒会的时候，范尼塔真的让沃伦成了人们的话题。当沃伦介绍范尼塔是他的女伴后，范尼塔纠正了他的说法，并坚持说自己是他的妻子。“我不知道他为何这么做，”范尼塔说，“我令他颜面无光吗？你们也以我为耻吗？每次我们外出，他都假装我只是他的女朋友，其实我们已

经结婚了。”

最后，沃伦意识到，虽然范尼塔想控制自己的所作所为时能做得很得体，但“事实是，她总是想要令我尴尬，她就喜欢这么对我”。然而，范尼塔身上散发着迷人的魅力，如果沃伦没有其他的人选，之后会发生什么事，谁都说得不准。¹⁰

每次沃伦回到内布拉斯加的家里，只要苏珊·汤普森同意，他就去见她，虽然这样的情况不是太多。在沃伦看来，苏珊非常成熟，甚至有权威感，而且博爱。“苏珊比我要成熟得多。”沃伦说。他开始深深为苏珊而倾倒，并离开范尼塔，即便对苏珊而言，他“明显不是头号选择”。

¹¹“我的意图和想法非常清楚，”沃伦说，“不过，我就是无法打动她。”

对巴菲特一家而言，苏珊·汤普森家并不陌生，实际上，正是苏珊的父亲，汤普森博士，一手策划了霍华德唯一一次失败的再竞选活动。不过，在大部分方面，他们和沃伦要多不同就有多不同。苏珊的母亲多萝西·汤普森身材娇小，长相甜美，待人温和、真诚，洞彻这个世界，在家里是个贤妻良母。她在下午6点分秒不差地将晚餐摆上饭桌，照顾她的丈夫威廉·汤普森博士所领导的一家大小。威廉·汤普森个头矮小，有着一头很炫的银发。他总打着领结，穿着三件套的纯毛西服，通常是淡紫色、糖果粉红色或黄绿色的。他风头正劲，总是带着一种自信：自己正被人崇拜。他说，他抵得上“一长队的教师和传道士”。¹²

威廉·汤普森是奥马哈大学文理学院的院长，他在管理学院的同时还教授心理学课程。而作为助理体育主任，他还负责大学里的体育课程，并以一位前橄榄球运动员和体育迷的所有热忱管理着这些课程。这一角色令他出名到“镇上每个警察都认识他，因为他的驾驶方式”，巴菲特说，“这是一件好事”。威廉·汤普森还设计智商和心理测试题，并监督市里所有上学的孩子进行这方面的测试。¹³他并不在意在休息日打扰人们，并测试他们的小孩。每逢周日，他还会穿上圣命牧师的圣衣，在小小的艾文顿的基督教堂里用低沉而浑厚的声音非常缓慢地布道，而他的两个女儿则组成唱诗班。¹⁴在其他时间，威廉会向周围的人宣讲他的政治信仰——他的政治立场和霍华德很相似。

虽然汤普森博士坚持认为他的要求应立刻得到服从，但他在表达的时候还是带着和气的笑容。当他希望女性服侍他的时候，他会谈论女性的重要性。他的工作都是围绕着内在的自我，但很显然他未能成功。他

对自己所爱的人跟得很紧，当他们离开他的视线时，他就变得紧张。他是一名焦虑的慢性抑郁症患者，他经常预想着会有某种灾祸降临到他关心的人身上。他很宠溺那些满足他苛刻要求的人。

汤普森的大女儿多蒂并不讨他的欢心。根据家里人的说法，在多蒂很小的时候，他特别不喜欢她，把她锁在壁橱里。¹⁵厚道的解释是，汤普森承受着要完成博士学业的压力，而女儿在旁边蹒跚学步，这种压力令他的行为有所失常。

多蒂7岁的时候，他们的二女儿苏珊出生了。多萝西·汤普森在看到多蒂以恶劣态度回应她父亲残酷、粗暴的养育方式之后，大概向丈夫声明说，“你养了那个女儿，我来负责另一个”。

苏珊自打出生起就体弱多病，她有过敏症，还有慢性耳炎。从出生到18个月大的这段时间，苏珊忍受了很多次的耳朵手术。她还深受风湿热的长期折磨。病痛曾使她在家待了四五个月，她都没能去上幼儿园中班。苏珊后来回忆说，在这段时间里，她只能看着她的朋友在窗外玩耍，虽然她很愿和他们一起玩。¹⁶

在苏珊多病期间，汤普森一家经常哄着她、抱着她，给她安慰。她的父亲很溺爱她。“他一辈子也没远离她的身边，”沃伦说，“苏珊不会犯错，而多蒂做什么都是错，他们对多蒂太挑剔了。”

在一段家庭录像带里，4岁左右的苏珊嘴里大叫着“不”，支使着11岁的多蒂干这干那，她们当时正在玩儿一套茶具。¹⁷

当最后苏珊身体好转，不用再在家里当“囚犯”的时候，她并没有去运动或玩儿户外游戏，而是一直渴望交朋友。¹⁸在她漫长的患病期间，她所错过的是与人交往。

“当你承受着痛苦的时候，”苏珊后来回忆，“解除痛苦给人自由，这真的令人向往。能解除痛苦太棒了，我在很小的时候就明白了。明白了这点，你就能够以简单的思维对待生活。然后，你就能与人相处，心里想，人可真奇妙啊。”¹⁹

随着苏珊逐渐长大，她还是保持着少女时期的圆脸，以及带有迷惑性的、无邪的磁性声音。在少女时期，她就读于奥马哈中心高中，这是一所很有融合性的学校，里面的学生有着不同的信仰和肤色。在20世纪

40年代，这是很不一般的学校。虽然她被认为有些自命不凡，但是，她的同班同学回忆说她拥有来自各个群体的朋友。²⁰她精力充沛，很热情，再加上轻柔的说话方式，让人觉得带着一点儿“伪装”，甚至“有点儿过”。²¹但是她的朋友说她一点儿也不虚假。苏珊的兴趣是发表演说和艺术表演，而不是学术研究。在中心高中的辩论队里，苏珊激情陈辞，辩驳有力。人们由此发现，在政治立场方面，她与父亲相去甚远。苏珊在校园剧里的表演魅力四射，同时还在学校小歌剧里唱悦耳柔和的女低音，此外，她还是学校合唱团的台柱。苏珊在《我们的心年轻而又无忧无虑》中扮演长相甜美但粗心大意的女一号，她在剧中的表演光彩照人，她的老师在数年后对此仍记忆犹新。²²事实上，苏珊的个性魅力和个人能力使她成为“最受欢迎”的人，让这个“守在家中的女孩”变成了校园甜心、中心高中校花，而且还促使班级同学选举她为班长。

苏珊的第一任男友是约翰·吉尔摩，一个文静、温和的男孩子，她公开表示了对他的爱慕。当约翰在中心高中成为苏珊的固定男友时，他要比她几乎高出1英尺。不过，尽管她像“小猫一样”，她还是镇得住他。²³

在那几年，苏珊还曾和一个友好、聪明的男孩约会，她在一次新生辩论会上认识了他。男孩子名叫米尔顿·布朗，在康瑟尔布拉夫斯地区的托马斯·杰斐逊高中上学。米尔顿·布朗是一个高个子、黑头发的小伙子，总带着孩子般灿烂的笑容，笑意暖人。他们在整个高中期间每周见几次面。²⁴虽然苏珊的好朋友知道米尔顿，但继续作为她的固定男友去参加聚会和学校活动的仍然是吉尔摩。

苏珊的父亲不喜欢布朗，他父亲是俄罗斯和犹太人的混血，没受过教育的移民，是太平洋联合铁路公司的一名工人。有那么三四次，苏珊大着胆子把米尔顿带到家里，汤普森博士对着他讲了一通罗斯福和杜鲁门，让他感到自己并不受欢迎。苏珊的父亲毫不掩饰自己插手女儿与犹太人约会的决心。²⁵和巴菲特一家人一样，汤普森博士带有典型的奥马哈人所具有的一切偏见。在奥马哈，不同种族和宗教圈子之间不会相互往来，如果一对夫妻具有不同的宗教信仰，那他们的日子可有的受了。不过，苏珊敢于打破这些世俗的界限——虽然与此同时，她得努力继续另一种生活，一个传统且颇受欢迎的高中女生的生活。

苏珊一直在这些起伏的波涛中航行，直到她上大学为止。此时，在伊利诺伊州埃文斯顿市的西北大学，她和米尔顿奔向自由，携手共进。在这里，她和伯蒂·巴菲特成为室友，两人都宣誓参加了姐妹会。伯蒂轻

轻松松完成学业，而且立即被冠以“睡衣皇后”的桂冠。²⁶而主修新闻专业的苏珊已经安排好自己的日程，以便自己差不多能天天见到米尔顿。

苏珊和米尔顿两人一起加入了“野猫会”，并在米尔顿收工之后约在图书馆见面——米尔顿为了支付自己的学费找了几份工作。²⁷苏珊选择与一个犹太男孩公开约会，这影响了她作为一名普通大学生的生活。她所在的姐妹会禁止她带米尔顿参加舞会，因为米尔顿参加了一个犹太兄弟会。苏珊虽然觉得受到了伤害，但是并没有退出姐妹会。²⁸不过，苏珊和米尔顿开始学习禅宗佛教，希望找到一种宗教信仰，能够反映他俩共同的精神信念。²⁹

沃伦对这一切毫不知情，仍然去埃文斯顿市做白费力气的“感恩节之行”，还有就是每到寒假，在奥马哈的时候去见苏珊。这个时候，沃伦已经决定要正式地追求苏珊，因为苏珊具备他一直找寻的女性特质。苏珊认为自己是“少有的幸运儿之一，成长过程中，一直觉得自己在无条件享受他人的关爱”。³⁰不过，她愿意奉献无条件之爱的对象是米尔顿·布朗。

1951年春，大学二年级的时候，米尔顿被选为班长，伯蒂是副班长。每次苏珊收到家里的来信，要求和米尔顿断绝关系，她都会哭。伯蒂知道事情的发展状况，但苏珊并没有什么告诉她，即使她们已经成为朋友。³¹她似乎有法子不让任何人进入她内心。临近期末的一天，苏珊和伯蒂待在宿舍里，然后电话响了，是汤普森博士，他命令苏珊：“马上回家。”他想要苏珊离开米尔顿，他告诉苏珊，秋天她不会再回到西北大学。苏珊彻底崩溃了，呜咽哭泣，但是她父亲的决定没有任何回旋余地。

沃伦那个春天从哥伦比亚大学毕业，也回到了奥马哈。父母远在华盛顿，因此沃伦住在父母的房子里。不过，他回来之后，不得不把第一个夏天的部分时间用来完成国民警卫队的服役。虽然他并不是特别适合国民警卫队，但是，这要比其他选择好——比如去朝鲜参加战争。然而，国民警卫队要求他每年要有几周时间，去参加在威斯康星州拉克罗斯举行的训练营。然而训练营丝毫没有提高沃伦的成熟度。

在国民警卫队，一开始，那些家伙对我疑虑重重，因为我的父亲在国会。他们认为我会是那种“1号人物”之类的厉害角色，但是，这种想法没持续多久。

这是一个非常民主化的组织。我的意思是，你在外面做过什么并不重要。要待在这里，你只能做一件事，就是看连环画。到了那里差不多一个小时之后，我就开始看连环画。其他所有人都在看，为什么我不看？然后，我的词汇量缩减为4个词，你能想到它们是什么吧。

我学到一点，即与比你优秀的人待在一起是一件很有收获的事，因为你会得到提高。如果你周围都是不如你的人，很快，你就会顺着竿儿往下滑。事情就是这样。

沃伦一从国民警卫队训练营回来，上述经历就让他再一次发誓要提高自己的交际能力。“我很害怕发表公开演讲。如果我必须得这么做，你无法想象我的表现和样子。我非常恐惧，以至于我就是做不好。我想放弃。实际上，我安排自己的生活，好让自己无须被迫在任何人面前起身说话。当我毕业后回到奥马哈，我看到了另一则广告。我知道有时候我总得在人前发言。我极其苦恼，结果又报名参加了一门课程，就是为了摆脱这种痛苦。”在公开场合说话并不是他唯一的目标，要赢得苏珊·汤普森的芳心，他总得能和苏珊交谈。虽然追求到苏珊很难，但是，沃伦愿意做任何事来实现目标，这个夏天也许是他最后的机会。

参加戴尔·卡内基课程的人在罗马饭店碰头，这里是牧场主的最爱。“我带了100美元的现金，把这笔钱交给讲师沃利·基能，对他说：‘在我改变主意前，把钱拿走。’”

我们那里大概有25~30个人。我们全都带着这种恐惧，我们没有说自己的名字，全都站在那里，彼此之间也不交谈。这时，有一件事让我印象很深，在一次性见过我们所有人以后，沃利就能够记住并很快说出我们所有人的名字。他是一位好老师，他想教会我们记忆的技巧，但我从来没学会过。

他给了我们一本关于演讲的书——主题演讲、选举演讲、副州长演讲等，要我们每周都进行这些演说。这本书的作用是你学会战胜自己。我是想说，为什么在5分钟前你能够单独和某人谈话，然后在一群人面前就僵硬无语呢？因此，他们会教你一些心理方法来战胜这一困难。其中有一些方法就是练习，我们真的是相互帮助、共同克服。方法生效了，这是我所获得的最重要的知识。

不过，沃伦还是无法把新学到的技巧用在苏珊身上——她是一个很

少见的女孩。沃伦心知汤普森博士对他女儿的影响，因而每晚都带着夏威夷四弦琴去苏珊家，以打动苏珊的父亲，而不是直接取悦她。“她还是会和其他人出去，”沃伦说，“我去她家里，根本无事可做。因此，我和苏珊的父亲打交道，我们会聊一些事。”汤普森博士喜欢夏日，在炎热的7月的夜晚，他会穿着颜色鲜艳的毛料三件套西装，坐在遮阴的门廊上，而这个时候苏珊则悄悄出去和米尔顿约会。汤普森博士弹奏曼陀林，而沃伦边流汗边唱歌，用夏威夷四弦琴伴奏。

和汤普森博士相处，沃伦觉得很舒服，因为他的风格令沃伦想起来自己父亲的观点：世界是怎么因为民主党而毁灭的？惠特克·钱伯斯的自传《目击者》刚刚出版，这本书讲述了惠特克从一名共产党国家间谍转变为冷战时期一个反共人士的故事。沃伦带着极大的兴趣看了这本书，有部分原因就是这本书写到了阿尔杰·希斯。钱伯斯指控希斯充当共产党国家的间谍，然而巴菲特一家的政治敌人、杜鲁门的支持者对这一控告不以为然，只有理查德·尼克松这位众议院非美活动调查委员会（HUAC）的年轻参议员追着希斯不放，并在1950年1月让希斯被判伪证罪。这是汤普森博士永远咀嚼不尽的政治素材。不过，和霍华德不同的是，汤普森博士也谈论体育方面的事。他没有儿子，他认为沃伦是自泡泡糖出现以来最好的事物。³²沃伦很聪明，沃伦是新教徒，沃伦是共和党人，最重要的一点是，沃伦不是米尔顿·布朗。

汤普森博士的支持的加分效应并不像看起来那么大。在捕获苏珊芳心这方面，沃伦又迎头碰壁。她不在意他下垂的袜子和廉价的西装，而是不喜欢他的其他方面。沃伦与她交往的身份是众议员的儿子，别人眼里的“特别之人”，一个各方面都很优秀的男孩——研究生学历和一笔不少的钱，一个显然正步向成功的小伙子。沃伦一直谈论股票，而她根本不关心这个话题。还有，沃伦让约会变有趣的方法是讲一些事先准备好的笑话、谜语和思考题。而她父亲对沃伦的喜爱则令她认为沃伦是父亲控制干预的延伸。汤普森博士“实际上是在把苏珊推给沃伦”³³。

作为一名犹太人，就要面对这种身份所产生的偏见和 unfair，米尔顿就承受着这份痛苦。米尔顿更有吸引力的另一个原因是，他是苏珊父亲不喜欢的人。

那个夏天，米尔顿正在康瑟尔布拉夫斯渔具店工作。然后，他收到一封来自西北大学的信，通知学费上调。米尔顿意识到自己无法再负担回西北大学读书的费用，于是，他来到巴菲特家，交给副班长伯蒂一封

信，上面说自己会转到艾奥瓦大学。³⁴而苏珊在秋天已经进入奥马哈大学。到了这个时候，她和米尔顿不得不承认，因为父亲的原因，他们的关系已经是“断断续续”。整个夏天，苏珊都以泪洗面。

与此同时，虽然苏珊一开始对沃伦不感兴趣，但是如果她不想了解这个人的全部，她从来不会在他身上花一分钟时间。苏珊很快就意识到她的第一印象错了，沃伦并不是她所认为的享有特权、傲慢而自信的人。沃伦回忆说，“我过得很糟糕”。他战战兢兢地处于神经崩溃的边缘。“我觉得自己形单影只，是个社交低能儿。但实质上，我是把不准生活的脉搏。”苏珊的朋友也注意到了沃伦自信的外表下的弱点，苏珊逐渐认识到沃伦内心的自卑。³⁵谈论股票时的自信、天才的光环，以及能弹奏夏威夷四弦琴，所有这一切都包藏着脆弱和需要他人的内在：一个男孩整日笼罩在忧伤之下，踌躇困惑，不知所措。“我一片混乱，”沃伦说，“苏珊看穿了我的部分内心，她如何做到这点令人难以置信。”沃伦后来说，苏珊需要把他变成一个理由——对苏珊而言，他足够“犹太人”，但同时对她的父亲而言，又不会太“犹太人”。因此，她的想法开始有所转变。

沃伦对其他人的穿着几乎像瞎子一样视而不见——即使对女性也如此，但他如今非常爱苏珊，因而注意到了她的衣着。沃伦从不会忘记他们约会时苏珊穿的蓝色套装，或者他称为“报纸装”的黑白印刷风格的衣服。³⁶在牡丹公园的亭子里，四周飞舞着萤火虫，两人随着格伦·米勒的曲子跌跌绊绊地跳舞，沃伦还没有学会跳舞，所以，只能尽自己最大的努力。“我做她要求的任何事，”沃伦说，“我还会同意她把蚯蚓放在我的背上。”

劳动节，沃伦带苏珊去游园会，此时他们已出双入对。苏珊在大学完成注册，成了新闻专业二年级学生，同时还报名参加了辩论队³⁷，以及团队动力学研究协会，一个心理学团体。³⁸

1951年10月，沃伦带着他最为自作聪明的风格，给他的多萝西·斯塔尔姨妈写信：“和女孩的交往正处于火热的状态……当地一个女孩已经深深把我给迷住。只要我一从（叔叔）弗雷德和你那里得到鼓励和首肯，我也许可以进一步推进我们的关系。这个女孩就一点不好，她丝毫不懂股票。而在其他方面，她真是无与伦比。不过，我想我可以不在乎她的这个缺点。”³⁹

谨慎的“有所推进”是正确的做法，沃伦为此打起了十二分精神。他没有提出结婚，而“只是假定，并不停地说起这事”。而对苏珊而言，她“意识到自己被选中了”，虽然“她并不确定这一切是如何发生的”。⁴⁰

沃伦很是得意扬扬，定期去参加他的戴尔·卡内基课程班。“那一周我赢得了铅笔。如果你完成了很有难度的事，以及做了最多的训练，他们就用铅笔作为奖品。我得到铅笔奖励的那周向苏珊求婚了。”

之后，苏珊写了一封又长又伤心的信给米尔顿·布朗，告诉他自己将要结婚的消息。布朗惊呆了，他知道苏珊和沃伦出去约会过几次，但是他没把他们的约会真当成一回事。⁴¹

沃伦把婚讯告诉苏珊的父亲，希望得到他的同意和祝福。沃伦事先就知道，这不是什么难事。不过，汤普森博士花了一点儿时间才表示同意。他的开场白是说哈里·杜鲁门和民主党人正在葬送国家。战后，美国通过马歇尔计划和柏林空运计划⁴²把钱倾入欧洲，这就是罗斯福的政策仍然阴魂不散的证据，同时也说明杜鲁门正让国家陷入破产境地。看看在杜鲁门解除部分军事武力之后，苏联是如何掌握原子弹的。参议员乔·麦卡锡所领导的众议院非美活动调查委员会就证明了汤普森博士一直以来都知道的事，政府被共产党蒙蔽了。众议院非美活动调查委员会发现共产党到处都是，在和共产党打交道方面，政府完全一败涂地，甚至更糟。杜鲁门的美国民主化进程已经失败。在麦克阿瑟将军反复游说杜鲁门，获准进攻中国东北的中国共产党之后，杜鲁门却解除了英勇的麦克阿瑟将军的职务。他的这一决定永远不能被饶恕，股票正在成为一文不值的纸片。因此，沃伦想要从事股票行业的计划正在泡汤。不过，当女儿挨饿的时候，汤普森博士不会怪罪沃伦，他是一个聪明的好小伙。如果不是民主党正在摧毁国家，沃伦可能会把一切都做得很好。等待着苏珊的悲惨未来不是沃伦的错。

沃伦很早就适应了他父亲和苏珊父亲的这类谈话，他耐心地等待着那个关键的词——“同意”。3个小时后，汤普森博士结束谈话，得出了结论，表示同意。⁴³

感恩节的时候，苏珊和沃伦决定在第二年4月份举行婚礼。

19 怯场

奥马哈，1951夏~1952春

虽然沃伦对自己毫不怀疑，可他能理解汤普森博士对他如何养活一个家庭的担心。因为他不能在格雷厄姆-纽曼公司工作，所以他下决心要成为一个股票经纪人，而且是在奥马哈，这个远离华尔街的地方。按照一般的常识，如果你想在股票市场挣钱，纽约才是最合适的地方，所以沃伦的决定非同寻常。但是远离华尔街的条条框框会让他觉得自由，同时他也想和他的父亲一起工作，而且苏珊也在奥马哈——沃伦从不喜欢离家很远。

差不多21岁时，沃伦已经对自己的投资能力超级自信。到1951年年底，他已经将他的资产从9 804美元增值到19 738美元，也就是说，他在一年之内挣了75%的投资利润。¹虽然他咨询过他的父亲和本杰明·格雷厄姆，可让他吃惊的是，两个人都表示，“也许你要等上几年”。格雷厄姆一如既往地认为这个市场上的股价太高了。而霍华德持悲观态度，他喜欢矿业类股、黄金类股或者其他可以抵御通胀的投资产品。他不认为其他任何一种投资将会是好的投资，所以他很担心儿子的将来。

这些对沃伦而言都没有意义，因为自1929年以来，商业价值得到了巨大增长。

当市场被高估时，这绝对是你在其他时间所见事实的反效果。我已经研究过这些公司，我就是不明白你们为什么不想去拥有它们。这是在微观的层面上，不是对经济增长或者类似的什么作评估。我是在和微观的钱打交道。在我看来，不去拥有它们简直是疯了。可是在另外一端有格雷厄姆和我的父亲，格雷厄姆用他高达200的智商和所有经验告诉我要等待，而我的父亲，如果他叫我从窗户跳出去，我是一定会照做的。

然而，他仍然做出了挑战两位权威人士的决定，于他而言，这是很重要的一步，这要求他考虑自己的判断优于他们的判断的可能性，以及

他最深深尊敬的两个人的思考是否不够合理。他依然确信自己是正确的。如果他的父亲让他从窗户跳出去，他也许真的会做——不过如果这意味着丢弃满是便宜股票的《穆迪手册》，那他可不干。

事实上，他看到的机会太多了，因此他们第一次认为应该借钱投资。他愿意承担等于他资本净值的1/4的债务。

我缺少钱，如果我对一只股票很上心，那我就不得不卖掉一些其他的股票。我厌恶借钱，不过我还是从奥马哈国民银行贷了大约5 000美元。因为我还不满21岁，所以我父亲不得不为这笔贷款联合署名。银行家戴维斯先生把整个过程搞得像个成年仪式。他说了类似这样的话，“现在你是一个男人了”，然后又提到了5 000美元，“这是个神圣的责任，我们知道你已经具备了将它还回来的能力”。整个过程持续了半个小时，而我就一直坐在那张大桌子的旁边。

霍华德也许觉得为儿子的贷款联合署名既骄傲又有点儿愚蠢，因为沃伦成为一名生意人已经至少12年了。既然沃伦已经下定决心，霍华德愿意带他去自己的巴菲特-福克公司，同时建议他先去当地著名的柯克帕特里克-佩蒂斯公司面试，见识一下奥马哈最好的经纪公司。

我去见了斯图尔特·柯克帕特里克，面试中我说我想要聪明的客户，我将努力寻找那些有理解能力的人。而柯克帕特里克表示，事实上，不必担心客户够不够聪明，而要关心他们是不是有钱。这样很好，我不可能因此去顶撞他，而我除了父亲的公司，也不想去其他任何地方工作。

在巴菲特-福克公司，沃伦被安置在没有空调的4间私人办公室中的一间，紧挨着“笼子”——那是职员处理钱和证券的一块用玻璃围住的区域。他开始向他认识的最安全的人——姑妈和大学朋友们——推销他最喜欢的股票，包括他在沃顿的第一个室友查克·彼得森，他现在在奥马哈从事房地产行业，他们又重新取得了联系。

我打的第一个电话是给我的姑妈艾丽斯，我卖给她100股GEICO。她对我很感兴趣，这让我感觉良好。接着，我让弗雷德·斯坦贝克、查克·彼得森等等我能找到的人都买了。但大多数是我自己买的，因为其他人不买，我就想办法自己再买5股。我有一个野心，

我想拥有这家公司1%的股份。现在它总共有175 000股，我计算过，如果这家公司有一天能值10亿美元而我又有1%的股份，那我也只有100万美元了。所以我需要175股。²

同时，沃伦的工作还包括受托卖股票。但在这个狭小的圈子之外，他碰到了几乎无法克服的困难。他开始遇到他的父亲当初创立这家经纪公司时面对的障碍，尝到那些奥马哈古老家族的人——银行、牧场、啤酒厂以及大百货商店的拥有者——对这个杂货商的孙子嗤之以鼻的滋味。现在他的父母已经回华盛顿，沃伦孤身一人留在奥马哈，感觉自己根本得不到尊重。

那时候所有的股票都靠提供全面服务的股票经纪人来卖，大多数人买个股而非基金。所有人统一支付一股6美分的固定佣金，交易都是当面成交或者是通过电话达成。每一笔交易都是在和你的经纪人聊上几分钟后就完成的，你的经纪人既是商人，又是咨询顾问，还是朋友。他也许就住在你家附近，你能在聚会上看到他，和他在乡村俱乐部打高尔夫，或者他来参加你女儿的婚礼。

大客户们并不把沃伦当回事。内布拉斯加联合制造厂是他父亲的一个客户，曾经安排他在早上5点半就出来。³“我21岁了，我围着这些人卖股票。而当我把一切都安排好时，他们会问，‘你父亲是怎么看的？’我总是碰到这样的人。”沃伦看起来像“傻瓜”一样，努力地去推销。⁴他不知道如何解读别人，不会交谈，当然也不是一个好的听众。他谈话的方式是宣传而不是接收，一紧张，他就会像一个消防水管一样滔滔不绝地讲出那些他喜欢的股票的信息。一些潜在客户听了他的评论，利用他的思想，通过其他渠道验证，最后却从其他经纪人那儿买股票，于是沃伦拿不到佣金。沃伦震惊于这些和他面对面说话，而且还会一次又一次在城里碰面的人的背信弃义。他感觉自己被欺骗了。另外有些时候，他只是感到困惑。一次他去拜访一个70多岁的家伙，那家伙的桌上堆满了钞票，而女秘书就坐在他的膝盖上。她亲吻他一次，他就给她1美元。

我父亲没有教过我在这种场合下应该怎么做。总的来讲，我没有得到支持。当我第一次卖GEICO的股票时，巴菲特-福克在市中心有一间小办公室，股票凭证会送到那里，凭证上面有杰里·纽曼的名字。我是从他那儿买的股票。巴菲特-福克公司里的那些家伙们会

说：“天呀，如果你觉得你比杰里·纽曼还聪明……”

事实上，格雷厄姆-纽曼正在筹建新的合伙关系，一些投资人于是抛出GEICO的股票，以筹集资金加入，因此，事实上是他们在卖股票，而不是格雷厄姆-纽曼。沃伦并不了解这些，他也不关心是谁在卖GEICO。⁵他从未想过去问公司里的人为什么他们要出售股票，他对自己的观点毫不动摇，也从不隐瞒这一点。

在那些没上过大学的人中间，有研究生学位的我是个聪明人。有一次，一个叫拉尔·坎普贝尔的保险代理人过来见福克先生，说：“为什么这个孩子到处推销这家公司？”GEICO不用保险代理人，于是我像个聪明人那样回答：“坎普贝尔先生，你最好买点儿这只股票当作失业保险。”

戴尔·卡内基的第一条原则——不要批评人，这条原则全部含义还没有被沃伦充分理解。沃伦在用他后来招牌式的“巴菲特的智慧”去显示他比其他人懂得多，但是人们为什么要相信一个21岁的年轻人的才智呢？然而他做到了。看到他不分昼夜地查阅手册、汲取知识，巴菲特-福克公司里的人肯定很意外。

我一页一页地查阅《穆迪手册》，内容涉及工业、运输、银行以及金融，总共10 000页，而我查阅了两遍。我确实每个行业都看——虽然有些看得不太仔细。

即使是如此沉浸于寻找股票的游戏里，沃伦也不愿意仅仅是个投资者，或者仅仅是个推销员。他还想效仿本杰明·格雷厄姆，做一名教师。于是他和奥马哈大学签约，教授夜校课程。

一开始他和他的股票经纪人朋友鲍勃·索纳搭档。鲍勃负责这个名为“有利可图的股票投资”课程前4周的课。索纳给学生讲解一些基本知识，比如怎样读《华尔街日报》的时候，沃伦就站在走廊里听取好的投资想法。沃伦则负责后面的6个星期⁶，最终教完了全部课程，并且给它起了一个更谨慎的名字“稳健的股票投资”。站在教室前面，沃伦容光焕发，他在地板上踱步，语速飞快，学生们努力避免被涌向他们的洪水般的信息淹死。但是，尽管沃伦具备扎实的知识，他从不向学生保证他们

会变得富有，或者听他的课就能获得特别的业绩，他也没有自我吹嘘在投资方面的成功。

他的学生范围很广，从股票市场的专业人士到对此一无所知的家庭主妇、医生、退休人士等。这标志着一个轻微的转变：自20世纪20年代经济危机以来，那些长期缺席的投资者们开始回归。这也是格雷厄姆认为市场估值过高的部分原因。沃伦的教学能适应学生们不同水平的知识技能。他还套用了格雷厄姆的一些教学方式，比如使用“公司A、B”方法或者另外一些格雷厄姆用的教学小技巧。他严格而公平地给出学习等级，艾丽斯姑妈坐在教室里用崇拜的眼神凝视着他，但他最后给了她一个“C”。⁷

人们总是抛出股票的名字，问他该买还是该卖。他可以根据记忆就他们给出的股票讲上5分钟甚至10分钟，关于它的财务数据、市盈率、股票的交易规模等。很显然，他可以为数百只股票做出这样的分析，好像他是在引用棒球数据一样。⁸有时，前排的一位女士会问：“我过世的母亲留给我一些ABC公司的股票，现在价格升了一点儿，我该怎么做？”他会回答：“我想我会卖了它，也许会买进……”然后给出三四只类似GEICO的股票，或者他完全有信心的（而且已经持有的）几只股票中的一只。⁹

同时，沃伦就像4月里的啄木鸟一样忙着工作挣钱。他很快就要去照顾一个家庭了，这会将他的收入分流。一部分挣来的钱将会用于投资并且继续增长；另外一部分则用来供他和苏珊生活，这是他所处环境的重大改变。沃伦曾经为削减开支而住在哥伦比亚大学服务员的房间，吃奶酪三明治，他那时的活动就是去听讲座或为他们弹夏威夷四弦琴，而不是去时髦的俱乐部。现在他又回到了内布拉斯加，他可以住在父母的房子里进一步减少开支，即使这意味着在父母从华盛顿回来时，他会偶尔和母亲利拉碰面。

他从来都不需要什么动力去推动自己努力耕耘自己的资产。他坐在巴菲特-福克公司的办公室里，双脚跷在办公桌上，在格雷厄姆和多德的书里仔细寻找，以得到新的启发。¹⁰他找到了一只股票，费城里丁煤铁公司，一家开采无烟煤的公司，每股只卖19美元多一点儿，看起来很便宜，因为它还拥有相当于每股8美元的废渣堆。^[1]为了对这只股票做出理性的决策，沃伦会很高兴花上几个小时计算煤矿和废渣堆的价值。他自己买了，也让艾丽斯姑妈和查克·彼得森都买了。当股票突然跌到9

美元时，他买了更多。

他买过一个叫克利夫兰毛料厂的纺织公司的股票。它每股流动资产为146美元，而股票的售价低于这个数。他认为这个数字不能反映“一家装备良好的工厂”的价值。

沃伦为这只股票写了一个简短的报告。他很高兴这家公司正在将挣来的钱分发给股东们，这是实实在在的利益。“他在报告中注明：8美元分红为大约115美元的现价提供了有充分保证的7%的收益。”¹¹他使用“有充分保证的”这个词，是因为他认为克利夫兰毛料厂有足够的收入支付分红。而后来证明沃伦并没有先见之明。

在他们取消分红后，沃伦就叫它“克利夫兰最差的厂”。沃伦气疯了，决定自己花钱搞清楚问题出在哪儿。“我一路飞奔，前往克利夫兰参加这家‘克利夫兰最差的厂’的年会。我晚了大概5分钟，已经休会了。可是我，一个从奥马哈赶来的21岁的小伙子，自己的钱在这只股票里。会议主席说：‘对不起，已经太迟了。’后来他们的销售代理，董事会成员之一，同情我的遭遇，拉我到一边回答了几个问题。”但是，这些回答并不能改变什么。沃伦感觉糟透了，因为他也让其他人买了“克利夫兰最差的厂”。

再没有比卖给别人会让他们亏钱的投资产品更让沃伦痛恨的事情了，他无法忍受让别人失望。时光退回到沃伦上6年级时，那时已是如此，他让多丽丝投资城市服务公司的优先股，最后投资失败。她毫不犹豫地就这件事“提醒”他，而他也觉得自己有责任。为了避免再让别人失望，他愿意做任何事情。

沃伦寻找方法让自己对这个开始憎恨的工作少一些依靠，他一直都很喜欢做生意，于是和国民警卫队的朋友吉姆·谢弗合伙买了一个加油站。他们买的是一家辛克莱加油站，离一家德士古加油站很近，后者“生意总是比我们好，这简直让我们发疯”。沃伦和他的姐夫杜鲁门·伍德每个周末过来帮忙。他们“带着微笑”洗挡风玻璃（尽管沃伦厌恶体力劳动），做任何他们可以做的去吸引新顾客，然而司机们还是继续去街对面的德士古加油站。“它的主人很成功，很受人喜欢。每个月他都能击败我们。就是在那时，我知道了顾客忠诚度的威力。那个家伙可以永远经营下去，他有老主顾。而我们却无力改变那种状况。”

我买加油站是最愚蠢的一件事——我损失了2 000美元，那时对我而言，这是一大笔钱。我还从来没有遭受过真正的损失，这很令人痛苦。

对沃伦而言，他在奥马哈做的每一件事都增强了他认为自己幼稚和没有经验的感觉，他再也不是一个像男人一样做事的早熟男孩了，而是一个看起来像并且有时候做事也像个孩子的即将结婚的年轻男子。西泽-弗雷泽公司，他两年 before 在鲍勃·索纳的办公室卖空的股票，至今还顽固地在5美元附近晃悠，而不是如他之前期望的那样跌到零。卡尔·福克总是就此做出有趣的表情，并且质疑他的判断。沃伦对他的工作越来越觉得倒胃口，他开始认为自己是一个“开药方的人”。“我必须对那些懂得不够多的人解释他应该吃阿司匹林还是止痛片”，而人们会对“这些穿白大褂的家伙”——股票经纪人——言听计从。经纪人的收入是以营业额而不是建议为基础，换言之，“他的收入是以他卖出去多少药为基础计算的。而他从有些药中得到的收入要多过其他药。你会去一个收入完全与开了多少药挂钩的医生那儿吗？”但是那时的股票经纪人就是这样工作的。

沃伦认为这个行业天生就有利益冲突。他给他的朋友和家人推荐GEICO的股票，并且告诉他们最好能持有20年。而这意味着他不能从他们那儿得到更多的佣金。“你不能以那种方式谋生，这使你的利益和客户利益相悖。”

尽管如此，他已经通过大学校友网络开始发展一个自己的小小的老主顾群。1952年春天，沃伦到北卡罗来纳州索尔兹伯里市和弗雷德·斯坦贝克共度复活节。他迷住了弗雷德的父母，并且令他们感到愉悦。他谈论股票，引述本杰明·格雷厄姆的话，拿百事可乐和火腿三明治当早餐，这些都让他们觉得很有意思。¹²返回奥马哈后不久，弗雷德的父亲就给沃伦下指令出售托尔公司，一家洗衣机公司的股票。沃伦了解到，有一个客户通过另一个叫哈里斯·厄汉的经纪人在买这只股票，接着他又接到斯坦贝克的银行关于该交易的电话，于是他就认为他现在有两个指令，他卖了两次这只股票，第二次是卖了他根本就没有的股票。于是他不得不去寻找其他的股份，而最终只好自己购买，以便完成第二次交易。

尽管发生了差错，斯坦贝克先生还是很仁慈地对待沃伦。这是沃伦的错，斯坦贝克先生却自己承担了所有损失。沃伦非常感激，一直没有

忘记这件事情。其实他有太多的理由去关注一下第二个买家，一个被称作“疯狗”巴克斯特的人，他是奥马哈主要的赌博中心的常客，和这个城市中的一些非法赌场有关系。巴克斯特亲自来到巴菲特-福克公司，走到出纳那儿，拿出一沓100美元的钞票，炫耀地四周挥舞。巴菲特-福克公司现在被用来洗非法的赌博资金了吗？这样的情形又增加了沃伦对这份工作的不喜欢。即使在他卖股票的时候，他也感到矛盾。他已经将巴菲特-福克公司变成了一个“做市商”，扮演中间人的角色，像交易商一样买卖股票。¹³做市商以稍稍高出它买的价格将股票卖给客户，或者以稍低于它卖这只股票的价钱从客户那儿买回股票，来获取利润，这个差价就是它的利润。而客户看不到差价。“做市商”的做法将一个经纪人公司从一个单纯的指令接收者变成华尔街游戏的玩家。当沃伦因自己有将巴菲特-福克公司变成“做市商”的诀窍而感到自豪时，他也被其中的冲突困扰了。

我不想蒙蔽客户，我从来不会将我不信任或者我自己没买的股票卖给客户。另外一方面，其中有未公开的利润。如果有人就这些问我，我会告诉他们。但是我不喜欢这样的事，我想和我的客户在同一边，所有人都知道进展情况。而一个推销员出于天性是不会那样做的。

不管沃伦如何看待他的这份经纪人工作，其中总会有潜在的利益冲突，使客户亏钱和失望。他更愿意管理他们的钱而不是卖股票给他们，这样他的利益就和客户的利益一致。问题是，在奥马哈没有这样的机会。1952年的春天，他写了一份有关GEICO股票的文章，引起了一个很有影响力的人的注意。随后，他的运气看起来就要来了。这篇题为“我最喜欢的证券”的文章出现在《商业和金融编年史》杂志上，不仅为沃伦最喜欢的股票做了广告，而且解释了他的投资思想。这篇文章吸引了比尔·罗森瓦德，他在西尔斯公司长期任董事长，是慈善家朱利叶斯·罗森瓦德的儿子。小罗森瓦德掌管着美国证券公司，一家以家族拥有的西尔斯公司股份而创建的货币管理公司。¹⁴该公司追求风险最小化和保存资产情况下的高回报。罗森瓦德和本杰明·格雷厄姆联系，后者给了沃伦很高的评价，于是罗森瓦德给了沃伦一份工作。沃伦太想接受这份工作了，即使这意味着他要搬回纽约。但是，他必须获得国民警卫队的批准才能离开奥马哈。

我问指挥官我是否有可能转到纽约去接受这份工作。他回答：“你必须去总指挥那儿问问。”我去了林肯，坐在州政府大楼里等了一会儿，然后进去见亨宁格将军，我已经事先写信向他解释了整件事情，并且请求他的批准。

他立刻就回答：“请求不予批准。”

事情到此就结束了。那意味着只要他不想让我走，我就必须一直待在奥马哈。

因此沃伦被困在巴菲特-福克公司，为了生活不得不继续“开药方”。他回到奥马哈的第一年里，能让他感觉舒适的主要是他的未婚妻。他开始依赖苏珊，她也一直在努力理解他。她开始体会到利拉·巴菲特的易怒情绪对她儿子的自我价值感造成的伤害，并且开始去修复它。她知道他需要的主要是被爱的感觉，以及从不被批评，而且他还需要感觉到自己在社交方面也会成功。“当我和她在一起时，人们会更多地接受我。”他说。虽然她还在奥马哈大学读书而沃伦已经工作了，但就他和未来妻子的关系而言，他就像一个初学走路的孩子，凝望着父母。他们两人都还住在各自父母的家里，久而久之，沃伦找到了避免和母亲单独相处的方法，那就是利用她有责任感的天性，在她在场的时候，用各种需求和要求“围攻”她。上大学以后，他有很长一段时间没有和母亲相处，这削弱了他对与母亲相处的忍受能力。当她和霍华德从华盛顿回来参加沃伦和苏珊的婚礼时，苏珊注意到她的未婚夫尽可能地回避他的母亲。不得不和她待在一起时，他总是将脸扭向另一边，牙齿咬得紧紧的。

沃伦该搬出去了。他打电话给查克·彼得森：“我还没找到我们住的地方。”于是查克·彼得森帮他们在离市中心几英里的地方租了间小小的公寓。沃伦给有强烈的自我表现欲的苏珊1 500美元限额，去装点他们的第一套公寓。于是她和沃伦的姐姐多丽丝起程前往芝加哥购买她喜欢的现代风格的家具。15

随着结婚日期1952年4月19日的临近，仪式究竟能不能如期举行突然变成了问题。婚礼的前一周，密苏里河发洪水淹没了奥马哈的上游。大水继续南行，官方预测到周末洪水将漫过河岸并且淹没整个城市，国民警卫队很有可能将要出动。

整个城市都是沙袋。我已经让所有的好朋友来参加婚礼，弗雷德·斯坦贝克当我的伴郎，还有各种各样的招待员和客人们。因为我

还是国民警卫队的成员，他们都开我的玩笑：“哦，不要担心，我们可以代替你去度蜜月。”类似这样的玩笑持续了一周。

婚礼前几天，霍华德开车带沃伦和弗雷德去了河边。成千上万的志愿者们正在修建双层的沙袋墙，6英尺高4英尺宽。运送沙土的巨大卡车的轮子陷在泥里，好像在橡胶上行驶一样。¹⁶沃伦屏住了呼吸，希望自己不会被召集来搬沙袋，这暂时的堤防能够守住城市。

星期六到了，我们将在下午3点结婚。大约正午时，电话铃响了。我母亲说：“那是你的。”我拿起电话，那一头的家伙问：“是下、下、下士巴菲特吗？”我有一个上级有很明显的口吃。“我是上、上、上尉墨菲。”他接着说。

如果他没有口吃，也许我已经说了一些会令我上军事法庭的话了，因为我认为哪个家伙在开我玩笑。但是事实上，他在说：“我们已经出动了。你、你、你什么时候能出现在兵工厂？”（沃伦几乎心脏病发作。）¹⁷于是我说，“哦，我将在3点结婚，5点之前我也许能到那儿。”他又说：“要按、按、按时报到。我们将巡查东奥马哈沿河地区。”我回答：“好的，长官。”

挂了电话后我整个人沮丧不已。一个小时后我又收到了一个电话，这次这个人有非常正常的语音。他问：“是下士巴菲特吗？”我回答：“是的，长官。”对方又说：“我是伍德将军。”¹⁸他是34师的总指挥，住在西内布拉斯加。伍德将军又说：“我撤回墨菲上尉的命令。祝你愉快。”

这时离他人生中最大的一件事只有两个小时。沃伦在3点前出现在邓迪长老会教堂高耸的哥特式大殿里。在奥马哈，国会议员的儿子和汤普森博士的女儿结婚可是一件大事情，数百名宾客，包括奥马哈很多的上层人士，如期而至。¹⁹

“汤普森博士非常自豪，而我是如此紧张，只能靠数数缓解心情，我故意没戴眼镜，所以我就可以不用去看清那些出席的人。”沃伦还让平时沉默的斯坦贝克用说话来分散他的注意力，这样他就不用集中注意力到正在发生的事情上了。²⁰

伯蒂是苏珊的伴娘，而苏珊的姐姐多蒂担任首席女傧相。拍完照后，客人们去往铺了亚麻地毯的教堂地下室，那里有不含酒精的鸡尾酒

和婚礼蛋糕。汤普森夫妇和巴菲特夫妇都不是俱乐部人士。苏珊笑得像一把象牙扇一样，而沃伦红光满面，胳膊缠绕在苏珊的腰间，似乎想要阻止他们俩飞到空中去。又拍了一些照片后，他们换上了外出的衣服，然后跑过欢呼的人群，钻进了艾丽斯·巴菲特借给他们度蜜月的车。沃伦已经在后座上堆满了《穆迪手册》和账簿。²¹从奥马哈开始，这对新婚夫妇开始了他们的蜜月旅行，一个全国范围的汽车旅行。

“新婚之夜，我们在内布拉斯加瓦胡的一家威格威姆咖啡馆吃了炸春鸡。”巴菲特回忆。²²威格威姆离奥马哈不到一个小时车程，地方很小，只有几个售货亭。沃伦和苏珊从那儿又开了30英里到林肯的康哈斯科酒店过夜。

第二天，我买了一份《奥马哈世界先驱报》，上面有一篇文章写道，“只有爱能够让警卫队员留步”。²³1952年的大洪水是奥马哈现代史上最糟糕的一次，人们为了防止它泛滥付出了巨大的努力。（警卫队的）其他人都在整日搬运沙袋，在洪水里巡查，和蛇鼠为伴，而我是唯一一个没有被召集的人。

新婚夫妇在美国西部和西北部旅行。沃伦从没去过那儿，而苏珊很熟悉西海岸。他们拜访了她的家族，去了大峡谷，过得很开心。“我们没有像报道中说的那样停下来去考察公司和投资项目。”巴菲特坚称。回来的路上他们在拉斯韦加斯稍作停留。赌徒埃迪·巴里克和萨姆·兹格曼不久前搬去那儿，并且买了火烈鸟酒店。²⁴另一个同伙杰基·高汉紧跟着也来了，他投资了包括火烈鸟酒店和巴贝里海岸在内的多家赌场。这些人都在巴菲特家的杂货店买过东西，弗雷德·巴菲特虽然不是一个赌徒，但和他们都相处得很好。对沃伦而言，在拉斯韦加斯的感觉就跟在家一样，充满了赛马场的回声以及认识他们家族的人，因此他一点儿也不害怕。“苏珊玩儿老虎机中了个头奖。她才只有19岁，因为她不够年龄，所以他们不给她钱。我就说：‘看，你们收了她的钢镚儿了。’于是他们就给了她钱。”

离开拉斯韦加斯后，他们就回到了奥马哈。沃伦忍不住地笑话他那些国民警卫队里不幸运的同伴们：“哦，蜜月太棒了，简直好极了，整整三个星期。而那时，这些国民警卫队的家伙们正在泥泞中跋涉呢。”

[1] 也称为骨头堆，是去除了原煤中如岩石、灰尘等杂质后的残留物。曾被认为有价值，现在已弃之不用，因为它一旦着火就很难熄灭。

第三部分 赛马场



奥马哈、纽约，1952~1955

婚礼后几个月，苏珊和她的父母以及公婆去芝加哥参加于1952年7月召开的共和党大会。汤普森一家和巴菲特一家去往芝加哥，不像是会议代表，倒像是一支部队的一部分。至少从政治意义上讲，现在他们是一个联合起来的家庭。在这个选举年里，他们将会为共和党夺回白宫而冲锋陷阵，此前他们已经历了长达20年的民主党执政的折磨。¹多丽丝将和她的父亲一起在幕后工作，而更年轻的伯蒂和苏珊对这些场面比较无知，她们更多时候呆呆地看着那些为共和党露面的社会知名人士，如约翰·韦恩。²

当然，沃伦还是留在奥马哈埋头苦干。政治让他着迷，可还不如金钱的诱惑。他依然憎恨像“开药方”一样的工作，一边苦干一边找出路。他年老的老师戴维·多德想帮他，推荐他到一家叫价值线投资调查的投资顾问公司兼研究报告发行商那儿工作，他们正在寻找新人。这份工作的报酬丰厚，“一年至少7 000美元”。³可是，沃伦并不打算成为一个籍籍无名的研究人员。于是他继续向那些不感兴趣的客户推销GEICO股票，同时阅读报纸上以1英寸高的字体印刷的有关总统候选人大会的新闻头条。历史上第一次，人们可以在电视上看到大会的相关内容。沃伦如饥似渴地看着，被这样一种可以放大以及影响事件的媒体力量所震撼。

竞选总统候选人一路领先的是俄亥俄州的参议员罗伯特·塔夫脱⁴，以“正直先生”之名为人所知。塔夫脱是共和党中少数派的领袖，被中西部孤立主义者所包围，主张政府不要干涉个人事务，最重要的是要比杜鲁门更加积极地追求共产主义。⁵塔夫脱让他的朋友霍华德·巴菲特担任其内布拉斯加总统竞选班子的负责人，还负责他的演讲团。霍华德非常鄙视的一个叫东部自由机构⁶的组织为了反对塔夫脱，请来了已经退休的艾森豪威尔将军，他在第二次世界大战中担任欧洲盟军的最高指挥官以及北约的第一任最高指挥官，是个温和派。艾森豪威尔是个在政治上非常灵活敏捷的外交家，有着出色的领导技能，被许多人视为战争英雄，很受欢迎。随着共和党大会的临近，艾森豪威尔开始在民意调查中赶上

来了。

芝加哥发生的一系列事件证实了这是历史上最有争议的共和党总统候选人提名大会。艾森豪威尔的支持者们努力促成了对选举大会规则的修订，而且通过了一次富有争议的投票，直接推动艾森豪威尔在第一轮投票中就赢得了候选人提名。出离愤怒的塔夫脱的支持者们感觉受到了掠夺，但是不久艾森豪威尔和他们讲和，承诺将和“缓慢爬行的社会主义”战斗，同时塔夫脱坚持让他的支持者们克制愤怒，并且为了共和党能重回白宫而给艾森豪威尔投票。共和党人在艾森豪威尔和他的竞选搭档理查德·尼克松身后团结起来了，“我喜欢艾森豪威尔”的标语随处可见。⁷当然，支持这一切的不包括霍华德·巴菲特，他因为拒绝支持艾森豪威尔而和共和党决裂。⁸

这是自毁政治前途的做法，共和党内对他的支持一夜之间完全蒸发了，他和他的原则被孤立了。沃伦认识到他的父亲已经深陷困境，⁹从孩提时代起，沃伦就努力避免违反承诺、过河拆桥以及冲突。现在霍华德的斗争将这三个原则更加深刻地烙在他儿子的心里：联盟是必要的；承诺应该谨慎，因为它天生神圣；哗众取宠的表演几乎都以失败告终。

11月大选中，艾森豪威尔击败了阿德莱·史蒂文森。次年1月，沃伦的父母回到华盛顿，以完成剩下的任期。沃伦已经认识到霍华德和利拉强迫症的性格在很多方面使他们自己处于不利地位，他开始吸收他岳父家的某些风格。多萝西·汤普森很好相处，她的丈夫虽然独断专行，但和严苛的、理想主义的霍华德·巴菲特相比，他更加人性化，更善于处理人际关系。沃伦和苏珊以及她的家人共处的时间越久，他就越受他们的影响。

“沃伦，”汤普森博士带着耶稣训众式的威严传达自己的意见，“要一直让女人围着你转，她们会更加忠诚而且会更努力地劳作。”¹⁰其实他的女婿几乎不需要被告知这个道理。事实上，只要她们不企图总是驱使他，沃伦总是渴望被女人照顾。苏珊能够看出他非常需要她扮演一个母亲的角色，于是她总是围绕在丈夫周围，努力“修理”他，似乎他是一堆残骸、一团糟。“哦，天啊，”她说，“他确实是个问题。”¹¹她回忆，他们会面的时候，“我从没见过有人这么痛苦”。

沃伦也许没有意识到自己的痛苦如此之深广但是他这样描述苏珊在自己生活中扮演的充满力量的角色。

苏珊像我的父亲一样对我影响很大，甚至大过我父亲的影响，用不同的方式。我身上有很多自我保护的东西，她能解释，而我却不能。她也许看到了我身上别人看不到的一些东西。她知道需要时间和肥料，它们才能萌发出来。她让我感觉自己身边有一个拎着小喷水壶的人，而这个人将保证花儿的成长。

苏珊认识到沃伦的脆弱，认识到他多么需要有人安抚、慰藉，消除他的疑虑。她越来越多地看出他的母亲对子女们造成的影响。多丽丝受到的伤害更严重，利拉已经让沃伦和多丽丝都深深确信自己毫无价值。除了生意，苏珊发现她的丈夫在生活中的各个方面都对自己充满怀疑。他从未感觉被爱，她也看出来他觉得自己并不可爱。¹²

我疯狂地需要她，我工作起来很高兴，可是我对我自己不高兴。她的确拯救了我的生活，她让我重获新生，¹³这是和从父母那儿得到的一样的、无条件的爱。

沃伦想从他的妻子那儿得到通常从父母那儿获得的东西。此外，他是在一个为他安排好所有事情的母亲身边长大的，现在苏珊接管过来了。虽然他们婚后生活的基本模式是那个时代比较典型的——他挣钱，而她照顾他，并且负责所有内部事务，可他们的安排比较极端。巴菲特家的一切都围绕着沃伦和他的生意转，苏珊理解她的丈夫是一个特别的人，她愿意配合他那处于胚胎期的野心生活。他白天工作，晚上查阅《穆迪手册》。他也会为自己安排一些打高尔夫和乒乓球的休闲时间，甚至申请成为奥马哈乡村俱乐部的初级会员。

苏珊刚刚20岁，无论怎样也算不上会做饭，不过她就和其他20世纪50年代的妻子一样，开始做最基本的膳食和家务。那时，奥马哈的妇女都想在当地的KTMV电视台的节目《典型家庭主妇》中露脸。而她完全忙于满足丈夫的少数但很特别的需求：冰箱里的百事可乐，台灯里的灯泡，以奇怪的方法烹制的当作晚餐的肉和土豆、装满盐的盐瓶、碗橱里的爆米花、冷冻柜里的冰激凌。他有时也需要有人帮着穿衣服，协助和人打交道，温存一下，摸摸头以及拥抱。她甚至替他理发，因为他声称自己不敢去理发师那儿。¹⁴

沃伦为苏珊着迷，而苏珊能够感受到他心里所想的事情。他把她形容成一个给予者，而自己是接受者。“她吸收我的东西、体会我的感受

要比我体会她的感受多得多。”人们总是看到他们在亲吻拥抱，苏珊经常坐在沃伦的腿上，她时常说这让她想起了自己的父亲。

婚后6个月，苏珊怀孕了，不得不从奥马哈大学退学，她的姐姐多蒂也怀上了第二胎，她和苏珊一直特别亲近。多蒂是个黑发美人，和她父亲一样聪明，根据家里人的说法，她上中心高中的时候，智商是全校最高的。但是从长相和家庭生活来看，她更像她的母亲。¹⁵她嫁给了霍默·罗杰斯，他是一个飞行员和战斗英雄，有着男中音的大嗓门。虽然他对自己的战争功绩非常谦虚，可人们都叫他“吹牛罗杰斯”。霍默是一个快乐的精力旺盛的牧场主，他们家里经常高朋满座，多蒂弹钢琴，霍默唱歌。苏珊和沃伦没有参加罗杰斯夫妇活跃的社交生活，因为他们比较严肃而且不喝酒。但是两姐妹经常在一起，多蒂总是难以作决定，而且自从她有了第一个儿子比利以来，似乎对当母亲还比较茫然。自然地，苏珊就过来照顾和帮助她。

苏珊和她的大姑子多丽丝也开始亲近了。多丽丝在奥马哈当老师，她的丈夫杜鲁门·伍德长相英俊，性格很好，来自奥马哈一个显要的家族。但是多丽丝开始疑惑她是否像一匹奔跑的小雌马突然被拉停在一匹拖车马旁边。行动快捷的多丽丝告诉杜鲁门要加速，于是他真的跑得快了点儿，不过不是快很多。

苏珊对沃伦以及他姐姐的保护在1953年1月以后提高了一个等级。那时艾森豪威尔已经宣誓就职，而霍华德在国会的任期也结束了，他和利拉返回了内布拉斯加。多丽丝和沃伦感受到了利拉重回这个城市的紧张。沃伦几乎不能忍受和他的母亲同处一室，而他母亲仍然会不时攻击多丽丝。

霍华德回到奥马哈以后无事可做。于是沃伦成立了巴菲特-巴菲特公司，这样他们可以偶尔一起买卖股票。霍华德出了一些资金，而沃伦象征性地出了些钱，他主要是贡献思想和劳动。然而霍华德很沮丧地看待自己第三次重回股票经纪的老本行。虽然他在国会的这段时间，沃伦一直在帮他照看以前的账户，不过霍华德知道儿子很憎恨它，而且沃伦也一直没有停止努力让本杰明·格雷厄姆雇用自己，如果有机会去纽约，他会立刻离开这儿。而霍华德想念他的真爱——政治。他藏匿了想进入参议院理想，尤其是现在还有一个共和党人在白宫，然而他的野心和他极端的政治主张相互冲突。

1953年7月30日，苏珊和沃伦的第一个孩子——苏珊·艾丽斯·巴菲特出生了。他们叫她苏茜。苏珊变成了一个热情、顽皮又很投入的母亲。

苏茜是霍华德和利拉的第一个孙女。一周以后，苏珊的姐姐多蒂的第二个儿子汤米也出生了。没几个月，多丽丝也怀上了她的第一个孩子——女儿罗宾·伍德。1954年春天，苏珊又怀上了二胎。现在，汤普森一家和巴菲特一家有了新的焦点——孙子辈们。

几个月以后，霍华德的机会似乎来了。1954年7月1日的早晨，华盛顿传来消息，内布拉斯加的资深参议员休·巴特勒因中风被紧急送往医院，生还的可能性不大。申请进入预选以填补参议员席位空缺的最后期限迫在眉睫，可是霍华德出于礼仪而拒绝在巴特勒过世之前递交申请文件，巴菲特一家整日都焦急地等待巴特勒的消息。他们知道霍华德在道格拉斯县有很高的知名度，如果他能参加不需要通过党内提名程序的特别选举，即使党内的权贵不再对他感兴趣，他胜出的概率也还是很大的。

巴特勒的死讯在傍晚传来，而弗兰克·马什的办公室如往常一样在下午5点关门。霍华德将他的候选文件扔进车里，带着利拉驱车前往林肯。因为截止时间是午夜12点，所以他们认为还有足够的时间。他们本想去马什的家里递交申请文件，可即使霍华德已经在白天早些时候支付了申请费用，马什还是拒绝了他们。夫妇俩很愤怒地返回了奥马哈。

那时共和党的州候选人提名大会正在召开。巴特勒的死讯传来，就需要选出一个临时的继任者来完成他的任期¹⁶，而这个人很可能在11月被选上继续干巴特勒的工作。从共和党人在这个州的排名来看，霍华德是一个明显的选择。可是他已经被看作一个狂热者，是对无关紧要的道德上的小事也不屈服的人，而且不是一个忠于自己党派的人，因为他没有支持艾森豪威尔。于是大会选了罗曼·赫鲁斯卡，在霍华德任期结束时，罗曼接替了他在国会的位置。霍华德和利拉飞速返回林肯，迅速向州立最高法院提出诉讼，要求党内接受他的提名。可是24小时以后，他们放弃了这无济于事的战斗，撤回了诉讼。

沃伦听到有关提名的消息后也被激怒了，共和党怎么敢用这种方式来回报霍华德几十年来的忠诚呢？

51岁的霍华德已经看到他的未来正在消失。随着愤怒逐渐消退，他的沮丧与日俱增。像他这样引退的资深政客早就应该去扮演一个新的角色，他已经被曾经是他生活中心的舞台所抛弃，那个舞台曾让他感觉在这个世界上自己还是一个有用的人。他曾经想在奥马哈大学争取一个教书的职位，家里人也觉得凭他的从商经历和国会议员的任期，这是很合理的。尽管自己的儿子也在那儿教书，而且汤普森博士又是文理学院的院长，但学校考虑到霍华德在当地的一些古怪行为，并没有聘用他。他只能回巴菲特-福克公司工作。最终，他在离奥马哈30英里的米兰德-路瑟兰学院找到了一份兼职的教书工作。¹⁷

利拉似乎要被这些悲惨的事情击倒了，因为曾经给她带来荣耀的霍华德的地位，对她似乎比对霍华德自己意味着更多。她的姐姐伊迪丝现在住在巴西，伯蒂住在芝加哥，而她和多丽丝以及沃伦的关系并不稳定，她只能依靠21岁的苏珊。可是，苏珊又是一个忙碌的、怀孕的年轻妈妈，还要不停歇地照顾沃伦。

不久，苏珊就要永远离开奥马哈了。两年间，沃伦一直和本杰明·格雷厄姆保持通信来往。他提出对股票的看法，比如他和他的父亲为两人的合伙公司购买的格雷夫兄弟桶业的股票。他还定期去纽约走访格雷厄姆-纽曼公司。

“我总是设法去见格雷厄姆先生。”

当然，像他这样执着于格雷厄姆-纽曼公司的学生并不多见。

“是的，我很坚持。”

在当地的共和党当着他父亲的面将参议员提名的门砰然关上的时候，沃伦已经走在返回纽约的路上。“本杰明写信给我说，‘快点儿回来吧。’他的合伙人杰里·纽曼如此解释，‘你知道，我们又考验了你一下。’我感觉自己撞大运了。”毫无疑问他愿意接受这个工作，而这一次，国民警卫队同意了。

被格雷厄姆-纽曼公司聘用，沃伦激动万分。1954年8月1日，他抵达纽约，第二天就出现在新的工作岗位上，比正式的开始日期提前了一个月。在那儿，他发现一周以前，一个悲剧刚发生在本杰明·格雷厄姆身上。这时离沃伦24岁生日还差4个星期，他写信告诉父亲：“本杰明·格雷厄姆的儿子牛顿上周在法国他所在的部队里自杀了，他一直有点儿心理

不平衡。格雷厄姆是在《纽约时报》上看到军队发布的消息才知道儿子已经死于自杀，这真是一件让人难以接受的事情。”¹⁸格雷厄姆赶往法国收拾儿子的遗物，并且和牛顿的女朋友玛丽·路易丝·安明古斯会面。玛丽比牛顿大几岁。几个星期以后本杰明从法国回来，但是和以前已经不太一样了。他开始和玛丽通信，并且定期去法国。但是在那段日子里，沃伦对自己偶像的个人生活一无所知。

沃伦不得不开始照料自己的生活，首先要找到他们一家能够生活的地方。在纽约的第一个月，苏珊和女儿苏茜继续留在奥马哈。

我首先想方设法住在彼得库柏村，这是“二战”结束后由大都会人寿公司建造的两个大型工程之一。我在哥伦比亚大学的朋友弗雷德·库尔肯住在彼得库柏村，沃尔特·施洛斯也住在那儿。每个人都想住进去，由于一些法律上的特别条款，那儿真的很理想，一个月七八十美元，条件非常好。我去之前申请了，可在两年之后才收到上面写有“你被接受了”的字样的明信片。如果我能早一点儿被接受，我早就已经生活在这座城市里了。

于是，沃伦到处寻找便宜的公寓，不考虑客观位置以及路途漫长。最后他定了一套有三间卧室的公寓。那一栋白色砖瓦建筑，坐落在中产阶级居住的怀特普莱恩斯郊区，属于离纽约大约30英里的威彻斯特县。几个星期以后苏珊和苏茜到达时，公寓还没有准备好。全家不得不先住进威彻斯特县一幢房子的其中一间，那儿非常狭小，他们不得不临时把梳妆台的抽屉为女儿当小床用。巴菲特一家在那儿只住了一两天。

但是这些日后被用来说明沃伦的节俭习惯的故事被添油加醋，变成沃伦太掉价了，竟然不愿意为苏茜买小床，而让她在怀特普莱恩斯度过的大部分婴儿期里睡抽屉。¹⁹

怀孕的苏珊卸下行李安排新家，同时照顾他们的孩子、熟悉邻居。而另一边，沃伦每天早上起来，搭火车去纽约中央车站。第一个月里，他一直待在格雷厄姆-纽曼公司的文件室里，迫切地想知道有关这个公司运作的所有事情，不放过每一张纸片。

只有8个人在那儿工作：本杰明·格雷厄姆、杰里·纽曼、杰里的儿子米基·纽曼、会计伯尼·华纳、沃尔特·施洛斯、两个女秘书以及刚来的沃伦。沃伦终于穿上了他一直垂涎的实验室风格的灰色薄外套。“他们给了

我那件外套，那真是一个重要的时刻。在我们的外套下，我们都是平等的。”

当然，这些人并不是完全平等的。沃伦和沃尔特坐在一间没有窗户的房间里，里面放着自动收报机、打给经纪人的直线电话，以及一些参考书和文件。沃尔特就坐在电话旁边，并且大多数时候都是他打电话给经纪人。本杰明·米基·纽曼，通常是杰里·纽曼，会定期从他们的私人办公室过来确认一下自动收报机上的报价。“我们会查找数据，并且阅读《标准普尔手册》以及《穆迪手册》，发现那些以低于营运资本的价格出售的公司，那时有许多这样的公司。”施洛斯回忆。

这些公司就是格雷厄姆所称的“烟蒂”：便宜又不受宠的股票，就像人行道上可以找到的那种细长雪茄烟被碾碎的烟蒂一样，被弃置一边。格雷厄姆擅长找到这些其他人会忽略的令人不屑的残留物，他能点燃它们，然后再满满地吸上最后一口。

格雷厄姆知道相当数量的“烟蒂”将会是肮脏的，并且认为花时间检验每一个“烟蒂”的质量是白费力气。平均率法则认为它们中的大多数还能吸上一口，而他总是根据公司清算时的价值考虑——如果被清算，那它们的资产能值多少，以怎样的折扣购买才符合“安全边际”。作为更进一步的安全措施，他会在大量股票中只买很少的头寸，这是出于分散投资的原则。格雷厄姆的分散投资理念非常极端，有时候他的头寸小到只有1 000美元。

对自己的判断非常有信心的沃伦却认为没有理由以这种方式下注，并且对分散投资不以为然。他和沃尔特从《穆迪手册》收集数据，并且填写成百上千张格雷厄姆-纽曼公司用于作决定的简单表格。沃伦想要知道每一家公司的所有基本信息，一旦看完这些信息，他就会缩小范围，更认真地研究少数股票，然后将钱集中投注在他认为最好的股票上。他愿意将他的大多数鸡蛋放进一个篮子里，和购买GEICO股票的做法一样，虽然那时他已经出售了GEICO股票，因为他总是没有足够的钱去投资。每一个决定都有机会成本——他必须将每一个投资机会和下一个更好的投资机会作比较。虽然他非常喜欢GEICO股票，但当他找到了他更希望得到的另一只股票时，他不得不做出壮士断腕般的决定。这只股票是西部保险，每股收益29美元，可才卖3美元一股。

这就像找到了一台老虎机，每次你玩儿的时候都会有惊喜出来。如

果你放进25美分，一拉手柄，“西部保险机器”会保证至少支付两美元20，任何头脑健全的人都会一直玩下去。这是沃伦迄今为止看到的安全边际最大且最便宜的股票，他尽其所能地买这只股票，而且让他的朋友们也买了。21

沃伦像一条可以找到任何免费或便宜东西的侦探犬。他有吸收数字且加以分析的惊人能力，很快就成为格雷厄姆-纽曼公司的得力干将。对他而言这是自然而然的事，格雷厄姆的“烟蒂”和沃伦在赛马场弯腰捡别人丢弃的赢钱的彩票的旧嗜好非常相似。

他密切关注合伙人（本杰明、杰里和米基）在干些什么，本杰明·格雷厄姆是费城里丁煤铁公司的董事会成员，而格雷厄姆-纽曼控制了这家公司。沃伦自己已经发现了这只股票，截至1954年年底共投入了35 000美元。他的老板也许会有点儿胆战心惊，可沃伦自己很有信心。22这家公司销售无烟煤并且拥有被认为有价值的废渣堆，事实上是一项不太值钱的生意。随着时间流逝，它必然会衰退。但是，它可以用多余的现金去购买别的公司。

我只是坐在外面办公室的苦力。一个叫杰克·戈德法布的家伙来到格雷厄姆-纽曼，他和他们谈判，而他们从杰克那儿为这家煤铁公司买下了联合内衣公司，这就缔造了后来的P&R公司。23这是这家公司多样化转型的开端。我不属于内部圈子，不过我非常感兴趣，知道一些事情正在发生。

沃伦竖着耳朵偷听的是资产配置的艺术——把钱放在能获得最高回报的地方。在这个案例中，格雷厄姆-纽曼使用从一项生意中得来的钱去购买利润更丰厚的另外一项生意。久而久之，这也意味着破产和成功之间可以转化。

这样的交易发生的时候，沃伦觉得自己好像正坐在窗台上，朝里看高明的筹资。不过，就像他不久后发现的，格雷厄姆和华尔街其他人的做法并不一样。他总是在心里朗读诗句或者引述维吉尔的话，所以很容易在地铁里丢东西，和沃伦一样，他对他的外表漠不关心。如果有人问“这真是一双有趣的鞋子”，格雷厄姆才会低下头看看一只脚上咖啡色的牛津鞋，另一只脚上却是黑色的，然后眼睛都不眨地回答，“是的，事实上，我家里还有一双跟它们一样的鞋”。24但是，和沃伦不一样的是，

他并不关注钱本身，也不是将交易看成是比赛而感兴趣。对于他而言，挑选股票就是一个智力测验。

一次，我们正在等电梯。我们准备到位于查宁大楼底层的自助餐厅吃饭。本杰明对我说：“记住一件事，沃伦，钱并不会让我和你的生活有太多不同，我们现在都将去楼下自助餐厅吃饭，每天在一起工作，而且很开心。因此不要过于操心钱了，因为它不会使你的生活变得有多么不一样。”

沃伦很敬畏本杰明·格雷厄姆，但尽管如此，他还是被钱牢牢抓住。他想积聚很多钱，并把这个过程看成是一个竞赛。如果要他放弃一部分钱，沃伦会像狗保护骨头一样，甚至更甚，好像自己已经被攻击一样。他不愿损失一分钱，这让人觉得钱完全占有了他。

苏珊太了解这一点了。即使在他们的公寓大楼里，沃伦也很快得到了吝啬和古怪的名声。只有在他上班因衬衫而尴尬时——苏珊从来只熨衣领、前面口袋和袖口，他才允许她把衬衫送到干洗店去。²⁵他和当地的一个报摊做交易，以折扣价购买他们准备扔掉的过期一周的杂志。他没有轿车，而如果他从小邻居那儿借车，他从来不会加满油箱。（当他最后有了车时，他也只在下雨的时候洗车，雨水可以减少冲洗的体力活儿。）²⁶

对沃伦而言，从他开始卖第一袋口香糖开始，用这种方式紧紧抓住每一分钱就是使他变得比同龄人相对富有的两个途径之一。另外一个途径就是积攒更多的现金。从哥伦比亚大学开始，他就开始以加速度挣钱。现在，他的大部分时间花在沉思上面，生意数据和股票价格在他的脑海里盘旋。如果他不是在学习，那他就一定在教书。为了能使他的戴尔·卡内基的技能保持灵敏，不至于在观众面前僵住，他在史卡戴尔成人学校教授投资课程，该学校设在附近郊区的一所高中里。同时，巴菲特夫妇的社交圈中都是那些对股票感兴趣的夫妇们。

有时，他和苏珊会被邀请去乡村俱乐部，或者和华尔街其他年轻夫妇们一同参加晚宴。比尔·鲁安把他介绍给了一些熟人，如亨利·勃兰特和他的妻子洛克萨妮。亨利是个经纪人，看起来就像是蓬头垢面的杰里·刘易斯，他以班级最高好成绩从哈佛商学院毕业。在华尔街的圈子里，就像他们其中一个人评价的，沃伦是“你见过的最格格不入的人”。但是当

他开始滔滔不绝地讲股票的时候，其他人会定定地坐在他的脚边，就像“耶稣和教徒”，洛克萨妮·勃兰特说。²⁷

妻子们坐在一边聊她们自己的事情，苏珊和她的丈夫一样引人注目。沃伦施展了他的金融法术，而苏珊用她的单纯迷住了那些妻子们。她想知道一切关于她们孩子的事情，或者她们想要孩子的计划。她知道如何让人们对她敞开心扉，她会问一些生活中的大决定，然后，带着充满感情的表情说：“有遗憾吗？”于是亲密的感情油然而生。苏珊半小时前刚遇到的人就会觉得自己有了一个最好的新朋友，尽管苏珊自己从未以倾诉作为回报。人们喜爱她是因为她对他们如此感兴趣。

但是苏珊在等待第二个孩子出世的大多数时间里，都是独自一人。她的日子里充斥着洗衣服、购物、清洁、做饭，另外还要喂饭、换尿布，陪苏茜玩儿。对他们两个而言，这些都很正确而且正常。就像3年前瑞奇·里卡多在电视剧《我爱露茜》第一季中说的那样：“我想要一个只是妻子的妻子。”²⁸露茜的野心和她没有成果的努力让整个剧集显得很好笑。当苏珊给沃伦喂晚餐时，她支持他工作就好像这是日常的圣礼一样。她认识到他对格雷厄姆先生的敬畏，但是她也从远距离观察，沃伦并没有和她分享工作的细节，那当然也无论如何不会吸引她。她继续耐心振作他的信心，并且以情感感染他，教他一些关于人际关系的事理来“将他完整地拼起来”。在家里，她认定的一件事就是他和他们的女儿培养感情的重要性，沃伦不是那种会和孩子躲猫猫或给孩子换尿片的父亲，不过他每个晚上都会给苏茜唱歌。

我一直唱《飞越彩虹》，它起到了催眠效果。我不知道是不是太令人厌烦了还是别的，不过只要我一开始，她就会入睡。我会把她靠在我的肩膀上，当然基本上，她会软软地睡在我的臂弯里。

偶然找到一个可靠的系统，沃伦从不会搞砸它。唱歌的时候，他很容易摆脱在他的精神文件夹里到处翻寻的状态，于是夜复一夜，《飞越彩虹》的歌声继续着。

在纽约荒芜的郊区，独自一人做家务、带孩子、照顾沃伦，苏珊欢迎每一个在她家门口露面的人。1954年下半年的一天，《父母》杂志的一个销售员顺道拜访了这个公寓。无论这个人 and 苏珊说了什么，沃伦回到家后总结出，她签的那些文件使他们获得的条件要比她先前认为的不

利。他因他的妻子被误导而盛怒，给杂志的代表打了好几次电话，不过当他要求退钱时，他们明确表示“不行”。

沃伦开始了“十字军东征”，他不仅想要回17美元，更想纠正一件不公平的事，让《父母》杂志屈膝。他跑遍了整个公寓大楼，找到了一些愿意加入的人。接着他在曼哈顿一家小额索偿法院起诉了这家杂志，并期待着自己能代表所有被《父母》杂志欺骗的订阅者做证。一想到这家杂志聘请的律师们正启动计时器，他就高兴地踮起了脚后跟。在这件事情上他的父亲有点儿作用，但因为关系到金钱，而且有比较大的胜算，他的母亲也同意了。

但是让他懊恼的是，在讯问开始之前，他就收到了支票。《父母》杂志选择了和解，“十字军东征计划”泡汤。

1954年12月15日，沃伦提前下班回家，因为苏珊分娩的阵痛开始了。就在这会儿，门铃作响，苏珊开了门，原来是一位走家串户的传教士过来拜访。她礼貌地邀请他到起居室，并且听他传道。

沃伦也在听，不过他在想也就是苏珊会让这个男人进来。沃伦开始期盼谈话结束，这么多年他都是一个不可知论者，没有兴趣被别人改变信仰，而他的妻子正要分娩。他们需要去医院。

可苏珊继续听着。“再告诉我一些。”她说。这个传教士讲个不停，她不时地轻轻呻吟。²⁹她不理沃伦的信号，显然认为礼貌对待来访者并且让他感觉自己被理解要比去医院重要得多。来访者看来没有注意到她正在阵痛。沃伦坐在那儿，无助，并且越来越焦虑不安，直到这个传道者自己也精疲力竭。“我真想杀了那家伙。”他说。但是他们还是有充足的时间去医院。第二天凌晨，豪伊出生了。

21 真正的玩家

纽约，1954~1956

豪伊是个“很难缠”的宝宝，和苏茜的安静温和相反，豪伊就像个你根本关不上的闹钟。巴菲特夫妇一直等待这噪声能够变小，可它却越来越大了。突然之间，房子里整日充斥着嘈杂声。

他有吮吸方面的问题。我们试过了各种各样的奶瓶。我不知道他是否吸进了空气，他总是处于饥饿状态。和苏茜相比，豪伊是个考验。

总是苏珊去照顾吵个不停豪伊，因为沃伦是在一个高谈阔论的父亲、一个愤怒和喋喋不休的母亲身边长大的，所以他对周边的事情充耳不闻也许不足为奇。即使豪伊晚上哭啼不已也不会太分散他的注意力，在这间公寓的第三个卧室——他的小办公室里，沃伦可以几个小时完全沉浸在思考中。

他正全神贯注于工作中一个复杂的新项目，那将成为他职业生涯的一个重要事件。沃伦加入格雷厄姆-纽曼不久，可可的价格突然从每磅5美分飙升至超过50美分。这个情况导致布鲁克林区的巧克力制造商洛克伍德公司因“获利有限”¹而面临进退两难的困境。该公司的王牌产品是洛克伍德巧克力片，被用来做巧克力薄片曲奇饼干。由于公司不能在产品上提太多价，因此损失惨重。可可豆的价格很高，洛克伍德有机会将它拥有的可可豆转卖获得暴利。不幸的是，税单会吞掉大部分的利润。²

洛克伍德公司把格雷厄姆-纽曼当作可能的买主进行接洽，不过格雷厄姆-纽曼不愿意接受洛克伍德的要价。于是洛克伍德转而投向投资人杰伊·普里茨克，后者找到了躲避巨额税单的办法。³普里茨克认识到，1954年的美国税收法规定，如果公司缩减生意的范围，那么这部分库存的“部分清算”就不需要纳税。于是他买进了足够控制洛克伍德公司的股票，同时选择让公司继续保持巧克力制造商的身份，而甩掉了可可油生意。他把1 300万磅的可可豆归入可可油生意，这样，这部分可可

豆就可以“被清算”了。

普里茨克并不是想用可可豆换现金，而是想用可可豆换其他股东手中的股票，他这么做是因为他想增加自己在这个公司的权益。于是他提供了一个好价钱以刺激成交——用价值36美元的可可豆⁴换取成交价为34美元的股票。⁵

格雷厄姆从中找到了挣钱的办法，格雷厄姆-纽曼可以购买洛克伍德的股票用来换取普里茨克手中的可可豆，然后卖掉可可豆，这样每股就可以挣2美元。这是一种套利交易，两种几乎一样的商品以不同的价格交易，精明的交易人可以同时一边买进一种商品，而另一边卖出另外一种商品，几乎没有风险地获取差价收益。“华尔街古老的谚语被重述了，”就像巴菲特后来写的，“给一个人一条鱼，你可以让他一天不饿，教会一个人套利生意，你可以让他永远不挨饿。”⁶普里茨克交给格雷厄姆-纽曼一张仓库凭单，就像听起来的那样：一张用来证明持有人拥有如此之多的可可豆的纸片。它可以用于交易，只要把仓库凭单卖出去，格雷厄姆-纽曼公司就挣钱了。

34美元（格雷厄姆-纽曼购买洛克伍德公司股票的成本——要交给普里茨克的）

36美元（普里茨克交给格雷厄姆-纽曼一张仓库凭单——以该价格出售）

2美元（洛克伍德公司每股股票的收益）

但是，这其中仍然存在一些风险。如果可可豆的价格掉下来，或者凭单突然只值30美元，会怎么样？那就意味着格雷厄姆-纽曼每股会损失4美元。为了锁定利润、消除风险，格雷厄姆-纽曼卖出了可可期货。这也是一件好事情，因为可可豆的价格快掉下来了。

期货市场中，买卖双方可以协商约定，在未来的某一天以现在双方确定的价格交换如可可豆、黄金、香蕉等商品。格雷厄姆-纽曼缴纳了小额费用后，就可以安排在一个规定的时间以已知的价格出售可可豆，这样可以消除市场价格下跌的风险。而这笔交易的手方承担了价格下跌的风险，这是在投机。⁷如果可可豆价格下跌，而投机者必须得按合约中商定的价格从格雷厄姆-纽曼那儿购买现在并不值那么多钱的可可豆，这样格雷厄姆-纽曼的利益受到了保护。⁸从格雷厄姆-纽曼的角度来

说，投机者需要承担价格下跌的风险。当然，在那时，谁都还不知道可可的价格会向哪个方向发展。

因此，套利交易的目标就是在尽可能买入洛克伍德公司股票的同时，卖出同等数额的期货。

格雷厄姆-纽曼公司安排沃伦负责洛克伍德这笔交易。沃伦是最理想的人选；他从事股票套利已经好几年，会在购买同一家公司发行的可转换优先股的同时，卖空普通股。⁹他详细研究了前30年的套利回报，发现这些“无风险”的交易一般会有20美分对1美元的回报，比股票平均7~8美分的回报要高得多。有好几个星期，沃伦白天坐着地铁在布鲁克林和公司间来来回回，忙着到施罗德信托公司把股票换成仓库凭单；晚上则忙于分析形势，一边为苏茜唱着《飞越彩虹》，一边沉入思考，对苏珊努力给豪伊喂奶时豪伊发出的尖叫声充耳不闻。

表面上，洛克伍德这笔交易对格雷厄姆-纽曼公司而言是笔很简单的交易，唯一的成本就是地铁票、思考和时间。不过，沃伦意识到这笔交易有更多的“金融烟花”^[1]潜力。¹⁰和本杰明·格雷厄姆不一样，他没有做套利交易，因此也不需要卖出可可期货。相反，他自己购买了222股洛克伍德的股票，并且只是简单地持有。

沃伦已经认真彻底地思考过普里茨克的报价。如果他按照洛克伍德股票数量来划分洛克伍德所拥有的可可豆——而不是分配给可可油生意的那部分豆子，就比普里茨克报出的每股80磅可可豆的价格还要高。因此那些没有交出股票的人会发现自己手中的股票每一股可以值更多的可可豆，还不只这个，那些没有交出股票的人所导致的多余的可可豆，会将每股股票所值的可可豆数量推得更高。

此外，那些保留股票的人会因手中的股份，而从公司厂房、设备、客户应收款以及洛克伍德其他没有关闭的业务中按照股票数量分得一杯羹。

沃伦进行了换位思考，从普里茨克的观点来分析，他觉得疑惑，如果杰伊·普里茨克正在买入股票，那别人卖出这些股票有什么意义？用心盘算过以后，他认为那样做毫无意义。杰伊·普里茨克这一边才是真正的玩家，沃伦现在把这些股票看作整个生意的冰山一角。

随着发行在外的股票越来越少，他持有的头寸就越来越值钱。现

在，他比仅仅做套利交易要冒更大的风险，但是他下的赌注是经过计算的，而且有对他非常有利的胜算概率。通过套利获得的2美元利润太容易赚取了，而且没有风险。如果可可豆价格下跌，期货合约还可以保护格雷厄姆-纽曼公司。他们，以及很多其他股东，接受了普里茨克的要约收购，得到了一大堆可可豆。

然而，紧紧抓住股票被证实是一次聪明的选择。那些和格雷厄姆-纽曼一样做套利的人每股赚取了2美元。而洛克伍德股票从普里茨克收购之前的15美元交易价，一跃而至收购完成后的每股85美元。如果参加套利交易，沃伦的222股洛克伍德股票只能为他赚444美元，而现在，他经过计算的下注为他赢了一大笔钱——大约13 000美元。¹¹

在这个过程中，他也非常重视去了解杰伊·普里茨克。他意识到任何一个聪明人都会估计到这笔交易的后面还有更多的“聪明事”发生。他参加了股东大会，问了些问题，对普里茨克而言，那就是沃伦给他的初次印象。¹²那时，沃伦25岁，普里茨克32岁。

即使只能运作相对小数额的资产——少于10万美元——沃伦也认识到通过这种思考方式，他可以为自己开启有无限可能的世界。唯一束缚他的是可供他使用的资金、精力以及时间。这是个伐木工似的体力活儿，可是他喜欢这么干。这和大多数人投资的方式截然不同，大多数人坐在办公室里阅读别人的研究报告。沃伦是个侦探，很自然地要作自己的研究，就像他以前那样。

他使用穆迪工业、银行、金融，以及公共设施手册进行他的侦探工作，经常亲自去穆迪公司或者标准普尔公司。

我是唯一一个会在那儿出现的人，他们甚至从来不问我是不是客户。在那里，我可以找到四五十年前的文件，他们没有复印机，所以我得坐在那儿潦草地记下所有小的注释，这个数字那个数字。他们有一个图书馆，可是你不能自己挑选，你必须请里面的人帮忙。于是我就说那些公司的名字——泽西抵押公司、银行家商业公司，以前从来没有人这么要求过。他们把相关内容找出来，我就坐在那儿记笔记。如果你想看看证券交易委员会里的文件，那你就应该像我经常做的那样，直接去证券交易委员会。这是可以得到那些文件的唯一办法。如果公司就在附近，也许我会顺便看看公司的管理。我不会事先预约，不过我能完成好多事情。

他最喜欢的线索之一是粉单：一周印一次，在一张粉红色的纸上。这张单子提供了那些小得不能在股票交易所交易的公司的信息。另外一个《全美报价书》，每6个月出版一次，上面是一些小得都不能进粉单的公司信息。但是再小的公司、再难懂的细节都难以逃脱他的筛子。“我会仔细筛选大量的企业，并且从中找出一两个我能投上1万或者1.5万美元的极其便宜的公司。”

沃伦并不骄傲，他为能从格雷厄姆、普里茨克或者其他有用的来源借用思想而感到荣幸。他称之为“搭顺风车”，而并不介意这个主意是吸引人的还是平凡的。一次，他跟从了格雷厄姆的投资，买了联合电车公司的股票¹³。这是一家位于马萨诸塞州新贝德福德的公共汽车公司，相对它的净资产，它的股票价格有很大的折扣。

它有116辆公共汽车和一个小型游乐场。我开始买这只股票的时候，是因为它有80万美元的国库券、数十万美元的现金以及价值9.6万美元的发行在外的公共汽车票。就算它值100万美元，每股应该值60美元。而我开始买的时候，股票交易价格在30~35美元左右。

整个公司正在以它银行现金的一半价值出售股票。买这只股票相当于在玩儿老虎机，你投进50美分，而它能保证最后吐出来1美元。在这种情况下，这家公司很自然也在设法买自己的股票，在当地的新贝德福德报纸上登广告邀请其他股东将股票卖给他们。面临竞争的沃伦也刊登了自己的广告：“如果你想出售自己的股票，请按照某某地址写信给沃伦·巴菲特。”“因为这是受管制的公用事业，我从马萨诸塞州公用事业委员会弄到了最大股东的名单。我努力去找更多的股票，而且，我想去见见掌管这家公司的马克·达夫。”

拜访管理层是沃伦做生意的一种方式，他利用这些会面尽可能地了解公司。和管理层的私人接触中，他会用自己的知识和智慧迷住那些有影响力的人，给他们留下深刻印象。而且，他感觉通过和管理层变得友好，他也许能够影响这家公司去做正确的事情。

相反，格雷厄姆不会去拜访管理层，更不用说设法影响他们了。他把这种行为称为“自助”，并且认为这是用“欺骗”去获得内幕消息，即使那是合法的。他觉得投资者从定义上来看就意味着是一个外部人，他和管理层应该是公开询问，而不是和他们有往来。格雷厄姆希望对手，

即使是个小家伙，在平等的竞技场上比赛，使用任何人都能获得的少量信息。¹⁴

然而，沃伦凭着他的直觉，决定在一个周末去拜访联合电车公司。

我大约早上4点起床，然后开车去新贝德福德，马克·达夫很友善、礼貌。就在我准备离开的时候，他说：“顺便提一下，我们一直在考虑给股东们一次资本回报分配。”那意味着他们将把多余的钱回馈股东，于是，我说：“哦，那很好啊。”他又接着说：“是的，不过你可能没有意识到马萨诸塞州关于公用事业的法令中有一条规定，如果你想这么干，必须得按照面值的倍数来支付。”这只股票的面值为25美元，那意味着公司至少要分配一股25美元。我回答，“好啊，那是一个好的开端。”接着他又说：“我们考虑用两倍。”那意味着他们将宣布一股50美元的分红，而它现价才只有35~40美元。也就是说如果你买了一股他们的股票，你立刻就能除了拿回付出的钱外，还有多的。另外，你仍然拥有你手中的股票代表的这家企业的一小部分。

我一股得了50美元，而且我还拥有这些股票，这家公司还有价值。联合电车公司在所谓的特别储备、土地、建筑以及他们放旧电车的仓库里还隐藏了资产。我永远也不会知道是不是我的拜访促成了这次分红。

到目前为止，对冲突很小心谨慎的巴菲特已经磨炼出不需要大声嚷嚷就能解决问题的技能。因此，虽然他认为也许他影响了达夫，但并不肯定是什么推动了达夫的决策。对他而言，重要的是他不需要冲突就能得到他想要的结果——他在这笔交易中挣了2万美元。谁会知道能从联合电车公司挣这么多钱呢？¹⁵

巴菲特家族的历史上还没有人能够一笔挣2万美元。1955年，这笔钱是一般人平均年收入的好几倍。几周的工作就能将你的钱翻一倍多是惊人的，但是，对沃伦来说更重要的是，这样做几乎没冒什么大风险。

苏珊和沃伦并没有讨论可可豆套利和电车公司股票的细节。她对钱不感兴趣，只把它看成是用来买东西的。而且她知道，即使钱像大浪一样冲进怀特普莱恩斯的小公寓里，沃伦给她的也就是那一点点家用。她

不是以记录每一笔微小开支的方式长大的，所以和一个为了省钱而和报摊商量买过期一周的杂志的男人结婚，对她而言意味着全新的生活方式。她竭尽全力一个人打理家里，不过沃伦挣的钱和他给妻子的钱之间的差距已经大得让人目瞪口呆。一天，她很恐慌地打电话给邻居玛德琳·奥沙利文。

“玛德琳，发生了一件糟糕的事情，”她说，“你得过来一趟！”玛德琳冲到巴菲特家，苏珊正在那儿心烦意乱呢。原来她无意中将沃伦桌子上的一批红利支票扔进了公寓的炉子槽里，那直接连着这个公寓的炉子。¹⁶

“也许炉子没有烧火。”玛德琳说，于是她们打电话给大楼管理人，管理人让她们进了地下室。确实，炉子是冷的。她们在垃圾里翻找支票，苏珊一直绞着自己的手说：“我无法面对沃伦。”当她们最终找到支票时，玛德琳的眼睛都睁圆了，并不是她认为的只有25美元或者10美元，这笔钱足足有数千美元之多。¹⁷住在怀特普莱恩斯小小寓所里的巴菲特夫妇变得真正富有了。

伴随着豪伊的哭闹声，他们的钱越来越多。沃伦也对苏珊稍稍慷慨了一些，尽管他自己很节约，但由于他完全被苏珊迷住了，所以还是一一满足了她的要求。那一年的6月，他们回奥马哈参加沃伦妹妹伯蒂和查理·斯诺福的婚礼。那时，沃伦已经答应苏珊找个人帮忙做家务。于是他们急忙开始在奥马哈寻找一个可以和他们一起回怀特普莱恩斯的家政工。

通过在报纸上登广告，他们雇用了小镇上的一个年轻妇女，她“看起来是合适的类型”——事实上不是。后来沃伦打发她坐公共汽车返回奥马哈，而苏珊重新寻找替代人选，因为她需要帮手——抚养豪伊两个人都忙不过来，而且她知道他们负担得起。

沃伦在格雷厄姆-纽曼的耀眼表现让他成了公司的明星员工，本杰明·格雷厄姆私下对沃伦以及他亲切外向、让人平静的妻子很感兴趣。格雷厄姆在豪伊出生时送给他们一个电影摄影机和放映机作为孩子的礼物，他甚至为了这个小男孩，带着泰迪熊出现在他们的公寓里。¹⁸有一两次，他和他的妻子埃斯蒂邀请巴菲特夫妇吃晚饭，席间，他注意到沃

伦经常凝视着他的妻子，而且两个人总是手牵着手。但是他也看出来沃伦并没有刻意对他的妻子献殷勤，而苏珊也许会喜欢偶尔的浪漫举动。¹⁹当苏珊带着期望提到沃伦不会跳舞时，格雷厄姆就把亚瑟·默里舞蹈工作室的礼券随意放到沃伦的桌上。他本人也在那儿上课，虽然跳得很笨拙。不久格雷厄姆向工作室核实，才发现他的门徒从没使用过礼券。他和沃伦提起这件事情，并且鼓励他去，掉进陷阱的沃伦和苏珊步履蹒跚地上了三次课以后，就退出了。他从来没有学会跳舞。²⁰

但是这些并没有妨碍沃伦在格雷厄姆-纽曼的地位上升，还不到18个月，本杰明·格雷厄姆和杰里·纽曼都开始把沃伦当作一个潜在的合伙人对待，那意味着会有一些家庭聚会。1955年年中，甚至坏脾气的杰里·纽曼也邀请了巴菲特夫妇到他位于纽约路易斯伯洛的豪宅参加夫妇俩认为的“野餐”，苏珊穿着适合坐大篷车的轻便衣服出席，到了那里才发现其他女士们都穿着裙子，戴着珍珠项链。尽管他们看着就像是一对乡巴佬，可穿着上的失礼并没有对沃伦的地位造成影响。

沃尔特·施洛斯没有被邀请参加这样的场合，他已经被归为熟练雇员一类，永远不可能升为合伙人。一向对人不那么友好的杰里·纽曼更加怠慢轻视施洛斯，于是，已婚且育有两个年幼孩子的施洛斯决定自己干。他过了好一段时间，才鼓足勇气告知格雷厄姆²¹。1955年年底，他自己的投资合伙公司正式开张，10万美元的出资额由一群合伙人共同承担，就像巴菲特后来评论的，这些人名“就是直接从埃利斯岛的一长串名单中得来的”。²²

巴菲特肯定，施洛斯能够成功地运用格雷厄姆的方法。他钦佩施洛斯能有这样的勇气去建立自己的公司。虽然他担心施洛斯用这么少的资本起步是否能养活自己的家庭²³，但是他也没有对施洛斯的合伙公司投入过一毛钱，就和没有投资格雷厄姆-纽曼公司一样。对沃伦·巴菲特而言，让别人用他的钱投资是不可想象的事情。

他找到了接替施洛斯的人，巴菲特是在华尔街布莱斯公司的正式午宴上遇到汤姆·纳普的²⁴，他比沃伦大10岁，高大英俊、黑发，具有坏坏的幽默感。纳普上过一堂戴维·多德的夜校课，并且被迷住了，于是他立刻把他的研究行业从化学换成了商业。格雷厄姆雇用了纳普，他是这家公司的第二个非犹太人。

等到纳普开始坐在巴菲特旁边原来施洛斯的那张旧桌子旁时，沃伦

已经开始注意到格雷厄姆的私人生活。当格雷厄姆邀请纳普去听他在新学校发表的有关社会研究的演讲时，纳普觉得自己开始入门了。他说，在那儿他发现自己是和6位女士一起坐在桌子旁边。“本杰明说话的时候，”纳普说，“我意识到每一位女士都很爱他，而且她们看起来并不相互妒忌，她们似乎都非常非常了解他。”²⁵

事实上，到1956年年初，格雷厄姆已经对投资感到厌烦了，他的其他兴趣——女人、经典著作、艺术——如此强有力地拉着他，他的一只脚已经走到了门外。一天，纳普出去时，接待员将一个身材瘦高的年轻男子引入沃伦正在填表格的那间没有窗户的房间。他叫埃德·安德森，和纳普一样，是个化学家，不是专业的投资者。他在加利福尼亚原子能委员会的利弗莫尔实验室工作，业余时间看看股票。他读过《聪明的投资者》，里面丰富的便宜股票让他印象深刻。我的天啊！他想，这不可能是真的。你怎么能用比他们放在银行的现金还少的钱买这些公司呢？²⁶

兴趣被激发后，他一直在搭格雷厄姆的顺风车。买了一股格雷厄姆-纽曼公司的股份后，他利用格雷厄姆-纽曼的季报弄清楚格雷厄姆在干什么，就跟着买那些股票。格雷厄姆从不阻止这种行为，他喜欢别人学习并且效法他。

安德森来公司是因为他在考虑再买一股格雷厄姆-纽曼的股份，不过他注意到了个奇怪的地方，所以想问问清楚。格雷厄姆买了太多AT&T（美国电话电报公司）的股票，这是可想象的最不像格雷厄姆风格的股票——拥有、研究，被众人追随，公平估价，潜力和风险一样小。发生什么事情了吗？他问沃伦。

沃伦思考了一秒钟，这个没有商业背景的男子令人印象深刻，一个化学家，却意识到AT&T股票不在格雷厄姆固有的投资模式之内。而太多人认为“生意”是类似经过专门培训的人才能做的工作。他对安德森说，“也许现在不是再买一股的最佳时机。”²⁷他们又聊了一会儿，然后友好地告别，都表示以后要保持联系。沃伦很高兴他的朋友施洛斯已经自立门户了。通过观察公司的交易模式，他已经清楚格雷厄姆将关闭他的合伙公司了。

本杰明·格雷厄姆的职业生涯即将走到终点。他62岁，而市场已经超越了1929年的高峰。²⁸现在的价格让他感到紧张，而他的回报率已经比市场高出2.5%。²⁹他想退休，搬到加利福尼亚去享受生活。杰里·纽曼也

要退休，不过他的儿子米基将继续留任。1956年春天，格雷厄姆给他的合伙人发了通知，不过他首先提供给沃伦成为公司普通合伙人的机会。他能够选择像沃伦这样年轻的人，显示了在这么短的时间里，沃伦已经让自己变得多么有价值。但是“如果我继续待在那儿，我只能成为类似本杰明·格雷厄姆的人，并且米基也只能成为类似杰里·纽曼的人，但是米基早就已经是高级合伙人了。这家公司的名字将会是纽曼-巴菲特”。

即使沃伦受到了赞赏，他也已经去格雷厄姆-纽曼公司工作过了，然而对他而言，留下来，甚至被看成是本杰明·格雷厄姆智慧的继承人已经不值得了。而且，当他主导联合电车和可可豆一战时，他总在想，“我不喜欢住在纽约，因为我总是在火车上来来回回。”更重要的是，他不适合和合伙人共同工作——尤其是作为某个人的下一级合伙人。于是，他拒绝了邀请。

[1] 金融烟花，financial firework，在金融领域，指金融产品（股票、债券等）的价格迅速爬升。——编者注

22

隐藏的光辉

奥马哈，1956~1958

我大约有174 000美元，准备退休了。我在奥马哈安德伍德大街5202号租了一间房子，每个月付175美元。我们每年的生活费是12 000美元，而我的资产还在增长。

回想起来，沃伦在26岁的年纪就开始使用“退休”这个词，着实会让人觉得奇怪。也许这是降低预期的一种方式，也许他的意思是把资产看作可以使人变得富有的工具。资本的监督者不是一个受雇用者。

以数字而言，沃伦理论上可以凭借现在拥有的钱退休，而且到35岁就可以达到他成为百万富翁的目标。（那时候的100万美元相当于2007年的800万美元。）自从怀揣9 800美元上哥伦比亚大学以来，每年他的资金增长率都超过61%。可是他还是很急，为了达到目标，他需要非常大的复合增长率。¹因此，他决定成立一个合伙公司，类似格雷厄姆-纽曼的姐妹对冲基金纽曼-格雷厄姆。²这样，也许他就不用把它看成是一份工作。事实上，这是无须拥有一份“工作”的几近完美的解决方式。他不会有老板，可以在自己的家里投资，还可以让朋友和亲戚们买他自己也买的股票。如果他可以在为合伙人挣的每1美元中提取1/4的费用进行再投资，那么他成为百万富翁的速度就会快很多。拥有本杰明·格雷厄姆买股票的方法和格雷厄姆式的对冲基金，因而他有充足的理由把自己看成一个富人。

现在，他的想法只面临一个问题：他无法忍受合伙人因股票价格下跌而带来的批评。但是，沃伦已经找到了一个解决办法。他打算只邀请自己的家庭成员和朋友们——他确信会信任他的人——加入合伙公司。1956年5月1日，以纽曼-格雷厄姆模式为基础³，共有7位合伙人的巴菲特联合公司正式成立了。

汤普森博士投资了25 000美元。“汤普森博士基本上把他所有的钱都给我了，我就是他的孩子。”沃伦的姐姐多丽丝和她的丈夫杜鲁门·伍

德投了10 000美元，他的姑姑艾丽斯·巴菲特投了35 000美元。“在那之前，我已经将股票卖给了其他人，现在我成为那些对我而言非常重要的人的受托人。他们都很信任我。如果我想过我会失去这些钱，无论如何我也不会要我的姑姑艾丽斯或者姐姐，还有岳父的钱。基于这一点，我认为我不会损失这笔钱。”

沃伦已经和他的父亲单独成立了一个合伙公司，而他的妹妹伯蒂及其丈夫没有钱参与。因此，他的沃顿室友查克·彼得森成为他的第四位合伙人，投了5 000美元。因为是室友，查克非常了解沃伦以及他在金融方面的成熟运作经验。在沃伦去纽约之前，查克就从沃伦那儿买过股票，成为第一批让沃伦“开方子”的人之一。“我真的很了解他有多聪明、多诚实，而且多么有能力，”他说，“我会一直信任他，除非有事实来反证。”⁴沃伦的第五个合伙人是彼得森的母亲伊丽莎白，她投入了25 000美元，是上一年去世的丈夫留给她的。

第六个合伙人丹·莫奈是一个安静、健壮、黑头发的年轻人，是沃伦儿时的玩伴，他们曾一起在欧内斯特·巴菲特家的后院挖蒲公英。他现在是沃伦的律师，没有多少钱，不过也尽其所能，投资了5 000美元。

沃伦是第七个合伙人，只投资了100美元。他的股份的其余部分将来自通过经营基金获得的利润中收取的费用。“实际上，我是从管理合伙公司中获得杠杆作用的。我有的是主意，而不是资本。”事实上，按照这个国家大多数人的标准，沃伦已经有的是资本了。不过，他把这个合伙公司看成是个混合机器——一旦钱投进去，就不能企图撤回。因为他需要从他剩余的资金上赚取一年12 000美元的家庭生活费用，这部分钱他将单独投资。

他设计了一个收费公式。

4%以上的收益我拿一半，4%以下的我收1/4。因此，如果不赔不赚，我就会亏钱。而且我赔偿损失的责任并不局限于我的资本，它是无限责任的。⁵

那时，沃伦已经在为安妮·戈特沙尔特和凯瑟琳·埃伯菲尔德，哥伦比亚大学一个叫弗雷德·库尔肯的朋友的母亲和姨妈管理资金。去年弗雷德起程前往欧洲之前就请沃伦帮忙照看他的姨妈和母亲的一部分钱。⁶从那

时起，沃伦一直尽可能谨慎地将那部分钱投资于政府债券，费率不同且安排更为适度。

他本可以邀请戈特沙尔特和埃伯菲尔德加入合伙公司，不过他觉得要收取比她们目前水平更高的费用不太公平。当然，如果他对这个合伙公司很有把握，不让她们合伙也意味着他剥夺了她们的一个大好机会。然而，一旦投资出了差错，他的姑姑和姐姐，以及汤普森博士永远都不会责备他；而对其他人，他却没有这样的把握。

对沃伦而言，扮演一个“受托人”意味着他承担的责任是无限的。为了让他的合伙人知晓这些基本原则，他在公司成立的第一天就召开了第一次正式会议。查克在奥马哈俱乐部为大家预约了晚餐。在这个城市里，如果你想要一个私人空间，那就是最好的去处了。沃伦想要认真地定义和限定他的责任，而一个他不愿意承担的责任就是为晚餐埋单。他让查克传话给大家说各付各的。⁷接着，他不仅将这顿晚餐变成了讲述有关合伙人关系的基本原则，而且是谈论股票市场的机会。他已经将这个合伙公司看成一个教学试验了。

合伙人迅速分为两个阵营：绝对禁酒者和好喝人士。在桌子的一端，汤普森博士以家长的方式提醒那一部分人快要进地狱了。然而，沃伦才是那个夜晚的传道者，他们都在那儿听他滔滔不绝。

我以与投资者们的协议开始，在我们已经展开的基础上不需要改变太多。要知道，所有的好事都由此而来。这是我能想到的最复杂的一件事。

我就基本原则向他们作了一个简短概括的发言：这些是我能做的；这些是我不能做的；这些是我不知道能不能做的；这是我如何评价自己的。发言非常短。如果你不这么认为，可以不加入，因为我不希望将来我高兴的时候你不高兴，或者相反。⁸

沃伦发起合伙公司后，巴菲特夫妇返回纽约过了最后一个夏天。格雷厄姆-纽曼合伙公司结束时，沃伦一直在帮助本杰明和杰里。米基·纽曼现在是P&R公司的首席执行官，一份全职工作。因为他和沃伦都不可能做普通合伙人，格雷厄姆决定关闭公司。⁹沃伦从他的朋友汤姆·纳普那儿租了长岛的一间乡村海边小屋给全家居住，那座房子是很多年以前建造的，让人们能够躲避流感传染的一群建筑的一部分，坐落在西部草

地海滩，接近位于长岛北部海岸的纽约州立大学石溪分校，与康涅狄格州隔长岛海峡相望。

工作日期间，沃伦在他的股票经纪人朋友亨利·勃兰特家蹭床睡，他的妻子和孩子们也在长岛过夏天。周末沃伦就加入海边的家庭，在房子中一间小小的卧室里工作。邻居们告诉纳普夫妇，他们从来没有见到过他。¹⁰在沃伦工作的时候，怕水而且从不游泳的苏珊和两个孩子就沿着接近水边的岩石旁玩耍。因为屋子里的抽水设备不足，夫妇俩就从路对面的泉水边提取饮用水，苏珊给接近3岁的苏茜洗澡，而她自己18个月大的豪伊就在户外用冷水淋浴。

这个夏天带给他们两个震惊的消息。沃伦儿时的伙伴鲍勃·拉塞尔的父亲自杀了。安妮·戈特沙尔特和凯瑟琳·埃伯菲尔德，哥伦比亚大学的朋友弗雷德·库尔肯的母亲和姨妈打电话来说，弗雷德在葡萄牙的车祸中丧生，当时他的汽车滑了80英尺远，撞上了一棵栓皮栎树。¹¹

夏天结束了，巴菲特夫妇计划返回奥马哈。沃伦设法不让任何人因失望而表现出的极度谨慎，与他要在纽约之外的城市单独从事投资生涯这一具有风险的决定，形成强烈对比。市场是由那些在交易所吃午饭或者每周打一次扑克的人形成的关系组成的。小道消息和流言因在投资者自助餐、酒吧、壁球场或者大学俱乐部的偶然一次碰面而四处游走。虽然每个小的地区城市都会有一两个小型经纪公司——如巴菲特-福克——但那些都不是什么重要的角色。内地充斥着股票经纪人——靠曼哈顿的“钱医生”开的处方或幸存或成功。在那个年代，美国的金融家除了纽约，不可能在其他地方工作。离开纽约的一切而单独行动，认为在其他地方也能致富，无疑是一个大胆、冒险的举动。

事实上，在20世纪50年代，一个大学研究生独自创业，在家里一个人单独工作是非同寻常的事情。这个穿着灰色法兰绒西服的男人，就是个勇往直前的家伙。¹²商人们加入大的机构——越大越好——然后为了能沿着成功的阶梯稳步攀升，不费太大力气得到报酬最丰厚的工作或者是高尔夫俱乐部，在粉饰的表象下你争我斗。他们相互竞争的不仅是财富，还有权利，或者至少在一个好的郊区买一栋像样的房子，每年能换一款新车，为一生的保障铺平道路。

因此，沃伦对职业的选择就像巴菲特家族的人给民主党投票一样稀有。于是，相当了解丈夫的不寻常品质——除非他正在描绘的事业有明显的风险——的苏珊就安排搬运工人过来，和邻居们道别，寄通知地址改变的卡片，切断电话服务，打包行李。她带着苏茜和豪伊飞回奥马哈，住进沃伦从查克·彼得森那儿租的位于安德伍德大街的房子。查克选择了一座吸引人的灰色都铎式两层楼建筑，有漂亮的半横梁、一个大的石头烟囱和一个教堂式的屋顶。甚至租房子的决定也是非传统的，拥有一所房子是20世纪50年代中期大多数美国年轻人的愿望。大萧条时期的无望，生活将就的沉闷的战争岁月，已经在人们的记忆中开始褪色。美国人在他们的新房子里装满了突然之间冒出来的令人激动的新玩意儿和设施：带甩干的洗衣机、电冰箱、洗碗机、电动搅拌机。巴菲特夫妇有足够的钱买这些。不过，沃伦对他的资产有另外的打算，于是他们采用租房的方式。因为房子是租来的，所以尽管房子很吸引人，也只不过是勉强够他们住而已。要不然，快两岁的豪伊就应该睡在大一点儿的房间里了。

苏珊在奥马哈安家的时候，沃伦在纽约处理了自己的最后事务。他把自己的桌子和文件打包，给自己持有股票的公司发通知以确保红利支票能跟着他回到奥马哈。接着，他就坐进自己的小汽车开回内布拉斯加，一路上拜访一些公司。

“我走的路线弯弯曲曲。我只是认为现在是去那些公司的大好机会。我开车穿过宾夕法尼亚州的黑泽尔顿市，拜访了杰多-高地煤炭公司；我穿过卡拉马祖，见到了卡拉马祖熔炉公司。这个小奥德赛之旅穿过特拉华州、俄亥俄州，我拜访了格瑞夫兄弟桶业公司，那家公司的股票价格便宜得简直不可思议。”1951年他在翻阅《穆迪手册》时第一次发现了这只股票。他和他的父亲分别买了200股，并且放入了他们俩的合伙公司里。

夏天快结束时，沃伦回到了奥马哈，他发现家里需要他。苏茜安静胆怯地坐在那儿，看着弟弟无休止地要求吸干妈妈的精力。¹³但是到了晚上，她就需要爸爸：现在她害怕上床睡觉。他们搬来进这栋房子的时候，搬运公司一个戴眼镜的人和苏茜说过话，虽然她不记得当时他说了什么不好的话，但她很恐惧，直到现在还认为那个戴眼镜的男人仍然潜伏在她的卧室外面，而卧室紧挨着可以环顾整个起居室的用锻铁修饰的阳台。每个晚上，沃伦不得不检查一下阳台，向她再次确保睡觉是安全

的。

处理好“戴眼镜的男人”后，沃伦走下楼到他和苏珊卧室外面的小小日光浴室，开始着手业务上的事，要么是合伙公司的工作，要么是准备他的课程——除了建立合伙公司，他回到奥马哈所做的第一件事是在奥马哈大学为秋季学期上两门课：只为男人准备的投资分析，以及智慧投资。不久，他又加上了第三门课程：女人如何投资。那个在戴尔·卡内基班上不敢搭话的害羞的男孩消失了，取而代之的是一个虽然还不太熟练，但仍然让人印象深刻的年轻人。他在教室里不停地走来走去，教导着学生，并且嘴巴里会跑出一连串的事实和数字。穿着那套看起来大了两个码的廉价西服，他看起来更像是某个教派的年轻传教士，而不是大学的讲师。

尽管沃伦光芒四射，但他仍然不是很成熟，对苏珊而言，他在家里的无用，意味着他就像第三个需要照顾的孩子。他的个性和爱好定型了他们的社交生活。在奥马哈这样一个中等规模的中西部城市，重要的文化机构相对比较少，周末都是婚礼、聚会、茶会以及慈善相关的事。巴菲特夫妇与他们同阶层和同时代的大部分年轻已婚夫妇相比，生活更为平静。虽然苏珊开始在初级联盟中往上攀升，并且他们也加入了一个美食团体——沃伦礼貌地要求每月的主办者为他做一个汉堡包——他们和朋友的联谊不是成群结队，而是一两个。他们绝大多数的社交生活是和其他夫妇小规模地吃晚饭，或者是偶尔参加晚宴，在晚宴上沃伦可以谈论股票。总会出现相同的情况：沃伦的娱乐方式要么是对着某个观众滔滔不绝地大谈股票，要么就是弹奏夏威夷四弦琴。在苏珊的指导下，虽然他可以比以前更容易地对别的主题发表评论，但他的思维还是集中在挣钱上，在家里举办餐会或者聚会时，他经常会在中途就离席上楼逃避交谈。但是和本杰明·格雷厄姆不同，他不是待在楼上读普鲁斯特的作品，而是在工作。至于苏珊，她对沃伦干什么知之甚少，也很少关心。“我过去常常说他的工作是‘证券分析师’^[1]¹⁴，而人们会以为他是检查防盗报警器的。”

沃伦所有的休闲活动都是重复的，充满竞争的，最好是两者兼备。他发现无法忍受和苏珊打桥牌，因为她总是希望对手能赢，于是他很快就去寻找别的搭档了。¹⁵他的思维就像是一只不安分的猴子；为了放松，他需要一种能集中注意力的活动让这只猴子闲下来。乒乓、桥牌、扑克、高尔夫都会吸引他的注意力，而使他能短暂地不用去想钱的事。

但是，他从来不在院子里举办烧烤聚会，他会在游泳池边懒散地闲逛，眺望星星，或者就在林子里走走。看星星的沃伦应该看到过北斗七星，而且看到像美元的符号吧！

所有这些，加上不合常规的倾向，意味着沃伦不是一个“参与者”，只是在委员会或董事会议上干坐而已。可是，当他的叔叔弗雷德·巴菲特请他加入扶轮社时，家庭的忠诚让他一口答应。他喜欢巴菲特杂货店的经营者弗雷德，他和弗雷德一起到扶轮社打保龄球（重复的、有竞争的）；另外，他的祖父以前是扶轮社的主席。

另一方面，当被邀请加入“阿克萨本骑士团”时——这是一个更为重要的公民领袖的团体，融合了慈善、商业、社会活动等——沃伦却拒绝了。对一个还需要筹集资金的发展中的基金管理人而言，这无异于无视那些掌管奥马哈的人——过于骄傲的自信，甚至是傲慢的行为，这使他和同一阶层的很多人相隔离。他的姐姐多丽丝已经像“阿克萨本公主”一样首次登场了，而他以前的室友、现在的姐夫杜鲁门·伍德的姐姐也已经是“阿克萨本王后”了。而像查克·彼得森这样的朋友们，也是这个社交圈的常客。作为一个国会议员，霍华德因为有义务而已经加入。但是沃伦发现社会等级制度令他厌恶，而且鄙视香烟缭绕的密室中的社交，以及这个圈子中的人们的跟随者，就是那些看不起他那作为“杂货商儿子”的父亲的人。沃伦很高兴自己能有机会轻蔑地拒绝这个团体，并且可以不屑一顾地贬损它。

苏珊有她自己不遵从传统的更为优雅的处理方式。她开始带领沃伦进入她的不寻常、多样化的朋友圈子。从高中开始，她就为自己的开放和包容而骄傲，那时大多数人还只会选择在宗教、文化、种族，以及经济上和自己相同的人交朋友。与她自己的家庭不同，苏珊并不这么想。她的很多朋友——那时沃伦的很多朋友——都是犹太人。在种族隔离的奥马哈——更不用说巴菲特家族和汤普森家族了——超越社会边界选择朋友是一个大胆，甚至是挑衅的行为。苏珊明白这些，就像她在高中和大学就知道和一个犹太人约会是一件多么令人震惊的事情。虽然她来自一个显赫的家庭，但是对她而言，社会地位的价值只是增加了她的朋友们被包容的感觉。沃伦，这个反精英分子，发现苏珊在这方面有高度的吸引力。在哥伦比亚大学以及格雷厄姆-纽曼工作期间，他结交的犹太人朋友们已经让他对反犹太主义有了新认识。

和苏珊形成对比的是，沃伦的母亲一直热衷于融入主流。利拉研究

了她的祖先，先后加入了“美国独立战争的女儿们”团体以及胡格诺学会，也许她是在过去的时光中寻找在现实中、在她的直系家族中找不到的平衡。最近，她接到了诺福克州立医院的通知，她的妹妹伯妮丝跳进了河里，有很明显的自杀企图。现在利拉对伯妮丝以及她们的母亲负有责任，在和家族问题保持距离的同时，利拉努力想做一个有责任感的女儿，帮她们处理类似生意这样的时髦事情。她和姐姐伊迪丝定期探访伯妮丝和母亲，但她没有伊迪丝热情。斯塔尔家族精神疾病的历史在巴菲特家族是一个危险且令人羞耻的话题，当时的社会情况整体来说也是如此。巴菲特夫妇对家庭历史的认知被斯特拉和伯妮丝不明确的诊断进一步搞乱了。医生只会对明显的严重问题给出含混不清的说明，但是，很显然精神问题有遗传性，而且在成人时期会变得明显。和伊迪丝姨妈亲近的沃伦和多丽丝知道他们的母亲正在远离她，而伊迪丝也变得越来越冲动和喜怒无常。他们有点儿怀疑利拉的行为和个性也许和家族血统多少有点儿关系。闹钟一直在他们头顶滴答作响，所以他们会检查自己身上任何反常的迹象。

沃伦一直非常希望自己是正常的，但从来没有感觉异常，但他用统计学推断出这种神秘的紊乱状况似乎只会影响家族里的女性，以此来缓和自己的焦虑情绪。他从来不在不愉快的事情上想个没完没了。后来他偶然想到他的记忆功能有点儿像浴缸，“浴缸”里装满了他感兴趣的想法、经历和事情。一旦他不再需要这些信息，塞子一拔，记忆就消失了。如果一条关于某个主题的新信息出现了，它也许就会代替旧的版本。如果他一点儿都不想考虑某件事情，就会直接让它进下水道，某些特定的事件、事实、记忆，甚至人都好像消失了一样。痛苦的记忆是首先需要被冲洗掉的，水会流到某个地方，随之而去的还有背景、细节以及远景，但重要的是它已经消失了。浴缸式记忆的高效率为新的、产出更高的信息留出巨大的空间。但是，当他表达对某人的关心时，扰乱的思维会不时从某处冒出来。举个例子，几位照顾有精神疾病的妻子的朋友。巴菲特认为，浴缸式记忆有助于他“朝前看”，而不是和他母亲一样总是“朝后看”。这也让他仅仅26岁，就能一头扎在生意里沉思，而将几乎其他任何事情都排除在外，一心追求成为百万富翁的目标。

实现那个目标最快的办法是筹集更多的钱来管理。8月份，他返回纽约参加格雷厄姆-纽曼公司最后一次股东大会。华尔街的所有重要人物似乎都到场了。投资人路易斯·格林以他6英尺4英寸的高度鹤立鸡群，脑袋被从他巨大的笨重长靴里发出的臭气所环绕。¹⁶路易斯责备格雷厄

姆犯了大错。“为什么格雷厄姆-纽曼公司没有发掘出人才？”他问。“他们在那儿为这个生意工作了30年，”他对站在周围的人宣布，“他们能继续经营下去所需要的就是那个叫沃伦·巴菲特的孩子，他们是他们所能遇到的最好的人选。谁想和他一起并驾齐驱？”¹⁷

沃伦很久以前犯过一个错误，他告诉路易斯·格林，他买马歇尔·韦尔斯公司的股票，是“因为本杰明·格雷厄姆买了”，这件事情削弱了格雷厄姆在一个重要观众面前对沃伦的支持，其后果不得而知。但是，格雷厄姆的认可已经是给他的一个大红包了。哈佛培养出来的物理学教授霍默·道奇是格雷厄姆-纽曼公司长期的投资者，直到1951年他担任佛蒙特州诺斯菲尔德城诺威奇大学的校长。他曾经前去拜访格雷厄姆并问他，既然格雷厄姆-纽曼公司就要关闭了，他该如何处理自己的钱？本杰明回答，“嗯，我有个过去和我们一起工作的家伙，也许他有办法。”

于是在中西部那个7月里炎热的一天，道奇在往西走的度假旅程中，在奥马哈短暂停留，一条蓝色的独木舟绑在他的福特乡村轿车车顶上。“他和我谈了一会儿就问，‘你能管理我的钱吗？’于是，我为他单独设立了合伙公司。”

1956年9月1日，道奇给了沃伦12万美元，放在巴菲特基金有限公司里管理。¹⁸这笔钱比巴菲特联合公司的初始资金还要多——而且是使沃伦成为一个专业资金管理者的重要一步。（假设沃伦为巴菲特联合公司挣了15%的收益，每个合伙人拿走设定的4%的利息后，他可以收取5781美元的费用。而霍默·道奇的钱可以让他总共收取9081美元的管理费用。他可以将这笔钱重新投入合伙公司。第二年，他就可以得到9081美元的100%的收益，再加上又一轮的资金管理费用，如此循环。）从此，他不再是以前掌管自己家族和朋友的少量资金的股票经纪人了。道奇夫妇选择的交易方式有点儿不同，沃伦提取的利润只占总利润的25%，而他损失的数量以其在该合伙公司的资产为限，开始只有100美元。现在，他在为本杰明·格雷厄姆介绍的这个人投资了。¹⁹

“这一年的早些时候，我的一个朋友约翰·克利里，过去是我父亲在国会的秘书，看到了证明我成立合伙关系的法律文书，并问我是怎么回事。我跟他说了说情况，然后他说，‘好啊，和我也这么做怎么样？’于是我们成立了B-C有限公司。那是我的第三个合伙公司。他投入了5.5万美元。”²⁰4%以上的收益两人分摊，而巴菲特的责任也延伸至任何的拖欠款项。1961年，B-C有限公司被并入安德伍德有限合伙公司。

随着1956年10月1日B-C有限公司的成立，沃伦管理的资金超过了50万美元，其中包括他自己的钱，而这部分钱不在任何一个合伙公司里。他在家里的一个很小的房间里工作，而且这个房间穿过卧室才能进入。他工作没有固定的时间，和苏珊一样是个夜猫子。他会穿着睡衣阅读年度报告，一边喝着百事可乐，吃着Kitty Clover牌的薯片，享受着自由和独处的乐趣。他仔细研读《穆迪手册》，寻找好的主意，一家公司接着一家公司地吸收数据。白天，他会到图书馆看报纸和工业贸易杂志。和他小时候送报纸一样，他亲自认真处理有价值的事情，自得其乐。他在IBM打字机上亲自打信，小心地将专用信笺在托架上摆放整齐。需要复写的时候，他会在第一页纸的后面放上蓝色的复写纸和薄的像纸巾一样的半透明纸。他自己整理文件归档、记账以及报税。这些数字可以精确地衡量工作成果、记录工作，这个特点让沃伦乐在其中。

每一张股票凭证都直接投递到他这儿，凭证以合伙公司的名义开出，而不是按照通常的做法放在经纪人的户头下。一旦这些凭证到达，沃伦会亲手带着它们——光滑的奶油色的投资凭证，上面印着铁路、秃头鹰、海兽以及穿着宽大袍子的妇女，图案精美——径直来到奥马哈国民银行，把它们放进储蓄保险箱内。如果他要卖出哪只股票，就又会来银行，在一堆凭证中快速翻阅，然后将要卖的股票从38街的邮局寄出去。如果红利支票过来后要存起来，银行会打电话通知他，于是他会到那儿，检查支票后亲自签字认可。

沃伦用家里唯一的一根电话线给他的一系列经纪人打日常电话。他将他的开支尽可能缩减到零。他亲自在一张有条纹格的黄色纸上列出开支情况：邮费31美分；《穆迪手册》15.32美元，《石油和天然气杂志》4美元，电话费3.08美元。²¹除了一些更为精确的会计核算，以及需要考虑更多的事情外，他运营这些生意就和任何通过经纪人为自己的账户交易股票的人一样。

1956年年底，沃伦给合伙人写了一封概括描述合伙公司到年底经营状况的信。他汇报说，今年挣的总收入超过4 500美元，比市场高出4个百分点。²²那时，他的律师丹·莫奈已经从第一个合伙公司中撤资，汤普森博士买下了他的股份。而莫奈加入了沃伦已经操作了一段时间的私人项目：购买一家总部在奥马哈的保险商——美洲国家火灾保险公司的股票。1919年，一些无耻的推销员将这家公司毫无价值的股票兜售给全内布拉斯加州的农民，用来交换在第一次世界大战中发行的自由债券²³。

而从那时起，这些凭证就躺在抽屉里，它们的主人也逐渐失去了再次看到他们的钱的希望。

还是在巴菲特-福克公司工作期间，沃伦翻阅《穆迪手册》时发现了这家公司。²⁴这家公司的总部离他父亲的办公室只有一个街区的距离。奥马哈当地一位很著名的保险代理人——威廉·哈曼森一开始是在不知道的情况下被吸引进这家公司的，担任了当地的挂名负责人，后来才发现这是一个骗局。但是哈曼森家族又逐渐将这家公司变成了一个正当的公司。现在，威廉的儿子，霍华德·哈曼森正通过他在加利福尼亚州建立的美国家庭储蓄公司，把最高级的保险业务输送给美洲国家火灾保险公司，前者已经是美国最大、最成功的储蓄贷款公司之一。²⁵

那些被欺骗的农民根本没有想到那些陈旧的纸张现在已经值钱了。霍华德·哈曼森通过掌管美洲国家火灾保险公司的弟弟海登，暗地里从那些农民手中以便宜的价格回购股票已经好几年了。到目前为止，哈曼森家族已经拥有这家公司70%的股份。

沃伦很钦佩霍华德·哈曼森：

没有人能像霍华德·哈曼森那样大胆地管理资本。他在很多方面都很精明。以前，很多人都是亲自到家庭储蓄公司偿付抵押贷款。而霍华德·哈曼森把抵押贷款业务放到离你住的地方最远的分支机构，因此你得用寄邮件的方式支付，这就不需要他的手下花费半个钟头的时间听有关你孩子的情况。其他人应该都看过《精彩生活》这部电影，并且觉得就应该按照吉米·斯图尔特的方式做事。可是霍华德不愿意见到他的顾客们，所以他的运营成本永远比别人的低。

美洲国家火灾保险公司每股收益29美元，而霍华德·哈曼森的弟弟海登以每股30美元左右的价格买进了这些股票。和沃伦追寻的最珍贵、最有吸引力的便宜股票一样，哈曼森家族的人用每股收益就能完全支付买一股股票的所有成本。这是沃伦见过的最便宜的股票——除了西部保险公司，而且它也是一个不错的小公司，不是湿乎乎的“烟蒂”。

很长一段时间，我都在努力买进这只股票。不过我一股也没得到，因为海登将股东名单交给了一个股票交易商。这个人——他把我看成朋克，可是他有名单而我没有。因此，是他以30美元左右的价格为海登买了这些股票。

对一些农民来说，海登·哈曼森的现金要比他们那些不值钱的凭证好得多。尽管很多年以前他们每股付出了100美元，而现在只能得到30美元。他们中的很多人已经逐渐说服自己，没有这些股票，他们的情况会更好。

沃伦很坚决。

我在一些保险书或其他书上查找。如果你回溯到20世纪20年代，你就会明白谁是指使者。他们让那些最难销售的地区的大股东做董事。内布拉斯加有一个叫埃维的镇子，那儿人烟稀少。可是有人在那里卖出了很多股票。而这也是35年以前，他们将当地的金融家弄进董事会的手段。

于是，丹·莫奈——沃伦的合伙人兼代理人，带着沃伦的一卷钞票以及他自己的一部分钱前往乡下。他开着红白相间的雪佛兰在全国穿梭，在农村的县政府大楼或者银行露面，随意地问谁可能持有美洲国家火灾保险公司的股票。²⁶他坐在前廊，和农民们一起喝冰茶，吃馅饼，然后用现金换取他们的股票凭证。²⁷

我不希望霍华德知道是因为我出的价格比他高。他出价是30美元，我就必须提高一点儿。股票持有人注意到，大约10年来价格都是停留在30美元，这是价格第一次发生变动。

第一年沃伦出价每股35美元，买了5股股票。农民们的耳朵就竖起来了。现在他们意识到，有买家在为这只股票竞争；他们开始想也许没有这些股票，他们的日子也不会变得更好，价格一定还会往上升。

最后阶段，我给出了100美元的价格。这是个有魔力的数字，因为那是他们开始付出去的钱。我知道，100美元会把所有的股票都带过来。果然，当丹·莫奈这么干的时候，一个来卖股票的家伙就说，“我们像羊群一样买了这些股票，现在又像羊群一样卖了它。”²⁸

他们就是那样。很多人以低于每股收益29美元的3倍的价格出售了股票。莫奈最终收集了2 000股，占公司股份的10%。沃伦没有将股票凭证上的名字改成自己的，而是还保留在原持有人的名下，只是附加了

律师的说明，以证明他对这些股票有控制权。

因为如果改了名字会让霍华德警觉到我在和他竞争，而这样做他就根本不知道。或者，即使他知道，他也没有充足的信息。我一直在收购股票。然后，到我走进海登办公室的那一天，我出其不意地把它全放下，然后说我要把它们全改成我的名字。他说，“我的哥哥会杀了我的。”但最后，他还是帮我办了转让手续。29

沃伦在这只股票上出乎意料的行为的背后，所费的脑筋并不仅仅体现在股票价格上，他已经懂得了尽可能收集稀有事物的价值。从牌照到修女们的指纹，到硬币、邮票，再到联合电车公司，再到美洲国家火灾保险公司，他一直以这种方式思考，他是一个天生的收集家。30

这种贪婪的直觉有时也会让他出点儿岔子。汤姆·纳普帮助杰里·纽曼处理完关闭格雷厄姆-纽曼的剩余事务后，去了一家小经纪商特雷迪-布朗-莱利公司，他过来拜访沃伦，并且要去威斯康星州的贝洛伊特听本杰明·格雷厄姆的演讲。开车穿越艾奥瓦州玉米地的路上，纳普提到美国政府准备从流通领域收回4美分的蓝鹰邮票。收银机在沃伦的脑子里开始叮当作响了！“我们停在邮局看看他们有没有4美分的邮票。”他在回来的路上说。纳普去了第一个邮局，回来说那儿有28张邮票。“去买下来。”巴菲特回答。他们就此又讨论了一下，决定回家以后写信给邮局，要求买下它们的邮票存货。邮票开始一来就是好几千张。丹佛的邮局回复他们有20本，每本有100页，每页有100张邮票，那就意味着丹佛有20万张邮票。

“我们也许可以控制局势。”沃伦表示。他们花了8 000美元买了那20本。

“而那是我们的错误，”纳普说，“我们应该让丹佛的邮局把邮票寄回华盛顿以减少供应。”

花费了巨大努力，他们简直变成了真正的邮局——大部分工作是由纳普完成的，他们收集了60多万张蓝鹰邮票，总共花了大约25 000美元。鉴于他对钱的态度以及资本净值，对沃伦而言，这是很多钱了。他们把一堆邮票放到地下室里。那时，他们终于认识到他们干了些什么。他们辛辛苦苦地收集了一地下室的价值永远不会超过单价为4美分的邮票。“如果你有了这么多的邮票，”纳普解释，“就没有很多收集者了。”

于是，接下来的任务就是如何处置这些邮票。沃伦熟练地将处理价值25 000美元的4美分邮票一事委托给纳普，然后就将这件事抛之脑后，除了有时当作笑谈说一说。他重新转回到那些真正重要的事情上来：为合伙公司集资。

1957年6月，又一个最初的合伙人，伊丽莎白·彼得森请沃伦成立了第四个合伙公司，命名为安德伍德，她另外投资了85 000美元。³¹

几个月以后，1957年夏天的一天，“我接到了埃德温·戴维斯夫人的电话。他们夫妇俩以前是巴菲特杂货店的常客。她的丈夫戴维斯医生是城里有名的泌尿科医生。他们住的地方离这儿只有几个街区。她说：‘我知道你在管理钱，你能过来一趟给我们解释一下吗？’”

埃德温·戴维斯医生全美闻名。他的一个病人，纽约的阿瑟·威森伯格是那个时代最著名的资金管理人之一，他因前列腺的问题在某个时间来奥马哈治疗，于是戴维斯就变成了他的客户。

威森伯格从1941年起，每年发布《投资公司》，一本关于封闭式投资基金的“圣经”。封闭式投资基金除了不接受新的投资人以外，和公开交易的共同基金很相似。它们几乎总是以低于资产价值的折扣价出售，这使威森伯格成为买入封闭式投资基金的支持者。³²总之，它们就像共同基金的“烟蒂”。上大学前的那个夏天，沃伦就坐在巴菲特-福克公司办公室的椅子上阅读威森伯格的“圣经”，而霍华德则在一旁工作。“去哥伦比亚上学之前，”他说，“我常常花几个小时阅读那本书，从头到尾，很虔诚。”他买了威森伯格的两个“烟蒂”——美国国际证券以及精选工业公司，它们在1950年占了超过他资产的2/3。³³在格雷厄姆-纽曼工作的时候，他设法和威森伯格会面，并且给后者留下了深刻的印象，“即使那时我还不怎么令人印象深刻”。

1957年，威森伯格突然打电话给戴维斯医生解释说，虽然从他的利益出发没有必要这样做，但他还是推荐一个年轻人给他。“过去我自己也试图聘用过他，”威森伯格说，“不过他正自己成立合伙公司，所以我没能如愿。”³⁴他力劝戴维斯考虑和巴菲特一起投资。

其后不久，沃伦安排了一个星期天的下午和戴维斯一家碰面。“我去他们家，坐在他家的起居室里，讲了大约一个小时。我说：‘这就是我如何管钱的和我的一些安排。’那时我大概26岁，可看起来就像20岁左

右。”事实上，按照埃德温·戴维斯的说法，他看起来更像是18岁。“他的领子是敞开的，外套肥大，说话很快。”那个时候，沃伦在奥马哈四处走动时，总是穿着一件破旧毛衣——人人看起来都觉得早该捐出去了——一条旧裤子和一双磨损了的鞋子。“我表现得比我的年龄要幼稚，”沃伦回忆，“我谈的事情是你期望从更年轻的人那儿听到的。”事实上，他身上还有不少上宾夕法尼亚大学时打着手鼓，唱着《妈咪》这首歌的男孩的痕迹。“那时你必须忽略很多东西。”

但是，当他谈自己的合伙公司时可就不是那样了。沃伦不是在那儿向戴维斯夫妇推销，他是在展示自己的基本原则。他希望对资金有绝对的控制，而且不会告诉合伙人这些钱是如何投资的。那是个关键点，人们搭本杰明·格雷厄姆顺风车的不利因素对他而言不存在。他解决人们会失望的问题的办法是，打完每个球洞后，他先不给分数，而直到打完18个洞以后才给出一年一次的报告。他们会得到有关他的表现的一份年度报告，而且只能在12月31日这天可以决定投钱或者抽回资金。这一年的其余时间，钱被锁定在合伙公司。

埃德温一直没有注意我。多萝西·戴维斯听得很专心，问了一些不错的问题。而埃德温坐在角落里什么也不干。他看起来非常老，可他还不到70岁。当我们谈完后，多萝西转向埃德温问，“你怎么考虑？”埃德温回答，“我们给他10万美元。”接着我以更有礼貌的方式问，“戴维斯医生，我很高兴得到这笔钱。不过我刚刚在谈的时候，你确实没有怎么注意我，为什么你现在又这么决定呢？”

他回答：“嗯，你让我想起了查理·芒格。”³⁵

我说：“哦，我不知道谁是查理·芒格，不过我真的喜欢他。”

戴维斯夫妇如此愿意和沃伦投资的另外一个原因是，令他们惊奇的是，他“比他们还了解阿瑟·威森伯格”。³⁶他们也喜欢他陈述自己合同条款的方式——清晰而且透明，因此他们明白他是站在哪一边的，他和他们一起输赢。就像多萝西·戴维斯表述的，“他精明而聪明，但我可以说他是诚实的。我喜欢这个年轻人的一切”。1957年8月5日，戴维斯夫妇和他们的3个孩子用10万美元孕育了第五个合伙公司——戴西（Dacey）。它和巴菲特基金公司类似，4%的保证收益之上的25%归巴菲特所有。³⁷

有了戴西，沃伦的生意又向前跃了一步，他可以在一些大的股票上放更多的头寸。在他个人的投资组合中，他还是在玩儿“便士”铀股票。几年前当政府在买铀股票的时候，那是一种时尚，而现在它们非常便宜。国会记录里提到，当时华盛顿地区的一家家具店在华盛顿诞辰纪念日的促销中分发铀股票，只要顾客购买东西就可以得到股票。³⁸沃伦买的公司股票有Hidden Splendor、Stanrock、Northspan。“这些很有吸引力——就像在一个桶里抓鱼。它们都不是大鱼，但是你可以在一个桶里抓它们。你知道自己将要挣很多钱。这是少数，我把大头放在合伙公司里面。”

有新的合伙人就意味着更多的钱，当然，这也意味着沃伦要掌管5个合伙公司以及巴菲特-巴菲特公司，因此股票凭证的数量以及文件工作量大幅增加。他不得不很忙碌，不过感觉很好。短缺的总是资金——他看起来总是没有足够的钱。他研究的这类公司市场价值动辄100万美元到1 000万美元，他希望自己能在这样的股票上投资10万美元，这样才能在公司有重要的地位。因而得到更多的钱就成为关键。

这时，丹·莫奈已经准备重新参加合伙公司了。他和他的妻子玛丽·埃伦成为巴菲特第六个合伙公司——莫奈-巴菲特公司的核心，该合伙公司于1958年5月5日成立。绝大部分要感谢美洲国家火灾保险公司，莫奈夫妇俩两年以前只有5 000美元可供投资，现在可以投入70 000美元了。³⁹

那时，沃伦·巴菲特也许明白了资金管理产生更多钱的潜力比华尔街任何一个人都要强，增加到合伙公司的每一美元都会为他从他给合伙人挣的钱中分一杯羹。⁴⁰而这些钱如果重新投资，又能产生它自己的收入。⁴¹如果把收入再进行投资，它就会产生更多的收入。他的业绩表现越好，挣的钱就越多，他在合伙公司的股份也就会更多，而这又会促使他去挣更多的钱。他的投资天分将会充分发掘资金管理的潜力。因此，虽然沃伦有明显的笨拙，但毋庸置疑，他的自我经营是成功的。即使他在投资世界里几乎是隐形的，但雪球开始滚起来了。

带着他后面的动力，他意识到，是时候离开那所勉强够四口之家居住的房子了——其中一个孩子3岁半，精力旺盛超乎寻常——第三个孩子也快要来了。于是，巴菲特夫妇买了他们的第一套房子，房子位于法纳姆大街，拐角处被一些常绿树木包围，紧挨着奥马哈最繁忙的要道之一。虽然它是这个街区最大的房子，但风格朴素迷人，屋顶采光窗设置

在倾斜的单坡屋顶上，还有一扇眉窗。⁴²沃伦支付了31 500美元给当地的一名商人和市议员萨姆·雷诺兹，并且立刻给房子命名为“巴菲特的蠢事”。⁴³在他的思维里，31 500美元经过12年左右的复利增长可以达到100万美元，因为他有能力以如此惊人的回报率投资这笔钱，所以他觉得在这栋房子上，似乎是花了惊人的100万美元。

在搬家公司的货车驶离安德伍德大街之前，沃伦带着5岁的苏茜沿着楼梯返回锻铁修饰的阳台。“戴眼镜的男人”就留在这儿了，”他说，“你要和他说再见。”苏茜照办了，而事实上，“戴眼镜的男人”还在后面呢。⁴⁴

苏珊怀着8个多月的身孕，负责监督搬家，在房子里安置好，管住豪伊。根据他们老朋友的观察，豪伊是个“惹事鬼”。他似乎有永远用不完的精力，这使他获得了“龙卷风”的绰号，和沃伦儿时的绰号“霹雳”有一拼——但是含义大不一样。巴菲特说，豪伊一开始会走路，他就到处跑。他用玩具在花园里挖，苏珊把玩具拿走，为了找到它们，他会把房子搞得一团糟。一旦他成功了，就又开始挖起来。苏珊抢走他的装载机，同样的战争又会重复。⁴⁵

搬到法纳姆大街一周后，就在莫奈-巴菲特合伙公司成立的前一天，巴菲特夫妇的第二个儿子彼得出生了。从一开始，他就是个安静好带的宝宝。不过他出生不久，苏珊就得了肾感染。⁴⁶从她小时候得风湿热和慢性耳炎痊愈后，她总认为自己是健康的。但肾感染还不足以达到影响沃伦的地步。他有关疾病的不自在却是一件大事，以至于她教育全家不管谁得病都要注意到他的反应，就好像他也生病了需要照顾一样。她真正的焦点在于，她最终想有一个自己的家。尽管生着病而且还需要照顾一个新生儿和两个年幼的孩子，但这些都不能抑制她想装饰房子的急切心情。就像万物复苏一样，她用活泼的当代风格重新装饰房子，摆上镀铬和真皮的家具，在白墙上挂起巨大、明亮的现代油画。15 000美元的装修账单几乎占了房子本身价格的一半，根据一个一起打高尔夫球的同伴鲍勃·比利格回忆，这“几乎要了沃伦的命”。⁴⁷（比利格已经过世。）他没有注意到色彩，对生动的美感也没有反应，他对效果漠不关心，他看到的只有那张惊人的账单。

“难道我真的想为理发花上30万美元吗？”这就是他的态度。如果苏珊想花上少许钱，他会说，“我不确定我想用那种方式吹走50万美元。”⁴⁸因为苏珊想花钱而他想保留钱，但他又想让苏珊高兴而苏珊又想

取悦他，他们的个性就逐渐融合为讨价还价和交易的体系。

那张惊人的账单里包括一个令他们的朋友和邻居惊奇的设备费用——奥马哈的第一批彩色电视机之一。⁴⁹苏珊喜欢让她的房子成为街坊邻居的中心，于是过了不久，星期六的早晨，这个街区的所有孩子都会在这间小电视室的黑色皮沙发上挤成一堆，一起观看卡通节目。⁵⁰

威拉·约翰逊，一个大块头、能干的黑人管家，开始为他们干家务活儿，她逐渐取代苏珊的家务工作。这让苏珊解放出来，可以去寻找发挥其创造力的地方。她和朋友泰玛·弗里德曼决定成立一个当代艺术画廊。由于每件事都牵涉到钱，这个决定必须和沃伦说清楚。在支付苏珊那份钱之前，他在会客室和她们“会谈”，问“你们希望挣钱吗”，弗里德曼回答，“不”，然后巴菲特回答，“好吧，苏珊可以作为一个‘投资人’加入”。⁵¹根据弗里德曼的说法，他喜欢苏珊想做自己的事情的想法，并且希望她们后退一步，以类似生意的方式考虑画廊，这样爱好才会比较现实。沃伦总是根据投入的资本回报来考虑钱的问题。因为画廊不能获利，所以他希望她们能控制开支。弗里德曼说，苏珊每天都来打理画廊，她的参与真的是出于爱好。

在朋友和亲戚的眼里，苏珊是一个灵活、好相处而且体贴的母亲。既然现在巴菲特夫妇和他们的父母住得更近了，孩子们就有更多的时间和他们的祖辈相处。一个半街区外的汤普森博士家里的气氛轻松愉悦，他们不介意豪伊打碎窗户或者孩子们把家里搞得一团糟。多萝西·汤普森精通各种各样的事情，玩儿游戏，组织寻找复活节的蛋，制作精细的多层冰激凌甜筒。孩子们爱汤普森博士，除了他清醒的自大以及装模作样说话的方式。一次，他让豪伊坐在他的膝盖上。“不要喝酒，”他一遍又一遍地说，“它会杀死你的脑细胞，而且会让你一无所有。”⁵²

星期天，汤普森博士有时会过来，穿着胶质软糖色的西服，在沃伦和苏珊的起居室里布道，有时豪伊和苏茜一起去爷爷奶奶那儿，利拉会拖着他们一起去教堂。和汤普森夫妇相比，她和霍华德显得死板僵硬。霍华德还保留着维多利亚时代的风格，因此当他打电话给多丽丝和沃伦讲有关他们的妹妹伯蒂的事情时，他只会说：“情况一团糟！”可是后来他们发现，到另外一个刚刚失去孩子的人（指伯蒂）那儿，他就不会说出“流产”这样的字眼。

沃伦和苏珊开始在他们新的大房子里招待整个家族。在她的第一个

感恩节家庭晚宴上，苏珊自己准备火鸡，她以为做火鸡很容易，用100华氏度（37.8摄氏度）的温度烤上一整晚就行。当火鸡散架时，她打电话给从利拉那儿学习厨艺的黑格曼夫人，请她过来帮忙。除了沃伦，每个人都得来切，因为沃伦连小刀都不会用。而且，家庭聚会上只要有他母亲在场，只要他能逃避，他就会消失到楼上去工作。

沃伦新的小办公室位于主卧外面，苏珊给这个房间铺上了美钞图案的墙纸。被钱舒服地包围着，他开始着手尽可能以翻阅《穆迪手册》的速度，快速购买便宜的股票：那些出售可以轻易评估的基本用品或者大宗商品的企业，如达文波特针织品、草地河煤公司、碳氢化合物公司以及马拉开波石油勘探公司。为了合伙公司，为了他自己，为了苏珊，或者为了所有这些，只要他一有资金，他就会以带它们进家门的速度让它们快速投入工作。

通常，他需要秘密实施他的想法，他会利用聪明、心甘情愿的，如丹·莫奈这样的人做他的代理人。这些代理人中还有一个是丹尼尔·科文，他为纽约一家名字为Hettleman的小经纪公司工作，是一个价值猎手。沃伦是通过哥伦比亚大学的老朋友弗雷德·库尔肯认识的。⁵³Hettleman专门投资资产规模为数百万美元的小股票，也就是沃伦喜欢的那种没名气的特价品。

弗雷德写信把丹尼尔描述成华尔街的一颗新星，并且说我们是天生的一对。我立刻判定弗雷德在这两点上百分百正确。在接下来的几年里，只要我去纽约，我们俩通常都会在一起。⁵⁴

科文比沃伦年长9岁，有着一双眼窝深陷且敏锐的眼睛。他们两人在一起时，表面上看起来就像是一个成年人在和一个大学生亲切交谈，但他们有很多共同点。在科文的父亲损失了家里所有的钱以后，科文在大萧条的贫困中长大，而且在十几岁的时候，他就不得不养家，他还将13岁生日时作为礼物收到的钱投入了股票。⁵⁵海军服役结束后，他被投资职业所吸引，甚至在一个投资公司里，他也是独立工作，坚持自己的理念。可是，和沃伦不同的是，科文对前沿艺术有很强的欣赏能力，对房子的装饰也很有创造力，还收集摄影作品和古董。吸引沃伦的是，科文交易很棒，而且他按照自己的思路工作。⁵⁶早些时候，在沃伦为格雷厄姆-纽曼工作时，科文曾经借给他5万美元，为期一周，这样他就可以去购买共同基金而省下1 000美元的税，这也让沃伦喜欢科文。⁵⁷久而久之

之，他们俩合作了，科文担任高级合伙人，因为他经验更丰富、投的钱也更多。不过，他们一起分享信息和想法。

每周，只要列着小股票的粉单一出来，巴菲特和科文就相互打电话比较里面的内容。“你买了那只股票吗？”“是的，我买了，那是我的！”如果挑了同样的股票，他们会感觉自己都是胜利者。“那种情形就像在选马一样。”科文的妻子乔伊斯说。⁵⁸他们考虑过收购全国盒子公司，给它起了个代号，叫集装箱公司。“科文是个挖掘者，”巴菲特说，“我猜这样才讲得通。”

巴菲特说，有一次，他们甚至试图买下一个马里兰州的小镇，当时联邦住宅管理局正在廉价拍卖该地块：由邮局、市政厅以及以低于市场价格出租的大量物业组成。这个小镇是大萧条时期建造的，是一个以低成本住房安置1 800户家庭的试验性小镇。“二战”以后，大量的政府物业被拍卖。巴菲特回忆，当时这个小镇的广告让他们垂涎三尺，梦想着可以很快把出租价格提升到市场水平。可是即使是廉价出售，这个小镇也太贵了，他们无法弄到足够的现金。⁵⁹

沃伦总是没有足够的现金，他总是在努力筹集资金。格雷厄姆的关系又要开始起作用了。伯尼·撒纳特——整形和重塑手术方面的先锋——在某一天和他妻子的嫡亲堂兄——本杰明·格雷厄姆聊天。本杰明和埃斯蒂退休回到加利福尼亚后，搬到撒纳特夫妇家的街对面。撒纳特说，他问格雷厄姆，现在应该如何处置自己的钱，“他在他的合伙公司几乎没什么钱，”撒纳特回忆，“他说，‘哦，买AT&T。’然后，他告诉我三只封闭式基金和一些股票。接着，他很随意地提到，‘我以前的一个学生在做投资，沃伦·巴菲特。’就是那样，那么随意以至于我都没能记下来。”

几乎没什么人知道沃伦·巴菲特。他就像奥马哈一块大岩石下的一小片苔藓。撒纳特的妻子罗达每天和埃斯蒂一起散步。“不久之后的某一天，”她回忆，“埃斯蒂对我说，‘听着，罗达，人们总是接近我们，让我们投资他们的合伙公司，因为他们可以告诉别人，本杰明·格雷厄姆也投资了，这样他们才能搞成。因而，我们拒绝了所有人。不过，沃伦·巴菲特——他有潜力。我们和他一起投资，你最好也这么做。’”

“我唯一的问题是，”罗达说，“埃斯蒂，我知道你认为沃伦很聪明，不过我更感兴趣的是他是否诚实。”埃斯蒂回答，“绝对诚实，我百分百信任他。”撒纳特夫妇和埃斯蒂·格雷厄姆分别在莫奈-巴菲特合伙公

司里投资了1万和1.5万美元。而那时，莫奈夫妇的投资已经增长到10万美元了。

沃伦投资课上的一些学生也加入了合伙公司，他在戴尔·卡内基课程的指导老师沃利·基能也加入了。事实上，到1959年，沃伦在周边已经小有名气，部分可以归因于他的教学。他的品质——好和坏——不再是被隐藏的，在奥马哈已经开始为人所知。犹如青少年广播剧《美国广播学校》中的反面角色一样，他在奥马哈被认为是一个傲慢无礼、自以为无所不知的人。“我过去常常喜欢在讨论中站在相反的那一边，”他说，“不论什么，我能立刻转过来。”人们认为，沃伦让他们投钱却不说他将买什么，这是放肆的行为。“奥马哈有一些人认为，我做的事情类似庞氏骗局。”他回忆道。这引起了一些反响。当沃伦重新申请奥马哈乡村俱乐部会员资格时，他被投票否决了。被乡村俱乐部拒之门外是一件严重的事情，说明那些不喜欢他的人可以用一种具体的让人尴尬的方式表现出来。他被认为是和他们毫无关系的旁观者，可他却想属于这个群体。另外，沃伦喜欢打高尔夫，俱乐部有一个好的球场。通过关系，他花了些功夫才从黑名单上下来。

但是，现在他的才华通过越来越多的人表现出来，也为他带来了更为重量级的合伙人。1959年2月，卡斯珀·奥福特和他的儿子小凯珀，来自奥马哈最显赫家族之一的成员，就他们自己的合伙公司和沃伦接触。当沃伦解释他们不会知道他在买什么股票的时候，卡斯珀说：“如果我不知道买了什么，我是不会投一分钱的，而如果你已经取得了完全的控制，我也不会有发言权。”⁶⁰但是，小凯珀和他的兄弟约翰以及威廉·格伦（后者是查克·彼得森为其管理房地产物业的生意人）还是投资了。他们投资了5万美元，成立了格伦诺夫（Glenoff）合伙公司，这是巴菲特的第七个合伙公司。

在这些合伙公司的早期投资阶段，沃伦没有偏离本杰明·格雷厄姆的原则。他买的都是些非常便宜的股票，完全是“烟蒂”，湿湿的还可以免费吸上一大口的“烟蒂”。不过，这些都是在遇到查理·芒格之前的事情。

[1] “证券”的英文“security”也有“安全保卫”的意思。——译者注

23

奥马哈俱乐部

奥马哈，1959

和银行钢制拱门一样，奥马哈俱乐部的拱形大门在银行家、保险商以及这个城市的铁路巨头们的身后徐徐关上，黑人看门人乔治正在门后恭候。男人们在地下室打完壁球或者从城里的办公室赶来，在前厅的花砖壁炉旁闲逛聊天，等待着女士们从这座意大利文艺复兴风格的建筑正面的一个单独侧门进来加入他们。沿着弯曲的红木楼梯可以直到二楼，半路上有一幅真人尺寸大小的苏格兰人在小溪里抓鳟鱼的油画。奥马哈俱乐部是这里的城里人跳舞、募捐、结婚、庆祝纪念日的场所。更重要的是，这是他们谈生意的地方，因为在这儿的桌子边，你可以安静地交谈。

1959年夏天的一个星期五，巴菲特大步穿过俱乐部的入口，准备和两个合伙人共进午餐，尼尔·戴维斯以及他的妻兄李·西门，后者曾为沃伦安排和戴维斯自小最好的朋友见面。就是尼尔的父亲埃德温·戴维斯医生，在戴维斯家加入合伙公司时，对沃伦说过，“你让我想起了查理·芒格”。现在芒格正在城里处置他父亲的房地产。¹

芒格对这个留着平头、比他小6岁的巴菲特知之甚少。不过和他对生活的总体期望一致的是，他对这次会面的期望值并不是很高。²他已经养成了不对任何事物期望太高的习惯，这样永远都不会失望。而且，查理·芒格很少遇到过能让他喜欢倾听对方说话的人。

芒格家开始也很贫困，不过到了19世纪后期，查理的祖父，身为联邦法官的T·C·芒格提高了家族地位。在奥马哈，他们都是在客厅受到款待——而不像巴菲特家族的人，总是在后门送货。芒格法官是一名刚强的严守纪律的人，他曾经强迫所有家人阅读《鲁滨孙漂流记》，吸取书中描绘的在磨炼中征服自然的精神。在中西部，他因为给陪审团的指示比其他法官的长而出名。³他喜欢给他的亲戚们就节俭的美德以及赌博和酒吧的罪恶上课。查理的古板姨妈尤菲听了课之后，“直到80多岁还兼顾两个不同的事业——管理教堂和存钱，而且在责任的驱使下，理所当

然地参加了她深爱着的丈夫的验尸”。⁴当芒格法官去世时，据传也是这个姨妈奇怪地声称，他一定是被神的恩典所带走的，因为最近他在算术上犯了一个错误。她说她知道，“自那以后他就不能再留在这儿了”。

芒格法官的儿子阿尔跟随父亲进入法律界，成为一个受人尊敬但并不富裕的律师，《奥马哈世界先驱报》和当地其他重要的机构都是他的客户。虽然和他的父亲不一样，但他是快乐的。人们经常看到他抽烟、打猎或者捕鱼。他的儿子后来这样说：“他得到了他想得到的东西，不多也不少……比他的父亲和儿子都要少一点儿大惊小怪，后者在预见永远不会发生的麻烦事上花费了相当可观的时间。”⁵

阿尔的妻子，漂亮机智的弗罗伦丝·图迪·拉塞尔来自另一个以责任和诚实正直为家风的家族，那是一个具有进取精神的新英格兰地区的知识分子家庭，以查理提到的“生活朴素、情操高尚”而出名。当她宣布她将要和阿尔·芒格结婚时，她年迈的祖母注意到他厚厚的眼镜以及5.55英尺的身高时大吃一惊，“谁想到她会有这种感觉？”据称，她的祖母大叫了起来。

阿尔和图迪·芒格有三个孩子：查理、卡罗尔以及玛丽。查理婴儿时期的一张照片显示，他在那时就已经带有典型的任性表情了。在邓迪小学时，他最显著的外表是一双巨大的小精灵似的耳朵，如果他选择露出来，总会引起哄笑。他被公认为很聪明。根据他的妹妹卡罗尔的说法，“活泼”并且“思想独立到不屈服于某些老师的期望”。⁶“聪明，是个聪明人”，这是芒格家的邻居多萝西·戴维斯回忆查理童年时代给出的评价。⁷戴维斯夫人试图控制住查理对她儿子尼尔的影响，可是没有什么能让查理的嘴巴驯服，即使看见她手上拿着细枝条追着那帮男孩子，鞭打他们裸露的小腿肚。

在学会隐藏自己的痛苦以及采用巧妙的应对策略之前，童年时代的沃伦一直承受着侮辱，而只能稍作反抗。而太骄傲以致不愿屈服的查理面对伤人的挖苦讽刺，只好运用他的才华来承受年轻时的痛苦。可是在每周五艾迪·福格的舞蹈课上，作为班里唯一一个比他矮的女孩的舞伴，查理对这个强调他是班级第二矮的小孩的例行课程毫不掩饰自己的愤怒。⁸在中心高中的时候，他得到了“大脑”的绰号和极度活跃以及疏远同学的名声。⁹

成长在一个珍视学习的家庭，芒格长大后很有抱负，17岁被密歇根

大学录取，主修数学。日军偷袭珍珠港后的一年，还在读大学二年级的芒格被征募入伍。服役期间，他修读了新墨西哥大学和加州理工学院的气象课程，但是从没有真正毕业。后来，他作为气象学者在阿拉斯加的诺母港工作。后来芒格说，他从没有见过现役军人能够驻扎在没有危险的地区，而这也强调了她的幸运。他的主要风险是财务上的：他通过打扑克牌增加了津贴。他发现他很擅长这个，这变成了他的赛马场。他说，他学会了胜算不大时下注很少，而胜算很大时狠狠下注，在以后的人生中，他也充分利用了这种优势。

“二战”结束后，通过良好的家族关系，他在没有完成大学本科学业的情况下，直接进入了哈佛大学法学院。¹⁰那时他已经和南希·哈金斯结婚，这是一次冲动的婚姻，当时他21岁，而她才19岁。芒格已经变成了一个中等身高、穿着考究的年轻人，黑色的短发和机警的目光让他的面貌焕然一新。不过他最重要的特征——除了他的耳朵，现在只是稍稍有点儿招风——是他招牌的表示怀疑的方式。即使是在哈佛，他也经常这样——没有学到什么，他说。¹¹后来他告诉他的朋友们，那时，他站在地图前问自己，“哪个城市正在成长并且充满了机会，能让我挣到很多钱？而且这个城市不能太大，也不能发展得太好，否则要想进入这个城市的显要人物行列就会比较困难。”他选择了洛杉矶。¹²帕萨迪纳市让他印象深刻——在这个雍容的旧时西班牙风格的洛杉矶郊区，他曾经上过加州理工学院。也是在那儿，他遇见了未来的妻子，当地一个显赫家庭的女儿。“南希任性、被宠坏了。”她的女儿莫利说，考虑到她新婚丈夫的性情，她的性格并不理想。¹³没过几年，他们的婚姻就出现了问题。尽管这样，从哈佛毕业后，他们带着儿子泰迪回到了她的家乡帕萨迪纳市定居，在那儿查理成了一个成功的律师。

1953年，有了3个孩子并经过8年的不相容、争斗和痛苦，芒格离婚了，在当时，离婚还是一件不光彩的事。尽管他们之间有问题，但考虑到他们的儿子和两个女儿，他和南希做出了文明的安排。芒格搬进了大学俱乐部的一个房间，买了一辆有凹痕的黄色庞蒂克车，车面上的油漆糟糕到“会让掘金者们气馁”，从此成为一个星期六陪孩子的父亲。¹⁴接着，在分开的这一年里，8岁的泰迪被诊断得了白血病。芒格和他的前妻问遍了整个医学界，很快发现这个病是无法治愈的。他们和其他的父母以及祖父母们，一起坐在白血病病房里，眼睁睁地看着孩子在不同的阶段日渐衰弱。¹⁵

泰迪经常在医院进进出出。查理过来看他，抱着他，然后在帕萨迪纳市的大街上一边走路，一边为他的儿子哭泣。他觉得失败的婚姻和儿子的绝症几乎让他无法承受。而且，在50年代，一个离婚的单身父亲的孤独也让他焦躁不安。他感受到了没有一个完整家庭的失败，希望孩子们能在身边。

当情况越来越糟时，芒格决定朝着新目标进发，而不是让自己沉迷在生活的不幸中。¹⁶也许这样显得实际甚至无情，不过他把这看成是让眼睛永远能看得见希望。“面对一些不可置信的不幸时，不要因为你自己的挫败感，让一个不幸增加成两个或三个。”他后来说。¹⁷

因此，即使芒格关心即将死去的儿子，他还是下定决心再婚。可是，他分析成功婚姻概率的方法让他悲观。

查理对于他能否再遇到某个人而感到绝望。“我怎样才能找到那个人呢？加利福尼亚2 000万人口中有一半是妇女。在这1 000万妇女中，只有200万人的年龄合适。200万人中，150万已经结婚，只剩下50万。50万人中的30万人太愚蠢，另外5万人又太聪明，剩下的15万人中，我想和她结婚的也就只能装满一个篮球场。我要从中找到一个，而且我还必须在她的那个篮球场里。”

查理设置低期望值的心理习惯已经根深蒂固。因为他觉得高期望值会导致吹毛求疵，所以在寻求幸福的路上也习惯性地没抱太大期望。低期望值会让人们失望的机会少一些。但是，自相矛盾的是，这也不一定会让他获得成功。

出于绝望，查理开始重新审视离婚和死亡通知书，并且开始寻找新的单身女性。这引起了他的朋友们的注意。考虑到他的悲惨经历，他们开始插手帮忙。他的一个律师合伙人带来了另外一个“南希”，一位有两个男孩的离婚妇女。南希·巴里·伯斯威克是个小小的、肤色浅黑、头发棕褐的女人，热衷于打网球、滑雪和高尔夫球。她也是斯坦福大学资优生荣誉学会的经济学毕业生。

第一次约会的时候，他就警告她：“我是那种说教式的人。”可是这并没有吓倒南希，这预示着他们的关系发展还不错。他们开始带着孩子们一起外出。开始，泰迪和他们一起行动，可他病情迅速加重。后来，在他儿子最后几周的时间里，31岁的查理总是坐在床边陪伴他。1955年

泰迪去世，年仅9岁，在这期间查理瘦了10~15磅。“我无法想象人生中还有比一天天看着孩子离去更痛苦的事情。”后来他回忆说。¹⁸

1956年1月，查理·芒格和南希·伯斯威克结婚。他绝望地需要某个人为他安排生活。南希很有魄力，只要查理的气球里充斥了太多的热空气，她就会毫不犹豫地刺破它。她是一个优秀的管理者，观察敏锐、镇静、理性，而且务实。当查理偶尔冲动起来时，她会抑制住他的任性。在他的两个女儿和她的两个儿子的基础上，他们及时地添了三个儿子和一个女儿。除了做家务和照顾查理之外，她还要抚养8个孩子。¹⁹而对他的孩子们来说，他变成了“有腿的”书本，经常阅读科学和伟人成就方面的书。同时，他继续在缪吉克-皮乐-加勒特律师事务所追寻他的财富，不过他已经认识到，法律并不能让他致富。他开始搞一些挣钱的副业。“查理，作为一个非常年轻的律师，一小时应该可以得到20美元。他心中盘算着，‘谁是我的最有价值的委托人呢？’他认为他自己。因此，他决定每天出售自己一个小时。他每天清晨为那些建筑项目和房地产交易忙碌。每个人都应该可以这样，先是委托人，然后再为其他人工作，每天出售自己一个小时。”

“我对致富有相当大的热情，”查理说，“不是因为我想要法拉利——我想要的是独立。我拼命地想得到它。我认为给其他人寄收据是一件有损尊严的不体面的事情，我不知道我从哪儿得来的这个想法，不过我确实这样想。”²⁰他自视为一个绅士，对他而言钱不是竞争。他想加入合适的俱乐部，而并不关心其余成员是否比他富有。在他傲慢的外表之下，对真正的成就怀有深深敬意的心，让他能够真正地谦虚，这对他在和即将见面的这位男子之间建立联系非常关键。

在奥马哈俱乐部的包房里，坐在查理对面并开始讲话的这位男子穿得就像一个颇年轻的推销员，来向一位绅士推销保险。那时，会处世的查理已经在洛杉矶的商界和社交界颇有建树，而且看起来很入流。但是，当戴维斯夫妇和西门夫妇作完介绍，他们就完全开始了两人私下的交谈。查理承认他在巴菲特家族的杂货店“拼命工作”了一段时间，在那儿“你只能从早上的第一个钟头一直忙到晚上”。²¹但是，至少和其余那些忙得不可开交的雇员们相比，欧内斯特会让自己喜欢的如图迪·芒格这样的顾客的儿子享片刻清闲。²²开了些玩笑以后，当沃伦开始谈投资和本杰明·格雷厄姆时，谈话加速，而其他人都全神贯注地听。查理立刻能理解这些概念。“那时，他已经花了很多时间思考有关投资和生意上的

事情。”巴菲特说。

他告诉查理有关美洲国家火灾保险公司的故事。查理和霍华德以及海登·哈曼森是一起上的中心高中。他对身处加利福尼亚之外的巴菲特能如此了解哈曼森家族以及他们的存款和贷款而感到吃惊。不久，这两个人的交谈就合上了拍，看起来好像非常了解对方。²³过了一会儿，查理问：“沃伦，你具体做些什么？”

他已经有了这些合伙公司，巴菲特解释说，而且他做这，还做那。他说，1957年，市场下跌超过8%，而他的合伙公司一年挣了超过10%，次年合伙公司的投资升值超过了40%。²⁴到目前为止，巴菲特从管理合伙公司中收取的费用通过再投资，已经达到了83 085美元。这些管理费已经将他最初的700美元投资——7个合伙公司，每个投了100美元²⁵——迅速增至占有所有合伙公司股份的9.5%。而且，1959年，他的表现一如既往，将再次击败道琼斯指数，这将会让他变得更富有，而且提高其股份份额。最后，查理问：“你认为我能在加利福尼亚做同样的事情吗？”沃伦停了一会儿，看着他。这是一名成功的洛杉矶律师提出的一个不合常规的问题。“是的，”他说，“我非常确定你可以。”²⁶午餐结束后，戴维斯夫妇和西门夫妇准备回去，当他们踏进电梯时，最后一眼看到的是，巴菲特和芒格还坐在桌子旁边全神贯注地交谈。²⁷

过了几天，两人又带着各自的妻子来到约翰尼咖啡馆。席间，芒格自我陶醉于一个笑话，结果滑出了座位，在地板上笑着打滚儿。芒格夫妇返回洛杉矶后，巴菲特和芒格的讨论不断，两人打电话也越来越频繁，一次就是一两个小时。巴菲特曾经对乒乓球这样着迷过，现在终于找到更有趣的事情了。

“为什么你这么注意他？”南希问她的丈夫。

“你无法理解，”查理说，“他可不是一个普通人。”²⁸

24 火车头

纽约、奥马哈，1958~1962

沃伦和苏珊看起来和普通人一样，他们保持低调，他们的房子虽然大但并不奢华，后院有一个供孩子们玩的小木屋；后门也从不上锁，邻近的孩子们可以在这儿进进出出。现在，巴菲特夫妇在他们不同的轨道上逐渐开始加速。苏珊的当地计划表上增加了一站又一站，而沃伦朝着“美元山峰”进发，这是一个永不停止的旅程。

1958年之前，他会径直买一只股票，然后就等着这个“烟蒂”点燃起来。接着，他通常会出售股票，去买另一只他更想得到的股票，有时不免会带有一丝遗憾，因为他的雄心受到合伙公司资本的限制。

但是，现在他管理着7个合伙公司，加上巴菲特-巴菲特公司以及他自己的钱，资金已经超过了100万美元。¹这使他能完全在不同的范围内操作。他在生意上的伙伴除了斯坦贝克、纳普、勃兰特、科文、施洛斯以外，又增加了芒格。他们两个人每个月的电话账单惊人——按照他们的消费标准。芒格又把他介绍给朋友罗伊·托尔斯，瘦瘦高高的前海军战斗机飞行员，他脸上总带着温和的笑容，喜欢自己一个人快速思考——除了偶尔会抛出一些讽刺的有力反驳，这使得人们“希望带些创可贴在身边”，一个朋友这样评论。和芒格一样，巴菲特能够机敏应对。他将托尔斯当作自己的好友。这种为他的事业征集志愿者的诀窍，已经创造了一个很大的支持网络，虽然只是松散地组织在一起。沃伦会或多或少不自觉地和他的支持者像汤姆·索亚那样探险、钻研，因为他的兴趣增长太快，以致他自己一个人再也不能完全实施每一个细节了。

简单地坐在书房，在《证券分析》或《穆迪手册》中挑选股票的日子，已经一去不复返。相反，他开始在那些需要时间和计划去实施的有利可图的大型项目上下功夫——比在美洲国家火灾保险公司身上花的还要多。有时，这些项目会碰上复杂甚至戏剧性的情况，他的注意力将会持续几个月，有时一连几年都得放在那上面。有时几个投资项目同时操作。对他的家人而言，对绝大部分时间他都缺席的情况已经习以为常，

而现在项目规模的扩张更加重了这一趋势，但是他和朋友们的关系却越发紧密了。

第一个复杂的事件涉及一家叫作桑伯恩地图的公司，该公司发行美国所有城市的精密地图，图上标示了电力线、自来水总管道、车道、建筑工程、房顶结构、应急楼梯等，这种地图主要是保险公司购买。²这门生意没有赢家，因为随着保险业的并购，顾客群正在慢慢萎缩。不过45美元一股的价格很便宜，因为单单桑伯恩公司的证券投资组合每股就值65美元。但是为了掌握这些投资组合，沃伦需要的不仅仅是合伙公司的资金，还有其他人的帮助。

从1958年11月开始，他在桑伯恩公司上投入了合伙公司1/3的资产。他也为自己和苏珊买了这只股票，他让艾丽斯姑姑、父母、姐妹们都买了。他还将自己有关桑伯恩公司的想法告诉了科文、斯坦贝克、纳普、施洛斯。其中一些人把这看成是他的好意而买了。他从中提取利润的一定比例，这是使他自己的资产产生杠杆作用的一个途径。为了控制更多的股票，他增加了从高中起就一起玩儿弹珠的同伴唐·丹利、他父亲最好的朋友维克·史皮特勒、多蒂的丈夫霍默·罗杰斯，以及霍华德·布朗，汤姆·纳普工作的特雷迪-布朗-莱利经纪公司的老板。同时沃伦还把他的朋友弗雷德·库尔肯的姨妈凯瑟琳·埃伯菲尔德和母亲安妮·戈特沙尔特也带进来，因为以前他没有让她们加入合伙公司，这次强烈推荐这只股票，是因为他认为这次是一件很确定的事情。最终，他掌控了足够多的股份，进入了董事会。

1959年3月，沃伦例行去纽约出差，住在安妮·戈特沙尔特位于长岛的一栋小小的殖民时期的白色房子里。现在安妮·戈特沙尔特和她的姐姐已经把他看成是死去很久的儿子弗雷德的替代者。沃伦在那里放了备用的内衣和睡衣，戈特沙尔特会准备汉堡包做他的早餐。在这种旅行中，他总会列出10~30件他想完成的事情。他会去标准普尔的图书馆查些信息，参观一些公司，拜访一些经纪人，通常会和纽约的勃兰特、科文、施洛斯、纳普待在一起。

这次特别的旅行长达10天。他要和合伙公司的潜在客户坐下来谈，而且还有一个重要的约会：作为董事会成员，第一次出席桑伯恩公司的会议。

桑伯恩公司几乎全部由保险公司的代表组成——它最大的客户——

因此，除了开完会以后不会打上一轮高尔夫球以外，董事会更像是个俱乐部。没有一个董事会成员拥有超过象征数量的股票。³会上，沃伦建议将公司的投资产品分给股东们。但是，自大萧条和“二战”以来，美国企业对待钱就像是稀有商品一样要珍藏和保管。即使经济调整已经过去了很长一段时间，这种想法还会自动产生（关于该现象的前提人们尚未调查核实）。董事会对这个主意做出的回应是，将证券投资组合从地图主业中剥离是很荒谬的。会议快结束的时候，董事们打开雪茄盒开始分发雪茄，他们吞云吐雾，沃伦坐在一旁却气得快冒烟了。“那是用我的钱买的雪茄。”他想。在返回机场的路上，他从钱包里拿出孩子们的照片，看着他们，他的血压才降下去。

遭遇挫折的沃伦决定，他将代表其他股东，从这些不称职的董事们手中夺走公司，因为他们要比那些人更应该拥有这家公司。因此，巴菲特集团，包括弗雷德·斯坦贝克、沃尔特·施洛斯、艾丽斯·巴菲特、丹尼尔·科文、亨利·勃兰特、凯瑟琳·埃伯菲尔德、安妮·戈特沙尔特和其他一些人继续购买。沃伦还动用了新注入合伙公司的资金，还让霍华德把他的一些经纪客户吸引进来。也许沃伦正在帮他父亲财务上的忙，即使他正在逐渐掌握这家公司的时候。

不久，那些对沃伦比较友好的人，包括著名的基金管理人菲尔·卡特（他曾经在沃伦这儿听说然后买了格瑞夫兄弟桶业公司和克利夫兰毛料厂），一共拥有大约24 000股，掌握了有效的控制权，沃伦认为该行动了。股票市场正处于高位，他希望桑伯恩公司能在合适的时机出货。战略咨询博思-艾伦-汉密尔顿公司已经提交过计划，建议桑伯恩公司这么做⁴，但是关键点是纳税。如果出售证券投资组合，公司需要支付大约200万美元的税款。沃伦提供了类似洛克伍德公司置换股票以避税的技巧，这是一个可以做到完全不用纳税的解决方案。

下一个董事会议召开时，除了又有一些投资人的钱随着雪茄的烟雾而消失之外，其他什么也没干成。在巴菲特返回机场的路上，他不得不再次看孩子们的照片，好让自己平静下来。三天以后，他威胁董事会，如果董事们在10月31日之前不采取行动，他将召集一个特别会议以控制公司。⁵他已经失去耐心了！

现在董事会别无选择，只得同意分割两部分业务。可即使这样，如何处理纳税问题依然存在。一个保险代表说：“那就让我们吞下那笔税款吧。”

于是我说：“等一下，‘让我们’，谁是‘我们’？如果在座的每一个人都希望按人头承担，那很好。可是如果你希望按各自拥有的股份比例承担，你只用承担10股股票的税额，而我要承担24 000股的税额，那就算了吧！”他说要自己吞下这200万美元的税额，只是因为我不想很麻烦地操作股票回购。⁶我记得那时又分发雪茄了。我为每一根雪茄支付30%的钱，而我是唯一不抽雪茄的人。他们应该为我的泡泡糖支付1/3的钱。

董事会终于屈服了。于是，在精力、组织以及意愿的压力下，1960年年初沃伦赢得了战斗。桑伯恩公司向股东们提出了洛克伍德式的要约，用一定比例的证券投资组合交换股票。⁷

这次桑伯恩公司的交易设置了一个“高水位标志”：巴菲特可以利用他的大脑和合伙公司的钱改变一个公司的方向，即使它顽固，即使它不情愿。

在这个故事里，巴菲特不断地往返于纽约和奥马哈之间，一直在为桑伯恩公司这个项目努力，他要搞清楚到哪儿去弄到他需要的股票，如何让董事会合拍，以及怎样才能不使自己吞下那笔税金，还同时在寻找其他的投资妙计，成千上万个主意整天在他的脑子里盘旋飞舞，滴答作响。在家里，他总是消失到楼上去看书和思考。

苏珊把他的工作理解为一项神圣的使命。可是，她仍然努力将他带离他的研究而融入家庭生活：有计划的外出，度假，在餐馆吃晚饭。她有一句名言：“任何人都可以做父亲，你也必须做父亲。”⁸然而，她是在和一个从没拥有过她所说的那样的父亲的人说这番话。“我们去野马餐厅吧！”她会说，然后用车载着一帮周围的小孩狂吃一顿汉堡包。坐在桌旁，如果有什么有趣的事情发生，沃伦会大笑，也会表现得很投入，不过他很少说话。他的思维在别的地方。⁹有一次在加利福尼亚度假，一天晚上他带着一群孩子去迪士尼乐园玩，他坐在长凳上看书，而那些孩子们则到处乱跑，大家都自得其乐。¹⁰

这时彼得接近两岁，豪伊5岁，苏茜6岁半。苏茜有自己的粉红格子花布王国，那是一张带天篷的床，要沿着单独的楼梯上去。豪伊用破坏行为来测试父母，看看到什么程度会引起他们的反应。他捉弄很晚才开始说话的彼得，好像彼得是一个科学实验品一样，去刺激他，看他什么反应。¹¹苏茜管理他们两个以控制事态发展。她开始找出办法报复豪

伊，有一次她教唆他用叉子在牛奶袋的底部戳洞。当豪伊正自得其乐地看牛奶喷到厨房桌子上到处都是时，苏茜跑到楼上大叫，“妈妈——豪伊又在干坏事了！”¹²沃伦只是简单地求助于苏珊，让她去应付儿子充满爆发力的精力。而豪伊记得他的母亲几乎“从不生气，她总是支持我们”。

13

苏珊巧妙地处理这一切，扮演着1960年时标准的美国中上阶层妻子的角色；每天她以标志性的装扮示人，裁剪得体的裙子或者裤装，通常是灿烂的黄色，以及光亮蓬松的头发；完美地照顾着她的丈夫和家庭；成为社区团体的领导人；优雅地招待丈夫生意上的伙伴，似乎这比把一顿“斯沃森电视晚餐”^[1]扔进烤炉要轻松得多。沃伦让她雇用帮手，很快一连串的互惠工人就住进了二楼带卫浴的空气流通、采光良好的房间。新来的女管家莱莎·克拉克承担了苏珊的一些负担。通常，苏珊的一天是从中午主持慈善午宴开始的；放学以后，接送苏茜去蓝色小鸟团。苏珊总是将自己描绘成一个简单的人，不过逐渐地，她给自己的生活增加了一层又一层复杂的元素。她正在筹建一个叫“志愿者局”的团体¹⁴，专门在奥马哈大学做办公室工作以及教游泳。“你也可以成为保罗·李维尔”^[2]是该团体的座右铭，借用了一个通过个人自我牺牲的勇敢行动拯救整个国家的个体形象。

和保罗·李维尔一样，苏珊也无意向上爬。¹⁵她在家庭责任和需要关注的越来越多的人之间来回碰撞，其中很多人生活穷困，或者在某些方面受到过创伤。

她最亲密的朋友贝拉·艾森伯格是奥斯威辛集中营的幸存者，在集中营被解放后，她来到美国奥马哈。她把苏珊看成是可以在凌晨4点打电话求助的人。¹⁶另外一个朋友是尤妮斯·丹尼伯格，在她还是个孩子的时候，她发现了上吊自杀的父亲。在沃伦家这么一个富裕的白人家庭里，最难得的是他们还有黑人朋友，包括棒球界最有威胁性的投手鲍勃·杰布森和他的妻子沙琳。可在1960年，如果你是个黑人，即使是个明星运动员也不代表什么。“那个时代的奥马哈，很少会看到白人和黑人在一起。”巴菲特儿时的伙伴拜伦·斯沃森说。¹⁷

苏珊把手伸向每一个人。事实上，麻烦越多的人，她越愿意帮助。她对几乎不认识的人的个人生活充满浓厚的兴趣。沃伦回忆了一件事情，在一次橄榄球比赛期间，他去厕所，而她在小卖部排队。几分钟以后他回来时发现，站在苏珊后面的一位妇女正在和她说话，“我之前从没

对任何人讲过这件事情……”苏珊听着，露出被吸引的表情。几乎她遇到的每一个人都会在这样的关注下散发光辉，并为之感动。但是，即使是最亲密的朋友，苏珊也总是小心而不愿分享她自己的问题。

在家里，她同样扮演施救天使的角色，尤其是对她的姐妹。和苏珊一样有音乐天分的多蒂创立了歌剧协会。不过，她似乎很空虚，就像有个人评价的那样，“虽然不快乐，但内心强大”，她保持着愉快的表象，但她告诉苏珊，她从来不哭，因为她一旦哭，将永远不会停止。她的丈夫霍默因为不明白妻子而很受挫败。可是他们俩仍保持着活跃的社交安排。晚上，在喝酒和狂欢中，他们两个年幼的儿子到处闲逛。有时，霍默会粗暴地惩罚他们，或者多蒂会残酷地取笑他们——于是，苏珊像母亲一样照顾她的外甥和自己的孩子们。

她还帮助老巴菲特夫妇，霍华德的健康问题和意识形态正在成为他们的负担。

不过，霍华德的焦虑和身上18个月的神秘症状更是问题。尽管去了明尼苏达州罗切斯特的梅约诊所，可医生们还是不能诊断他的病情。¹⁸最后，1958年5月，霍华德被告知得了结肠癌，急需手术治疗。¹⁹沃伦为这个诊断而心烦意乱，而且为这个他认为不可原谅的延误诊断生气。从那时起，苏珊开始有选择地告诉他有关他父亲的病情。²⁰她保持着家庭的正常安排。在霍华德手术和漫长的恢复期间，她还不遗余力地支持利拉。她很高兴地做所有这些事情。不只这些，在危急关头，她的镇静、安慰让每个人都可以依靠。她帮助大一点儿的孩子理解这种疾病，并且让包括小彼得在内的每个孩子都定期看望祖父。豪伊在下午和霍华德一起看大学橄榄球赛，霍华德坐在装有软垫的躺椅上，在比赛当中不断地倒戈，为那些就要输掉的球队加油。当豪伊问他为什么时，他说：“他们现在是弱者。”²¹

在他父亲经受严峻考验期间，自始至终沃伦都是用生意来分散自己的注意力。他埋首于《美国银行家》或者《石油和天然气杂志》，只有在他走进厨房，从只有他才可以碰的木板箱里取一些爆米花和百事可乐时，才会有短暂的中断。

但是不知为什么，尽管为父亲生病而苦恼，在家人眼里安静内向的沃伦开始频频出现在公众场合，而不管家里正在发生什么事。他显得是一位权威，一个在向他的听众传输能量的电子充电器。“不管他去哪儿，

他总是透着这种气质。”查克·彼得森说。²²而让查理·芒格印象深刻的是，沃伦·巴菲特经常很有说服力地谈论投资以及合伙公司。他募集资金的速度和他说话一样快，但是还不及他投资的速度。

在他们几乎每天都进行的电话通话中，芒格听沃伦讲投资和募集资金的经历，对巴菲特自然的推销术很好奇。由于亨利·勃兰特在为他探路，他去纽约出差就更为频繁。1960年是一个分水岭，现金潮水般涌进了合伙公司的金库。年初，沃伦的叔叔弗雷德和婶婶凯蒂向巴菲特联合公司投了将近8 000美元。通过查克·彼得森的关系，又有51 000美元进了安德伍德。那时，“查克对我说，‘我想邀请你和苏珊来吃晚饭，和安琪夫妇见个面。’我不认识他们。查克说他们都是医生，是真正聪明的人。”

卡罗尔和比尔·安琪夫妇住在彼得森家的街对面，比尔·安琪是心脏病专家，也是个异想天开的古怪人。冬天他会整夜不睡，往他前院喷水，然后做一个光滑的、像玻璃一样毫无瑕疵的雪人，就像一个圆圆胖胖的他自己的复制品，站在结冰的“池塘”旁边。他的妻子专门从事儿科研究。

我们接上他们，这样车上就有6个人。我们朝奥马哈乡村俱乐部方向进发。卡罗尔·安琪长得很美，打扮时尚。吃晚饭期间，她的眼睛就没有离开过我。我的意思是，她只是被迷住了。我疯狂地讲世界上的所有事情，拼命地想使她印象深刻，而她就在那儿听我讲的每一个字。

我们离开乡村俱乐部开车返回。在车里，一路上她的眼睛也一直盯着我。我们把安琪夫妇送回去，然后我对查克说：“今天晚上我给人留下了很深的印象。”他回答：“不，傻瓜，她是个聋子。她在读你的唇语。”因为我不停地说，所以她就不停地看着我。²³

不过他肯定是给人留下了深刻印象，因为后来安琪夫妇在山顶房子饭店招待他们认识的十几个医生吃晚饭的时候，比尔·安琪建议他们成立一个合伙公司，每人投资1万美元。其中一个医生问：“我们输掉所有的钱怎么办？”比尔·安琪给了他一个厌烦的表情，然后说：“那我们就再成立一个。”

巴菲特的第八个合伙公司——埃姆迪（Emdee）成立于1960年8月

15日，资金11万美元，那个医生因为担心自己的钱会全部亏掉而没有加入。

还有其他一些怀疑论者。在奥马哈，并不是每个人都喜欢有关沃伦·巴菲特的事情。有些人认为，这个年轻的高手一文不值，他的权威性实际是种不相称的傲慢。有些人不认同一个无名之辈能奋斗成功。奥马哈一个显赫家族的成员和五六个人在黑石酒店边吃边聊的时候，谈到了巴菲特的名字，说：“一年之内他将一文不名，就给他一年，他就会消失。”²⁴柯克帕特里克·佩蒂斯公司的一个合伙人（霍华德的公司于1957年和该公司合并）一遍又一遍地说：“陪审团还没盯上他。”²⁵

那个秋天，充满泡沫的股票市场起飞。经济正在温和衰退，因为苏联看起来就要赢得军备竞赛而使整个美国心情沮丧。但是当约翰·肯尼迪赢得总统大选后，充满活力的年青一代在管理上的改变提振了整个国家的士气。在早期的演讲中，肯尼迪设定了一个目标：把人类送上月球。市场迅速飞涨，再一次需要和1929年作比较了。沃伦从没有经历过一个投机市场，但他保持了平静。似乎这就是他一直在等待的时刻。他没有像格雷厄姆可能做的那样撤退，反而做了些异常的事情。他加速为合伙公司筹集资金。

他把伯蒂和她的丈夫，他在阿尔伯克基的叔叔乔治，以及他的堂兄比利带入了最初的巴菲特联合公司。他的朋友约翰·克利里的合伙人韦恩·伊夫斯也加入了。最后，他终于让弗雷德·库尔肯的姨妈凯瑟琳·埃伯菲尔德和母亲安妮·戈特沙尔特也进入了合伙公司。她们的加入说明，他认为这个时机不仅非常适合而且安全。

另有三个人加入了安德伍德，一次在纽约听完本杰明·格雷厄姆的讲座以后，沃伦在雨中等出租车，这时他遇到了小弗兰克·马修斯，前海军部长的儿子（就是在这位海军部长面前，范尼塔·梅·布朗宣布要和沃伦结婚），马修斯也成为一个人。沃伦成立了他的第九个合伙公司——安投资公司，这是为奥马哈另一个显赫家族的成员伊丽莎白·史托斯而成立的。他还让拥有城里最精美的服装店的玛蒂·托普和她的两个女儿及两个女婿，以25万美元加入了他的第十个合伙公司——巴菲特-TD。

作为投资顾问，他可以合法地拥有100个合伙人，而不需要在美国证券交易委员会登记。随着合伙公司的发展，他开始鼓励人们非正式地组成一个团队，然后再以单个投资者的身份加入进来。最终，他已经可

以把人们的钱汇合起来。²⁷后来他描述这样的战略时是持质疑的态度的——不过这确实奏效。得到更多资金、挣更多钱的强迫性驱使着他不断向前。沃伦忙忙碌碌、风风火火，往返纽约的频率堪称疯狂。他开始遭受和紧张相关的背痛之苦，当他坐飞机的时候病情就会加重，他用了各种办法和东西来减轻疼痛——除了待在家里。

至此，他的名字已经像一个秘密一样传播。“和沃伦·巴菲特一起投资会让你变富有。”可是现在规则已经改变了：到1960年，至少有8 000美元才能跨入门槛。而且，他再也不需要请求别人和他一起投资了，他们必须自己有这样的想法才行。人们不仅对他在干什么一无所知，而且他们还必须把自己放在那个位置上（尽管丹·莫奈或者其他一些有帮助的代理人因为需要通常会知道一些）。这将他们转化为巴菲特的追随者，并且减少了他们对他做的事情抱怨的机会。以前他是请别人帮忙，而现在是他给别人帮忙。如果人们要从合伙公司拿走钱会为此觉得亏欠，让别人开口请求使他心理上觉得被赋予了重任。在很多情况下，在他以后的人生中，他开始经常使用这个技巧。他一方面得到了他想要的东西，另一方面这似乎也抚平了他一直以来因要对别人的命运负责而产生的恐惧。

虽然不安全感和以前一样肆虐，但他的成功以及苏珊的关心和调教已经让他有了改观。他开始显得有力量，而不是脆弱的。很多人乐意请求他们投资。巴菲特于1961年5月16日成立了他的第十一个，也是最后一个合伙公司：巴菲特-霍兰德。这个合伙公司是为迪克·霍兰德和玛丽·霍兰德而设的。他们是沃伦通过他的律师兼合伙人丹·莫奈认识的朋友。当迪克·霍兰德决定投资合伙公司时，他的家庭成员施压让他不要这么做。但他很清楚巴菲特的能力，霍兰德说，即使是在奥马哈，还是有人“偷偷地笑”沃伦的野心。²⁸1959年，合伙公司的业绩表现高出市场6个百分点。1960年资产价值一跃而至将近190万美元，超过市场29个百分点。比单个年度的利润更让人印象深刻的是复合增长率。如果在第二个合伙公司，即巴菲特基金里最初投资1 000美元，4年以后，这1 000美元变成了2 407美元。而如果投资于道琼斯平均工业指数，则只值1 426美元。²⁹更重要的是，他获得较市场更高的回报时，整体承担的风险也较小。

巴菲特收取的费用经过再投资，到1960年年底已经为他挣了243 494美元。现在合伙公司中超过13%的财产都属于他。虽然他在合伙公

司的份额增加了，但他为合伙人们挣的钱也已经不单单是让他们感到高兴了，很多人对他怀着敬畏之心。

在他们中间，埃姆迪合伙公司的合伙人比尔·安琪排在最前面。比尔努力让自己成为沃伦的“搭档”，在巴菲特家房子的三楼建造了带有轨道的一整套巨大的火车模型，以前这里是个舞场，而现在它是巴菲特的阁楼。巴菲特内心深处的童心被唤醒了，儿时，每个圣诞节他都在布兰迪斯商店徘徊，对那个自己不可能拥有的巨大、神奇的火车模型充满了渴望。现在，当安琪在为创造沃伦儿时的幻想而努力工作时，他就在一旁“监工”。

沃伦还试图说服查克·彼得森共同投资。“沃伦，你一定疯了，”彼得森说，“我为什么要为你自己拥有的火车而和你平摊开支？”但是沃伦并没有听进去，他被想拥有火车和装备的热情激励着。“你可以过来使用它。”他说。³⁰

火车填满了以前舞场的大部分空间。整个模型立在桩上，而过道在下面，这样就可以从里面观察这个立体模型。三辆火车头带着长长一串车厢沿着巨大的螺旋形轨道赛跑。他们经过村庄，穿过森林，消失在隧道里，又爬上大山，穿过山谷，按照标记停靠和起步，可是当巴菲特发动引擎时，火车却经常出轨，足以让人心惊胆战。³¹

火车变成了沃伦的最爱。他的孩子们被禁止接近。到现在，他对钱的痴迷以及对家庭的一无所知，还是朋友间的笑谈。“沃伦，那是你的孩子们——你认出他们了，是吗？”人们会这样说。³²当他不出差的时候，人们会发现他在房子里漫步，鼻子几乎要埋到年报里去了。整个家庭围绕着他和他神圣的追求旋转——空闲、安静；穿着睡衣跷起腿休息；在早餐桌旁，眼睛紧盯着《华尔街日报》。

现在，他复杂的王国拥有接近400万美元的资金，11个合伙公司，超过100个的投资者。这些所需要的簿记、财务、储蓄安全以及邮寄等工作，已经变得几乎无法抵挡。令人惊讶的是，巴菲特仍然自己处理钱和做所有职员的工作：报税，在打字机上打字，把分红或者资本支票存起来，偶尔会停下来在业余时间咖啡馆吃一餐饭，把股票凭证塞进保险箱内。

1962年1月1日，巴菲特把所有的合伙公司放进了一个单独的实体

——巴菲特有限责任公司（BPL）。1961年合伙公司的投资回报率为46%，而同期道琼斯指数只有22%。1962年初，新的合伙公司的净资产为720万美元。仅仅6年，他的合伙公司规模就超过了格雷厄姆-纽曼。可是当皮特·马威克·米切尔公司的审计师维恩·麦肯齐过来审计时，他不是华尔街的会议室，而是在楼上巴菲特卧室外面的房间里翻阅巴菲特合伙公司的文件，他们两个在那儿肩并肩地工作。

可即使现在巴菲特已经认识到，不断增高的文件堆、电话账单以及股票，已经达到他在家庭办公室所能处理的极限，他也不喜欢另外承担日常开支，虽然他负担得起。

包括他在外面的投资在内——总量现在超过50万美元——沃伦在30岁时已经成为百万富翁了。³³于是，他在基威特大厦租了一间办公室，这是一栋新的白色花岗岩建筑，沿着法纳姆大街一直走就能到达，离家大约20个街区，离市中心不超过2英里。现在他和他的父亲共享一个办公室，这是他长久以来的目标，另外还雇了一个秘书。不过，霍华德显然病得很重，他像个战士一样，很努力地以僵硬的步伐顽强地走进办公室。当听到有关他父亲健康的任何不祥的消息，沃伦的脸就会阴沉下来，于是大多数时间他都避免知道这些细节。

新秘书总是试图告诉沃伦，应该去做什么。“她认为她应该有点儿母亲式的做法，”他说，“总想着来操纵我。”

没有人能够操纵沃伦·巴菲特。他马上就把她炒了。

不过，他确实需要帮助。就在搬进基威特大厦之前，他雇用了比尔·斯科特。（后者是美国国民银行的信托管理人员）。斯科特曾经在《商业和金融编年史》上读过沃伦的一篇关于一家不是很著名的保险公司的文章。他还参加了巴菲特的投资课程。然后，他说：“我要去巴结他，直到我能在那得到一份工作。”巴菲特开始在星期天的早晨去斯科特的家里，半路上把孩子丢在教堂，而他们两个讨论股票，最终巴菲特给了他一份工作。³⁴

斯科特开始帮助巴菲特把钱快速引入合伙公司。巴菲特第一次让他的母亲加入，还有斯科特、唐·丹利、玛吉·罗林——沃伦的桥牌搭档卢斯·罗林的遗孀，甚至还有弗雷德·斯坦贝克——他有家族生意，所以迄今为止只和沃伦在特别的项目上合作过。³⁵而且第一次，他把自己的钱投了

进来——大约45万美元。³⁶经过6年的工作，他和苏珊在合伙公司的股份上升到超过了100万美元，他们总共拥有巴菲特合伙公司14%的股份。

时间上的契合令人惊叹。1962年3月中旬，市场最终崩溃，持续下滑到6月底，股票突然比很多年来价格都便宜。巴菲特现在只有一个合伙公司，坐拥一大笔等待投资的现金，但他的投资组合在这个低迷时期并未受损。“和通常较为常规的股票投资方法相比，显示出我们的方法风险相对更低。”他在给合伙人的信中写道。³⁷1962年第二季度，道琼斯指数从723.5点下滑到561.3点，下跌了23%。那一年的上半年，合伙公司支付合伙人红利之前的损失为7.5%，而同期道琼斯指数损失21.7%——合伙公司的业绩表现高出14.2个百分点。他在股票上展开了竞赛，他经常这样解释格雷厄姆的思想，这是对格雷厄姆的原始说法聪明地进行了再加工，“当他人贪婪的时候你要胆怯，而当他人胆怯的时候你要贪婪”。现在到了贪婪的时候了。³⁸

[1] 斯沃森电视晚餐，美国电视节目，专门教观众如何做美味佳肴。——译者注

[2] 保罗·李维尔，一位银匠，美国独立战争中的爱国者。——译者注

25 风车战争

奥马哈、比阿特利斯，1960~1963

20世纪50年代末60年代初，巴菲特完成了和桑伯恩公司的角力，巩固了合伙公司，并且和他的父亲一起搬进了新办公室。接着，他又开始着手另一个项目，这次又是在和奥马哈有点儿距离的地方。而这是他第一次真正掌控一家公司，远比桑伯恩地图公司消耗了他更多的时间和精力。

丹普斯特磨坊制造公司位于内布拉斯加州比阿特利斯，是一个家族运营的公司，专门制造风车和灌溉系统。

巴菲特职业生涯中的这个故事，起初就像是又一台投入25美分可以吐出1美元的老虎机。股票售价为18美元一股，而公司稳步增长的账面价值为72美元一股。丹普斯特的资产就是风车、灌溉设备以及它自己的制造工厂。

1958年，沃伦开车去过比阿特利斯。那是一个暴风肆虐的草原小镇，可以依靠的就是丹普斯特这个唯一的雇主。他带了一张写有19个问题的清单，比如：“公司有多少经销商？”“在大萧条期间，坏账情况如何？”¹参观过后他的结论是，这家公司“有钱，不过不挣钱”。²总裁克莱德·丹普斯特正把公司弄得一团糟。³

因为丹普斯特就是另外一个“烟蒂”，所以沃伦应用了他的“烟蒂”技巧，只要它以低于账面价值的价格出售，就不断买入。如果价格因某种原因上升，他就能出售获利。如果价格不上升，他会在拥有了足够控制这家公司的股票后停止购买，他可以通过变现，也就是清算资产而获利。⁴

和桑伯恩公司一样，巴菲特负担不起他想要的丹普斯特股票。于是，他打电话给沃尔特·施洛斯和汤姆·纳普：“我希望你们跟着我干这第三次。”⁵经过几年，这个三人组控制了11%的公司股票，仅次于丹普斯特家族，而且沃伦还进入了董事会。1960年年初，董事会聘用了李·戴蒙担任公司总经理，他是明尼阿波利斯模塑公司的前采购经理。⁶巴菲特策

略性地把克莱德·丹普斯特变成了一个有名无实的老板，并且继续购买股票。7他想要他能得到的每一股股票。他打电话给纽约的沃尔特·施洛斯：“沃尔特，我想买你的股票。”

“哦，我不想卖给你。”施洛斯说，“你知道，它是个不错的小公司。”

“你看，我为这个主意做了所有的工作。我想要你的股票。”巴菲特说。

“沃伦，你是我的朋友。如果你真想要——拿走吧。”施洛斯回答。8

在这个骑着多丽丝的自行车逃跑的成人版里，巴菲特拿走了施洛斯的股票。他有一个弱点：如果他觉得自己需要什么东西，他就真的需要，而且这个需要必须得到满足。但是，他做这些的时候，没有明显的恶意或者傲慢。如果有什么的话，反而是相反的情况；他只是非常需要。像施洛斯这样的人一般都会向他屈服，因为他们喜欢他。另外，无论他想要什么，他看起来显然觉得自己比他们更需要。

在获取更多股票的同时，巴菲特也买下了丹普斯特家族的所有股份。通过那次交易，他取得了控制权，体面地打发了克莱德·丹普斯特，并且以30.25美元一股的相同条件对其他所有股东提出收购要约。9

巴菲特做得非常狡猾巧妙。他觉得，自己在买股票的时候，不能就这样催促其他投资者去卖。甚至他会卖力地警告他们，他认为丹普斯特股票未来的表现会很好。虽然这样，但是金钱和人的天性会起到应该起到的作用。人们让自己相信，与其拿着交易清淡、价值可疑的股票，不如直接换成现金。很快，“烟蒂”股票占到合伙公司资产的21%。

1961年7月，沃伦写信告诉他的合伙人们，合伙公司已经投资了一家匿名公司，这家公司“会妨碍合伙公司短期的业绩表现，但能强力保证几年以后的最佳结果”。10在1962年1月写给股东们的信中，他点出了合伙公司已经控制的丹普斯特公司的名字，并且小小地说教了一番，解释了格雷厄姆的“烟蒂”哲学。11信中写道：“丹普斯特过去挣了不少钱，但目前只是盈亏平衡……我们小数额持续购买这只股票已经5年了。这期间，大部分时间我是一个董事。可在目前的管理下，对这家公司的赢利前景，我的感觉慢慢地不再像之前那么好了。然而，我也更加熟悉这儿的资产和运作，以量化因素为依据的评估结论维持良好。”这样的看法促

使他继续购买股票。事实证明，以前所写的“会妨碍合伙公司短期的业绩表现”比他期望的更有先见之明。

1962年，巴菲特在一旁辅导李·戴蒙，并且努力向他解释该怎样管理存货。可是戴蒙好像认为，无论丹普斯特卖出多少风车，他都可以不停地购买风车的配件。当过采购经理，他知道如何去买，而且也这么做了。就在丹普斯特吞噬现金的同时，仓库里堆满了风车的配件。¹²1962年年初，这家公司的贷款银行准备拿这些存货作为贷款抵押品，这足以给丹普斯特敲响警钟。而且，各种要关闭丹普斯特的议论纷至沓来。

在公司完全陷落之前的几个月，巴菲特还在观察。因此，现在他不得不向合伙人汇报，他投入了100万美元的公司就要破产了。他试图招募他在哥伦比亚的老朋友鲍勃·邓恩辞去美国钢铁公司的工作，搬到比阿特利斯来管理丹普斯特公司。邓恩真的过来了一趟，但是最终并不感兴趣。巴菲特很少向别人请教建议，不过最后，在那年的4月，和苏珊去洛杉矶时，他和芒格讨论了这个情况。

“我和苏珊将与格雷厄姆夫妇、芒格夫妇共进晚餐，地点是洛杉矶埃尔塞贡多的船长桌子餐厅。我告诉查理，‘这个公司现在一团糟，我弄了个笨蛋来管理丹普斯特，公司存货还在不断上升、上升。’”芒格平时也帮他的法律客户分析生意，他像一个经理人一样想了想，立刻说：“我知道一个人，他经常处理这种棘手的情况。哈里·波特尔。”他是通过一个专门从事业务扭转的熟人认识波特尔的。

6天以后，受到5万美元签约奖金的诱惑，哈里·波特尔来到了比阿特利斯。这意味着第二次——算上那母亲般的秘书——巴菲特不得不炒掉某人。他已经从以前的经历中知道，自己憎恨解雇别人。不只这些，由于丹普斯特公司是这儿唯一一家大企业，他已经从董事会听说，戴蒙被任命为总经理后，他的妻子已经自诩为比阿特利斯的王后了。

巴菲特害怕冲突。他的第一本能是避免冲突发生，而且如果有人以他母亲那种方式威胁他，他会像一个被烫的小猫那样跑掉。不过面对可能爆发的冲突，他已经学会保持情绪不受影响了。他认为，这种做法“会在你周围制造出一个有关这个情况的壳，而不是创造出让你超越这种情况的壳”，会阻碍你成为一个有经验的人。

不管他解雇戴蒙时发生了什么，后来戴蒙的妻子写信给沃伦，信中

责怪他“粗鲁且不道德”，而且由于他的冷漠，她丈夫的自信心被摧毁了。32岁的巴菲特还没有学会富有同情心地解雇别人。

没过几天，他派他的新雇员比尔·斯科特去比阿特利斯协助哈里·波特尔，他们四处翻检配件部门，以决定哪些该丢掉，哪些要重新定价。¹³他们像一窝棉子象鼻虫一样横扫而过，削减库存，廉价出清设备，关闭了5个分支机构，提高维修零部件的价格，关闭不能产生利润的生产线。他们解雇了100个人。紧接着，外来的新管理层大规模收缩业务，这激起了比阿特利斯的人用不信任的眼光看待巴菲特，怀疑他是一个无情的清算人。

到1962年年底，波特尔已经将丹普斯特公司拖了回来。在1963年1月写给合伙人的信中，巴菲特称丹普斯特公司为这一年的高潮，并且命名波特尔为年度人物。¹⁴他估计公司价值现在为每股51美元，而上一年为每股35美元。银行非常高兴，由于出售资产，削减库存，丹普斯特公司积累了大约200万美元的现金，相当于每股15美元。同时，巴菲特还借了钱——每股20美元以筹集资金投资。这样，丹普斯特公司的证券投资组合规模就和巴菲特合伙公司的一样了。

现在巴菲特面临一个类似桑伯恩公司的问题。更具讽刺意味的是，他也变成了那些喜欢贮藏现金的管理者之一。市场已经从1962年6月的低点开始反弹。为了利用丹普斯特公司额外的资金，他派波特尔和斯科特去纽约州北部地区看一家叫椭圆木碟公司的制造工厂，这个工厂生产冰棒杆、木头勺子等产品，但是最终并没有买下。¹⁵巴菲特试图私下出售丹普斯特公司，却发现没有人愿意接受他的价格，于是8月份他通知股东们准备出售公司，并且在《华尔街日报》上刊登了广告：

出售利润丰厚的制造公司

.....我公司是一家领先的农具、施肥设备以及灌溉系统制造商。作为一个赢利的企业，丹普斯特将在1963年9月30日公开出售，视截至1963年9月13日的协商交易情况而定.....

联系人：哈里·波特尔先生（公司总裁）

在公开拍卖之前，他给了买家一个月的时间出价。而且，他和大多数明显的候选人都已经说了这个情况。

一想到新的拥有者可能会对这家最大，事实上也是唯一的一家企业实施裁员或者关闭分厂，比阿特利斯的人就气疯了。工厂开张于战后急速发展时期，大萧条时也没有关门。大萧条结束还不到25年，大规模失业的前景带来了一直萦绕于心的记忆：脸色苍白的男子、穿着补丁衣服的流浪汉、全国1/4的人失业、因饥饿而导致的营养不良、屈辱地干着政府提供的打发空闲的工作。

比阿特利斯的人们拔出了干草叉，¹⁶巴菲特震惊了。他拯救了一个濒死的公司，难道他们不明白这一点吗？如果没有他，丹普斯特公司早就破产了。（就像巴菲特的继任者，丹普斯特公司董事长麦卡锡总结的：“我们理解你，但比阿特利斯的一些人并没有认识到，你和哈里为丹普斯特公司完成了一项好的、有必要的工作。”）¹⁷他从未预料到会有凶猛狂暴的行为，也没有想过人们会憎恨他。

全镇的人发起运动反对巴菲特，他们筹集了将近300万美元以保证公司所有权仍然留在比阿特利斯。（整个280万美元的融资中，175万美元将用来支付给卖方，剩余的用来扩张经营。）¹⁸每一天，《比阿特利斯每日太阳报》屏住呼吸倒数截止日期，而整个镇子都在努力拯救这里唯一的工厂。截止日期这一天，当镇长走向麦克风宣布巴菲特被击败，公司创始人的孙子查尔斯·丹普斯特带领一个保证工厂继续开张的投资集团赢了¹⁹，此时全镇火警笛和钟声齐鸣。现在现金到手，巴菲特给他的股东们分配了超过200万美元。²⁰但是，这段经历把他吓坏了。面对憎恨，他没有变得坚韧，反而发誓再也不会让此类事件重演。他可受不了一个镇子的人都恨他。

不久后的一天，巴菲特给沃尔特·施洛斯打电话：“你知道，沃尔特，我在5家不同的公司里有一些小额头寸，我想把它们全部卖给你。”这5家公司是杰多-高地煤炭公司、商业国民财产公司、佛蒙特州大理石公司、杰纳西-怀俄明铁路公司，还有一个名字已经因时间久远而失传了。“好，你想要什么价，沃伦？”施洛斯问。“我将以现价卖给你。”巴菲特说。“好的，我买了。”施洛斯立刻回答。

“我没有说，‘嗯，你知道，你需要查一下每只股票看看究竟值多少钱’，”施洛斯说，“我信任沃伦，如果我说，‘好，我以你现价的90%来买’，沃伦也许就会说，‘忘了这回事吧！’我帮了他一个忙，现在他也想帮我一个忙。如果他还获了利，那么也不错。事实上，它们最后的结果都很不错。我认为这就是他说‘谢谢你’的方式，因为‘你’卖给我‘你’的丹

普斯特股票。我不会说那就是理由，不过那确实是我想要说的意思，要做一个诚实的人。”

26 黄金堆

奥马哈、加利福尼亚，1963~1964

沃伦也许说过他想成为一个百万富翁，但他可从来没说过达到目标后会就此停止。后来他描述这段时期的自己是“在做我并不真正想做的事情”，他真正想做的是投资。现在，他的孩子们从5岁到10岁不等，一个朋友曾描述苏珊就像“一个单身母亲”。如果有要求，沃伦会在学校重要场合露面或者在橄榄球场边徘徊，但他从不会主动提出跟孩子们做游戏。他看起来太忙了，没有注意到孩子们对关注的渴望。苏珊教导孩子们必须尊重他的特殊使命，她告诉他们：“他只能做到这样了，不要再期望从他那儿得到更多。”这也适用于她。很明显，沃伦深深地爱着妻子，并且会在公开场合表现出来，深情地抚摸着她，并且重述着她温柔、有趣的种种往事，以及这样一个温文尔雅的天使是如何下嫁于他的，而他这个会弹夏威夷四弦琴的金融神童当时只是一个身心受到伤害的人。同时，他已经习惯于她的关注，可是依然不是那么擅长家务。有一次，苏珊觉得恶心想吐，就让他帮忙拿一个盆进来，可他拿来了一个滤锅；她指出有洞，他又到厨房里转来转去，最后在滤锅上加了一块烤板后得意扬扬地拿了回来。从那以后，她知道要让沃伦学会干家务活儿是没有任何希望的。

可是，沃伦习惯的可预测性，给一家人的生活提供了相当的稳定性。晚上，他重现了自己父亲以前那样有规律的生活，每天晚上在同样的时间回来，“砰”地关上车库的门，在去起居室看报纸之前会大喊一声，“我回来了！”他并不是漠不关心，通常他都有空。不过在谈话的时候，他说的话总有点儿经过精心准备，甚至是预先演习过的意味。他总是超前一步。他的话语充分表达了他脑子里的想法；它从沉默中爆发，是智慧的闪光，甚至是在某些特定主题的讨论中经过争论而得来的。他的感情隐藏在多重面纱的后面，以至于看起来他自己在大部分时间里也没有意识到。

这段时间苏珊也比较忙。和她父亲一样，她很忙，总是被人们包围着；她也避免一个人闲着。她是戏剧协会的副主席，并且参与了联合社

区服务组织。她和一大群女性朋友一起购物、吃饭，与犹太人和黑人朋友在一起的时间远远超过了在白人社交圈的时间。

在一群热情支持人权的奥马哈妇女中，苏珊开始变得举足轻重。这时，结束就业以及公共设施领域的种族隔离，撤除在投票权上设置的障碍等斗争，在全美范围内正在加速。她帮助组织了美国人专题小组的奥马哈分部，这个团体派出一个犹太人、一个天主教徒、一个白人新教徒、一个黑人新教徒给人权组织、教堂以及其他组织讲他们自己的经历。专题小组是把人们团结起来的一种途径。苏珊的一个朋友讽刺地说，她在里面的角色是“为身为白种盎格鲁-撒克逊新教徒而道歉”。专题小组的成员回答人们类似这样的问题：“为什么黑人会想搬到镇子的另一处？你们中间有人对其他人存有偏见吗？犹太人会相信耶稣的存在吗？你不认为静坐会引起麻烦吗？”那时，在美国南部大多数地区，黑人还不能使用“仅供白人使用”的公共厕所，看到一个黑人女性和一个白人女性平等地在同一舞台上，会引起观众的轰动。¹

下午，苏珊通常会带着苏茜，来回奔波于在城市北部举行的各种会议和委员会之间，试图去解决这个城市里最糟糕的问题：犹太人区毁坏的住房以及糟糕的生活条件。²警察制止了她好几次。“你来这儿干什么？”他们问。

“宝贝，”焦急不安的汤普森博士告诉苏茜，“你妈妈就要被杀了。”当苏茜和她妈妈一起去的时候，他让她带上一个警笛。“宝贝，你就要被绑架了。”他说。³

担当一个问题解决者以及情感清扫器的角色，意味着人们只要有麻烦，不管是什么样的麻烦，就会想着给苏珊打电话。她曾经说沃伦是她的“第一个病人”⁴，现在还有其他人。她要更多地管理她的姐姐多蒂的生活，因为后者处理问题的能力下降而酒却越喝越多。她还要做多丽丝的咨询顾问，帮助多丽丝渡过和杜鲁门离婚的难关，她还给了多丽丝一本维克多·弗兰克的《人类对意义的追寻》，多丽丝一遍又一遍地阅读，在痛苦中寻求希望。⁵她还帮助她的朋友苏·布朗利，把她赞助的一个埃塞俄比亚学生带到家里住了几天，因为布朗利的父亲就要来了，如果他看见一个“黑人女性睡在她的床上”，一定会吓坏的。⁶作为这个家庭的文化交流体验，苏珊曾经安排奥马哈大学的一个埃及交换生和他们一起住了一学期。⁷除了沃伦的书房，巴菲特的家再也不是一个可以躲开外界的避难所了，享受清静独处的机会也越来越少。尽管家里的气氛轻松自在，

但在孩子们的成长过程中，自由和纪律——由他们的父母灌输的强烈的道德基本原则和对丰富体验的强调——是平衡的。沃伦和苏珊曾经多次长谈过，在一个富有的家庭如何抚养孩子，才能让他们可以自给自足，而不是认为理所当然地有资格享用父母给予的一切。

孩子们缺少的是关注，而他们的父亲几乎总是把心思都放在工作上，母亲就像一个种了太多西红柿的园丁，任何时候只要有需要，她就会提着水壶跑过去。孩子们对这种教育方式有不同的反应。大一点儿的苏茜，较少要求妈妈的注意，而且她在两个弟弟身上有更多的权威。她还会在家门外的繁忙道路上担任十字路口的卫士，也会和她的朋友待上一段时间。⁸

豪伊这个“龙卷风”，在后院里挖隧道，从扶栏上跳下去，吊在窗帘上，把房子几乎要拆烂了。每天都好像是愚人节，他曾经将一桶水从屋顶倒在了保姆菲丽丝的头上，每个人都知道喝他递过来的任何东西都是不安全的。但是他也很容易受伤，和他的母亲一样是个软心肠，他需要的关注让苏珊不堪重负。当苏珊达到极限时，有时会把豪伊锁在自己的房间里。⁹

天生安静的彼得觉得躲在后面很受用，而他的哥哥姐姐则在一旁争吵着统治权，专横的苏茜努力容忍着豪伊式的旋风。¹⁰一旦周围的气氛过于紧张，生性平和的彼得就会撤回到自己思考的世界。他不高兴的时候，就在钢琴上用低调弹奏《扬基歌》，而不是用语言表达自己的感受。¹¹

沃伦赞成妻子的各种兴趣，为她的慷慨和在奥马哈的领导角色而自豪，他感激她对孩子们的关注，让他能够解放出来专注于自己的工作。他常常也会在单子上再加上一件事情，不过和她不一样，他从不让自己承担过多的事务。当新的事务进来，他会让其他的出去。但是，有两个例外：钱和朋友。

正是由于这两点，到1963年，一些职业投资人已经搞清楚，奥马哈的这个叫巴菲特的家伙在干些什么，甚至一些从没有听说过沃伦·巴菲特这个名字的人也都开始搜寻他。他再也不用去吸引，更不用去寻找客户了。他只要简单地摆出他愿意收钱的条件就可以了。

奥马哈以外的人比他的邻居们知道更多关于他的情况。苏茜的一个朋友全家开车去参加1964年的纽约世界博览会，半路上她的父母停下来加油。他们和旁边一个油泵旁的女士攀谈，后者正好是孩子母亲以前的高中老师。这位女士从纽约的艾尔麦拉城开车，带着1万美元前往奥马哈，想和沃伦·巴菲特一起投资。“你认识他吗？”她问，“我可以和他一起投资吗？”“他是我们的邻居。”这家人回答：“是的，你可以这么做。”他们回到汽车里继续朝世界博览会进发，再没有就此多想。有5个孩子和一栋新房子，他们没有想到为自己投资。¹²

另一个想要成为合伙人的是劳伦斯·蒂施，打造纽约酒店帝国的两兄弟之一，他开给查理·芒格3万美元的支票。巴菲特在电话中表示，他很高兴蒂施能加入合伙公司，可是下一次，他却说：“把那张支票剔除出去。”

芒格也许已经动用了那笔钱。不过，不管劳伦斯·蒂施是怎么想的，1963年他和巴菲特不再是合伙人了。而这时，芒格在聚集了相当数量的资金——大约30万美元后，已经成立了自己的合伙公司，投资于房地产。但是按照巴菲特的标准，这实在是太少了，只相当于沃伦和苏珊财富的一部分。

查理早些时候就有很多孩子，这在很大程度上妨碍了他的独立性。没有任何累赘地早起步是很大的优势。即使我从格雷厄姆-纽曼公司回来，我还有17.4万美元。我觉得自己可以做任何想做的事情。我可以去听岳父心理学的课，也可以去大学的图书馆，一整天待在那儿看书。

事实上，从他们第一次见面起，巴菲特就鼓励芒格认真考虑把投资当作职业。他对芒格说，当个律师同时兼做房地产不错，不过如果你想真正赚钱，你应该成立像我这样的合伙公司。¹³1962年，芒格和他的扑克玩伴杰克·惠勒成立了合伙公司，惠勒是太平洋海岸交易所的交易员，这个地方是未开化的西部的缩微版本：一层楼满是尖叫的交易员和有野心的人，他们希望以最快的速度暴富。惠勒自己有一个投资合伙公司——惠勒-克鲁特顿公司，在交易所有两个“专家位置”，在那儿交易商可以从经纪人手里接受要约，而后现场交易股票。他们重新给合伙公司起名为惠勒-芒格公司，并且出售交易操作。

芒格继续着他的律师工作，不过他和几个律师一起离开以前的律师事务所，其中两个是罗伊·托尔斯和罗德·希尔斯。他们按照自己管理律师事务所的想法，成立了一家新律师事务所：芒格-托尔斯-希尔斯-伍德律师事务所。¹⁴一直以来，芒格抵制按照别人而不是自己管理的律师事务所的规则行事。

他在同一年成立合伙公司和新的律师事务所并不是巧合。以前律师事务所的合伙人觉得，他们那儿的年轻律师竟然想成为太平洋海岸交易所这样的赌窝中一员的想法令人憎恶。当查理和罗伊离开的时候，他们坐下来对高级合伙人说，希望他们理解，终有一天，每个一流的律师事务所都会在太平洋海岸股票交易所拥有一个成员。也许这不足为信，不过你可以很容易地描绘出查理是如何向他们作这番告别演说的。

在新律师事务所里，芒格和希尔斯用淘汰制吸引最聪明、最有野心的精英，所有合伙人就收入相互进行循环投票，以便每个人都能了解。然而，即使在发起成立律师事务所的时候，芒格已经在太平洋海岸交易所花费了大量的时间。不到三年，当他41岁的时候，他完全放弃法律，全心进行投资。不过，他仍然在那儿保留了一间办公室，对律师事务所而言，他很重要，几乎是灵魂所在。托尔斯也将大部分注意力转移到投资上。现在，三个人当中对法律最有野心、最专注的希尔斯负责掌管运营这家律师事务所。

作为资金管理人的新角色，芒格必须去筹集资金。巴菲特是以不夸张的方式极力争取投资者，这通常使别人成为他的推广人——如比尔·安琪、亨利·勃兰特，他们发现并且准备了一些潜在客户——这样，他可以用令人愉悦的谦逊态度展示他令人印象深刻的战绩。但是，不管他如何优雅地忙着这些事情，他还是做了。可是，芒格觉得这样做太丢脸。“我真的不喜欢去募集资金，”他说，“我总是认为一个绅士应该拥有他自己的钱。”但是现在，他通过自己在洛杉矶强大的生意网募集资金，努力将自己在法律业务上的积累转化为合伙投资公司的储备资源。虽然他的合伙公司规模比巴菲特的小，不过钱已经足够了。

杰克·惠勒向他解释，作为交易所的会员，规则允许他为已经投资的每一美元再借95美分。¹⁵因此，如果他投资了500美元，他可以再借475美元，这样投资总额就为975美元。如果总的投资收益为25%，那么芒

格自己的500美元的收益就接近25%的双倍。¹⁶虽然，这样的借贷行为有潜力将回报翻倍，但同样也可能将风险翻倍。如果损失了25%，他将失去几乎一半的投资。不过，芒格比巴菲特更加——远远超过巴菲特——愿意承担债务，如果他觉得胜算比较大的话。

他和惠勒把自己安置在交易所里一间遍布散热管的“简陋、便宜”的办公室里，他们的秘书维维安挤在一间小小的私人后勤办公室里，从那儿可以俯视一条小巷。¹⁷大手大脚、爱住大屋的惠勒刚刚接受了人工髌关节置换手术，但不久他为了工作，又开始在大多数早晨出现在高尔夫球场上。¹⁸芒格的日常安排形成常规惯例，每天早上5点到达，在开市之前核对一下报价板。¹⁹巴菲特已经将埃德·安德森介绍给芒格，他是格雷厄姆-纽曼公司的投资者，曾经在原子能委员会工作过，而且显得精明能干。芒格聘用他为自己的助手。

证券交易所的大多数交易人忽视了芒格的到来，但他们中的一个，里克·格林留意到了。当惠勒和芒格合伙干时，是格林购买了惠勒合伙公司不要的交易部分。他是一个生活杂乱无章，并且疯了似的希望自己更好的家伙，他和离异的父亲一起生活。芒格说：“他的母亲是个酒鬼，因此他是在街上混大的。他智商很高，叛逆而且不适应环境。”²⁰在空军服完役后，格林曾经当过IBM公司的销售员，后来在几家兜售三流股票的小公司里当过股票经纪人，这种股票能为公司带来最高的利润或“差价”。这是巴菲特所讨厌的股票经纪人的一部分工作内容，格林同样发现当这样的“开药方者”只是逃避生活的一种解脱。

到芒格遇见他的时候，瘦削英俊的格林已经学会把他的亚麻布衬衫的袖口沿着晒黑的前臂放下来以遮住上面的文身。他看起来有非常多的朋友，同时天生沾染上了好莱坞的习气。一天，他带着他的朋友，演员查尔顿·赫斯顿来交易所参观。²¹他为惠勒和芒格进行交易，很快就意识到芒格有金钱头脑，于是开始和芒格结交。他得出结论，他立刻和惠勒达成交易是错误的。他开始效法芒格和巴菲特，目标是成立他自己的投资合伙公司。

对有些人来说，用40美分买1美元票据的想法可以奏效，但有些人却不行。这就像接种了疫苗，对我尤其如此。如果不能立刻抓住他们，我发现，你哪怕连续几年向他们介绍情况，让他们看以往业绩——你可以做任何事情——结果也不会有什么变化。我从没有见过任何人在10年期间可以用这种方法转变。这通常是顿悟或者什么

都不是。不管那是什么，我从未理解过。尽管像里克·格林这样的家伙——没有相关的商业学习背景，但是他明白了，理解了那是怎么回事，并且5分钟以后就开始运用。而且里克足够聪明，他知道应该要有一个伟大的老师，我很幸运能够有本杰明·格雷厄姆这样的老师。

在太平洋海岸交易所的日子一天天过去，芒格常常坐在那儿读书，陷入沉思。“查理！查理！”埃德·安德森隔着桌子喊。芒格要么一言不发，要么是嘴里咕噜几声作为回答。²²最后，安德森倾身过来以便听清楚芒格的回答；简单的“哼哼哈哈”可不够。但是对大多数人来说，需要时间和经验才能搞清楚芒格的真实意思，因为他的想法和嘴巴通常碰不到一块儿，各走各的路。

格林还不知道这些。一天，他从交易所的席位来到办公室。“查理，”他说，“有人报盘，某某股票15美元一股，共有5万股。这看起来是笔好生意。”

“嗯，嗯。”芒格回答。

“查理，”格林继续说，“如果你感兴趣，我就买了。”

“是，是。”芒格回答。

过一会儿，格林折返回来：“查理，我们买到了。”

“买到什么？”芒格问。

“我们以15美元的价格买了5万股某某股票。”（那是一大笔钱。）

“什么！？”芒格尖叫道，“你在说些什么？我不想买它们！卖掉！立刻卖掉它们！”

格林试图解释，他叫来安德森当后援：“埃德，你听到早些时候我说过的话了吧？”

“查理，我坐在这儿听到了，正如里克所说。”安德森插话道。

“我不管！我不管！卖掉它们！卖掉它们！卖掉它们！”芒格大喊道。

格林跑出门外，立刻卖掉了股票。“那是一个很实际的教训。”安德森说。²³

芒格买“烟蒂”做套利，甚至买一些小的企业——很多是巴菲特的方式——不过，他看起来和巴菲特的前进方向稍有差异。他会定期对埃德·安德森说：“我就喜欢大生意。”他让安德森详细地把隐形眼镜护理药水制造商爱力根公司的情况写下来。安德森误解了，写了一份格雷厄姆式的报告，着重关注该公司的资产负债表。芒格为此狠狠地批评了他，他需要的是有关这家公司无形资产方面的内容：它的经营管理水平，品牌的持久性，如果有公司想和它竞争需要些什么，等等。

芒格还投资了卡特彼勒公司拖拉机的代理权，并且看着它是如何大肆吞噬资金的。销售缓慢的拖拉机囤积在院子里，为了发展，这个生意需要买进更多的拖拉机，吞噬更多的钱。芒格想拥有一门不用持续投资的生意，并且能吐出比它吃下去的还要多的现金。不过，这样的生意需要什么样的特质呢？是什么给了这种生意持久的竞争优势呢？芒格经常这样问人们：“你听说过的最好的生意是什么？”不过，他是个没有耐心的人，倾向于认为人们能够理解他的思想。²⁴

他的不耐烦比在他脑子里出现的任何理论都要突出。他想变得真正富有，真正快速地富有。他和罗伊·托尔斯打赌，看谁的证券投资组合能在一年里挣的超过100%。他愿意借钱去挣钱，而巴菲特从没有借过大数目的钱。“我需要300万美元。”芒格会在去加利福尼亚联合银行进行常规拜访时，提出这样的要求。“请在这儿签名。”银行会这样回复。²⁵利用这些巨额资金，芒格做成了不列颠哥伦比亚电力公司这样的巨额交易，当时股票售价在19美元左右，而加拿大政府正以稍高于22美元的价格收购。芒格不仅把整个合伙公司的钱，还把他自己所有的，以及他所能借到的钱，都押进了这一只股票的套利交易中²⁶——因为这笔交易几乎没有可能会失败。整个交易完成后，回报相当丰厚。

尽管他们的方法不同，芒格还是把巴菲特看成是投资之王，而自己只是一个友好的觊觎王位者。²⁷“维维安，帮我接通沃伦！”他一天内会这样喊上几次，而对方其实已经是受聘于公司，使用维维安桌子的另一个秘书了。²⁸结交沃伦的方式就好像后者是他在照顾的一个花园。巴菲特解释了他的投资哲学：“你已经搭便车了（巴菲特的朋友之间经常使用这个词，在他1963年1月18日写给合伙人的信中，指的是‘coattail riding’）。”²⁹不过，巴菲特不想让他的朋友们搭他的便车，如果他们真

搭了，他会觉得这是不道德的。因此，尽管芒格在和巴菲特交往的过程中，有关自己的交易都是公开的——比如，他还将巴菲特带入了不列颠哥伦比亚电力公司的交易中——而巴菲特总是对自己的交易保密，除非对方是他的合伙人。

到20世纪60年代早期，巴菲特一家已经开始到加利福尼亚度假，这样沃伦就有更多时间和格雷厄姆、芒格待在一起。沃伦和苏珊会带孩子们去海边长途旅行，不过他们通常住在圣莫尼卡林荫大道上的汽车旅馆里，他和芒格会就股票谈上好几个钟头。他们在投资哲学上的差异造就了长时间的会谈。因为沃伦已经做过许多同样的投资，为了避免太大的风险，他也许会放过获利的机会，并且几乎把保存资产当成一个神圣的使命。而芒格的态度却是，除非你已经富有了，否则你可以承担一些风险——如果胜算不错——以使自己变得富有，他的大胆使他成为巴菲特结交的朋友中的异类。因为他的自负，所以他对巴菲特的顺从很有限。“查理有时会因为说话太激动而喘不上气来。”迪克·霍兰德表示。他是巴菲特的朋友及合伙人，在加利福尼亚这样的聚会中有时他也在场。

30

芒格探索寻找着大生意，他并不理解巴菲特对本杰明·格雷厄姆的迷恋。“因为他擅长解释本杰明·格雷厄姆的理论”，芒格后来写道，巴菲特“有时表现得就像一个内战中的老兵，几分钟普通交谈后，他总是插一句：‘砰砰，这让我想起了葛底斯堡战役。’”³¹

芒格觉得格雷厄姆的缺点在于，他认为未来“更多的是危险，而不是充满机会”。他说：“格雷厄姆最喜欢克洛伊索斯的故事，在和波斯打仗失败后，克洛伊索斯看着自己被摧毁的帝国，回忆起梭伦说的话，‘除非结束，否则没有人的生活是幸福的’。”³²芒格开始努力让巴菲特撇掉格雷厄姆沉闷的悲观主义，这种悲观主义是干弯腰捡“烟蒂”而只能吸上最后一口的苦差事的精神支撑。

对美国长期的经济发展，巴菲特持积极的乐观态度，这使他能够违背他父亲和格雷厄姆的投资建议。不过，他的投资风格仍然反映了格雷厄姆的习惯，以生意终结时而不是可以继续生存的价值作为判断基础。但芒格希望巴菲特以别的而不是纯粹的数据条件定义安全边际。为了做到这些，在解决一些理论上的问题时，芒格反对巴菲特有时不经意间冒上来的灾变理论。巴菲特的父亲霍华德一直在为货币一文不值的那一天的到来作准备，似乎这一天已经近在咫尺。沃伦远比他要现实。尽管这

样，他还是倾向于不时地推测数学概率，而后得出不可避免的结论（通常是正确的）：如果一件事情可能出错，它就真的会出错。这种思维方式就像谚语中说的“双刃剑”：这让巴菲特成为一个有才华的悲观、宿命的梦想家。他通常会用这把剑解决一些纠结的难题，有时会用非常公开的方式。

几年以前，巴菲特的另一个朋友，场外交易行纽约汉萨商人公会的赫布·沃尔夫帮助巴菲特克服了阻碍他金融追求的另外一种个性品质。沃尔夫是美国自来水管厂的投资者，他在20世纪50年代早期，阅读了沃伦发表在《商业和金融编年史》上的有关IDS公司的文章后，找到了他。³³

赫布·沃尔夫是我见过的最聪明的人之一。如果有人在新泽西州的哈肯萨克洗个澡，他能告诉你这对美国自来水管厂的收入有什么影响。他让人难以置信。一天，赫布对我说：“沃伦，如果你在一个黄金堆里找一根黄金做的针，那么找这根针就不是更好的选择。”但我有这样的习惯，隐藏越深的东西，我就越喜欢。我把这看成是一个寻宝游戏，赫布帮我走出了这种思维方式。我喜欢那个家伙。

到1962年，巴菲特已经摆脱了这种寻宝的思维方式。但是，他还有点儿像沃尔夫说的那样热衷于细节。他的经营已经扩张到除了比尔·斯科特，还需要再雇一个人的规模。巴菲特设法不让这个人列在他的工资单里，他总是无所不用其极地控制日常开支，能省则省，或者好一点儿——如下面这种情况——以让他们两个都以自由的方式处理。

巴菲特的经纪人朋友亨利·勃兰特在伍德-史特瑟斯-温思罗普公司工作。他是一个天生的侦探，一直在为巴菲特有限责任合伙公司做兼职研究工作。巴菲特一直是以在他们公司交易、支付交易佣金的方式，支付勃兰特的工资。而由于他总是要支付佣金给某个人，所以勃兰特实际上是在免费为他工作。³⁴如果巴菲特决定他不再需要勃兰特的研究，他也要通过其他经纪公司执行交易。

现在，勃兰特几乎是全天候为巴菲特工作，而巴菲特则以免除他加入合伙公司的费用和不再收取其场外交易佣金的方式支付报酬。这两个人分享着知道一家公司最细微细节的乐趣。勃兰特害怕问问题，和巴菲特不同，如果思考两遍会让自己觉得厌烦，他绝对不会去做。他喜欢做大量涉及细节的、会让人苦恼的、一丝不苟的研究工作。但是，在他找

到黄金针之前，他是不会停止的。因此，巴菲特设定了日程表，并且掌控进程以避免陷入寻宝游戏中去。勃兰特制造了好几堆1英尺高的笔记和报告。³⁵

勃兰特为巴菲特所做的工作中，还有一部分是找到引水器^[1]，这个术语是投资作家菲利普·费希尔使用的（比尔·鲁安把费希尔的思想介绍给巴菲特），他是增长学说的传道者，认为许多定性的因素，如保持销售增长率的能力、好的经营管理以及研发能力是优秀投资项目的重要特征。³⁶这就是芒格谈到大生意时，他所需要寻找的品质。费希尔认为，这些因素可以用来衡量股票的长期潜力，这慢慢渗透进巴菲特的思想，并且最终影响到他做生意的方式。

现在巴菲特有勃兰特帮助潜心分析那些好主意，那些主意肯定会让芒格高兴，如果他知道的话。接下来的故事，将成为巴菲特投资生涯中最光辉的时刻之一。这个机会和当时一流的商品交易商安东尼·德·安吉里斯的阴谋有很深的关系。20世纪50年代末，他确信自己找到了通过豆油挣钱的捷径。德·安吉里斯有一段阴暗的过去，他曾经将被污染的肉卖给政府的学生午餐计划。那时，可以说他已经是世界上最重要的合法的豆油交易商了。

有一天，德·安吉里斯突然想到，没有人能精确地知道他的仓库里有多少油。他用这些油作为从银行借钱的担保物。³⁷既然没有人知道油罐里究竟有多少豆油，为什么不把数字吹大一点儿？那样他就可以借到更多的钱。

油罐放在新泽西州贝昂的一个仓库里，由美国运通公司下属的一家很小的子公司管理，这家子公司在美国运通公司这样巨大的帝国里渺小得几乎看不见。该公司负责签发仓库收据——证明油罐里还有多少油，并且可以用来买卖的文件，与格雷厄姆-纽曼从杰伊·普里茨克那里购买用来交换洛克伍德股票的可可豆仓单类似。

美国运通公司确认了油罐里的油以后，德·安吉里斯就和他的联合植物油精炼公司出售这些收据，或者以它们为抵押物，从银行借钱——51家银行。美国运通公司的这家子公司就变成了这些收据的担保人。

至于这些油罐，它们由管子和阀门组成的系统相互连接，德·安吉里斯发现豆油可以从一个油罐分流引到另一个油罐里去。这样，一加仑油

的抵押功能就能被翻成两倍、3倍，甚至4倍。很快，以仓库单据为担保的贷款，实际上是以越来越少的豆油作为保障。

最后，德·安吉里斯想到实际上只需要很少的一点儿油，只要有能够糊弄那些检查员的量就足够了。于是油罐里装满了海水，而只在一个检查员用量尺测量的小管子里注满油。但那些检查员没有注意到差异，也没有想过从管子外再取样检测。³⁸

而到那时，仅仅在油上做文章已经产生不了足够的令德·安吉里斯满意的钱了，于是他到期货市场上做交易。期货合同给予一个人在稍后的某个日期购买豆油的权利，这是赌未来的豆油价格相对于今天的价格要高。这就像格雷厄姆-纽曼卖出可可豆的期货合同以锁定价格。一吨只需要一两美元，德·安吉里斯就可以买进成吨在9个月后的某一天交割的豆油，同时在那一天按照某一确定的价格付款。在到期之前，合同还可以出售，这就使投机比直接用20美元买进豆油而后再卖掉要便宜得多。如此操作，借来的钱可以走得更远；德·安吉里斯通过期货市场可以控制大量的豆油。

美国运通公司的人们并没有完全睡着。1960年有匿名消息说，新泽西有些事情不对头，他们询问了德·安吉里斯及其员工们。德·安吉里斯直直地坐在调查者的面前，圆桶状的身材就和那些装满了海水的油罐一样，他设法给了显然令他们满意的答案。

1963年9月，德·安吉里斯看见了又一个挣大钱的机会。苏联的向日葵这一年歉收，有谣言散布说苏联人将会改用大豆油，德·安吉里斯决定垄断大豆市场，迫使苏联从他那儿购买涨价的大豆。对他可以买多少大豆期货，当时并没有特别的限制。事实上，他可以，也确实做到了，他控制了比这个地球上实际有的还要多的豆油³⁹，他从他的经纪人艾勒·豪普特公司大笔融资，并且在期货市场上买进了12亿磅的大豆油。这么大的赌注意味着，他只能承担得起大豆油的价格往一个方向上走——上涨。

局势突然发生了变化，美国政府似乎不准备批准苏联的这笔生意。豆油价格崩溃了，市场一泻千里，一下蒸发了1.2亿美元。豪普特开始敦促安吉里斯履行义务，但是安吉里斯用借口挡了回去。当豪普特的资金也开始出现短缺时，纽约股票交易所关闭了这家公司，而豪普特被迫破产。⁴⁰现在，德·安吉里斯的借款人手中拿着没有价值的仓库收据，他们

雇用了调查员，并且转向收据的发行人——美国运通公司子公司，要求后者赔偿他们1.5亿~1.75亿美元的损失。而美国运通公司子公司也终于发现，油罐里装得满满的是毫无价值的海水，公司股价因此暴跌。这个故事一时成为报纸上的猛料。

两天以后的星期五，1963年11月22日，总统约翰·肯尼迪在达拉斯遭到暗杀。

当一个人进来说肯尼迪遇刺时，巴菲特正在办公楼下的自助餐厅和熟人阿尔·索伦森吃午饭。巴菲特返回楼上办公室发现，纽约股票交易所处于一种恐慌的状态：股票跳水，交易量很大；道琼斯指数半个小时下跌了21点，市场损失了110亿美元。⁴¹接着，交易所休市，这是自大萧条以来第一次在交易时间紧急休市。⁴²不久，美联储发表信心声明，大意是，全球各国的央行将合作打击针对美元的投机。⁴³

暗杀事件举国震惊，人们悲痛、愤怒，感到耻辱。学校放假，企业也关门停业。那个周末，巴菲特回家坐着，和这个国家的所有人一起，收看一直不停播放的电视报道。他并没有显露出多少情感上的冲动，然而也是超常的严肃。历史上第一次，美国总统暗杀事件通过电视在全球播出。第一次，通过电视这个媒体，震惊和悲痛将全世界联系在一起。在这一刻，美国人除了这次暗杀，其他什么也不想。

理所当然，美国运通公司的丑闻也被放进了报纸内页，而头条新闻则是这起骇人听闻的暗杀事件。⁴⁴不过，巴菲特继续关注该公司，公司股价没有从周五休市时的重创中恢复，反而继续下滑。对这个美国最有声望的金融机构的股票，投资者们避之唯恐不及，股价被拦腰砍掉一半。⁴⁵事实上，美国运通公司能否幸存下来尚不清晰。

这家公司是一个刚刚崛起的金融发电所。由于现在一般人都能负担得起航空旅行，他们把这家公司价值5亿美元的旅行支票已经带到了全世界。5年前，它发行信用卡也取得了巨大成功。这家公司的价值在于它的品牌，美国运通公司卖的是“信用”。它名誉上的污点是否会渗透到客户的意识里，以至于他们以后再也不相信这个名字了？巴菲特开始走访奥马哈的饭馆，以及那些接受美国运通公司信用卡和旅行支票的地方。⁴⁶在了解这个案子时，他带上了亨利·勃兰特。

勃兰特探访旅行支票的使用者、银行柜台出纳、银行职员、饭馆、

旅馆，以及持有信用卡的人们，以衡量和竞争者相比，美国运通公司做得究竟怎样，以及它的旅行支票和信用卡的使用是否会下降。⁴⁷他带回来有1英尺高的材料。巴菲特分类看过后做出判断，客户们仍然很高兴和美国运通公司的名字联系在一起，华尔街的污点还没有传播到大街上去。⁴⁸

在巴菲特调查美国运通公司的那几个月里，他父亲的健康状况急剧恶化。尽管已经接受了好几次手术，但霍华德的癌症已经扩散到全身。1964年年初，沃伦开始成为这个家庭的实际领导者。在剩下的时间里，他让霍华德把他从遗嘱中去掉，在信托基金里增加了留给多丽丝和伯蒂的股份。18万美元，是留给沃伦和苏珊的那一部分；不过霍华德认为留给沃伦是没有任何意义的，因为沃伦可以很容易地挣到钱。霍华德为他的孩子们设立了另外一个信托基金，这样他就可以把农场留给他们，这个农场是巴菲特一家计划在美元一文不值时避难的地方。沃伦将是这些信托基金的受托人。霍华德之前的遗嘱中，曾具体规定了要用普通的木头棺材，以及举办一个节俭的葬礼，不过在家人的劝说下这一段被删掉了。⁴⁹沃伦觉得最困难的事情之一是，他要对他的父亲说实话，在沃伦的内心里，他自己再也不是一个共和党人了。⁵⁰他说，原因是人权问题。⁵¹但令人惊奇的是，只要霍华德还活着，巴菲特就不敢更改自己投票人登记表上的身份。⁵²

我不能当着他的面这么做。事实上，只要他还活着，我就会约束自己的生活。我不会公开在政治上反对我的父亲。我能想象他的朋友们会觉得疑惑，为什么沃伦会那样干。我不能那样做。

尽管这家人在家里从来不会谈及霍华德即将到来的死亡⁵³，但苏珊从利拉手中接过了照看他的工作，还留心安排让孩子们以自己的方式参与进来。她让他们站在医院的窗外做手势，告诉霍华德，“我们爱你，爷爷”。10岁的苏茜和9岁的豪伊已经明白正在发生的事情，而5岁的彼得对爷爷生病的概念还比较模糊。苏珊还确保沃伦——在任何情况下，他面对疾病都有困难——每天都能去医院看望他的父亲。

霍华德的情况越来越糟糕，但沃伦把他的注意力全部倾注到了美国运通公司上。那时，他拥有合伙公司成立至今的最大规模的资金储备：1963年300万美元的巨大股票收益，以及1964年1月1日新流入的500万美元。他自己的钱也已经膨胀了：他现在拥有180万美元。1964年年

初，公司的资本就接近1 750万美元了。在霍华德生命的最后几个星期里，沃伦开始以亢奋的冲刺速度投资美国运通公司，他不知疲倦地工作，以保证在不推动股价的情况下，买到尽可能多的股票。仅仅在5年以前，他还不得不四处搜索，以买到几万股美洲国家火灾保险公司的股票。以前，他从来没有像这样投资过。在他的生命中，他还没有像现在这样，用这么多的钱，以这么快的速度去投资。

在霍华德的最后几天里，大部分时间是苏珊一个人陪着他，一次就是好几个小时。她害怕也理解痛苦，不过她不惧怕死亡，并且即使周围的人都崩溃了，她也有勇气和霍华德坐在一起。她抚慰那些无助以及身处悲惨中的人的天分充分发挥了出来，被击垮的利拉让她来看管霍华德。如此近距离地接近死亡，苏珊发现自己和他人之间的疆界被融化了。“很多人会逃走，可对我来说那是很自然的，”她说，“和你爱着的人有身体上或者情感上的接近是一个美丽的体验，因为我确切地知道他的需求。当他需要转动头的时候，你知道；或者他需要一小片冰的时候，你也知道。你感觉得到。我非常爱他，是他让我能去体会、拥有这段经历，以及去认知我是如何感受的。”⁵⁴

一天晚上，苏茜、豪伊和彼得坐在厨房里的桌子旁，他们的父亲走了进来，他的脸上是他们从未见过的沮丧。“我要去奶奶家。”他说。“为什么？”孩子们问，“你不去医院吗？”“爷爷今天去世了。”沃伦回答，然后一言不发地走出了后门。

“我那时认为，我们不想谈这个。”苏茜回忆，“这件事太大了，谈论这件事情太痛苦了。”苏珊代表这个家安排葬礼，而沃伦坐在家里，陷入沉默。利拉悲痛得几乎发狂，不过她期待着和丈夫在天堂团聚。苏珊努力想让沃伦发泄，表达出对他父亲过世的感情，可是他根本不作考虑，而是用其他可能的事情挡开。他没有改变在财务上的保守，他和苏珊争吵，怪她在霍华德的棺材上花了太多的钱。

葬礼这一天，有500多个人来悼念霍华德，但沃伦一直沉默地坐着。无论在霍华德的一生中，他的观点是多么有争议，人们最终还是表达了对他的尊敬。葬礼过后，沃伦在家待了几天。⁵⁵他看电视上国会就标志性的人权立法问题辩论，以分散注意力，回避令人不快的想法。回到办公室后，他继续以忙碌的节奏购买运通公司的股票。到1964年6月底，霍华德去世后两个月，他已经在这只股票上投了300万美元，是合伙公司的最大投资。虽然他从没有表现出任何可以看得见的悲痛的症状

56，可他在书桌对面的墙上挂了一张父亲的巨大肖像。葬礼过了几个星期后的某一天，他的头部两侧出现了秃秃的两块。由于这次打击，他的头发脱落了。

[1] 引水器（scuttlebutt）是一个航海术语，指装在一个有洞的桶上用来控制水手喝水量的东西。——译者注

27

愚蠢行为

奥马哈、新贝德福德，1964~1966

霍华德去世6个星期以后，沃伦做出了让人出乎意料的举动。这次绝非钱那么简单了。他认为既然美国运通公司做错了，就应该承认并且赔偿损失，公司总裁霍华德·克拉克已经提议给银行6 000万美元以解决问题，并且表示公司在道义上负有责任。可是一部分股东提起诉讼，认为运通公司应该保护自己而不是赔偿。在这种情况下，巴菲特提出，他代表管理层的想法去做证，以解决目前的问题，不惜牺牲自己的利益。

我们觉得，三四年后这个问题也许会提升公司的形象。因为它建立了远超过一般商业企业的金融正直和责任标准。

但是，美国运通公司并不愿意为了成为榜样而出这笔钱，它仅仅想躲避败诉的风险，因为那会给公司的股票蒙上阴影。它的客户们也毫不在意，“豆油丑闻”并没有在他们心中留下足够的印象。

在给运通公司总裁霍华德·克拉克的信中，巴菲特指出了公司面临的两条路。他还在信中表示，美国运通公司应该负起责任并且赔偿银行6 000万美元，“比起否认其附属机构的行为，这样做要重要得多”。¹他将这6 000万美元描述成就像在邮寄中弄丢的红利支票，从长期看是无关紧要的。

苏珊曾经不小心将红利支票扔进了炉子，可她一直没有勇气将这个意外告诉丈夫。现在，如果她知道丈夫竟然如此绅士地处理邮寄中搞丢的6 000万美元红利支票，一定会感到非常震惊。²那么，现在为什么巴菲特会对美国运通公司是否拥有“远超过一般商业企业的金融正直和责任标准”感兴趣呢？正直的名声对一个企业更重要的想法从何而来？为什么沃伦想去做证？他已经有和他父亲一样的诚实，现在看起来他还继承了霍华德对原则问题大发评论的喜好。

巴菲特一直都希望自己能够影响所投资公司的管理。但是，在过

去他并没有试图将他的投资公司转化成教堂，在募捐的时候还可以讲道。而现在，他没有事先通知就出现在霍华德·克拉克的门口，游说后者要保持坚定的立场，尽管已经有部分股东提起了诉讼。

我有个习惯，喜欢顺便走访别人，和不同的人谈话。有一次，霍华德对我说，如果我能再多留意一下组织结构，那就更好了……他说这些是很善意的。³

似乎是为了确认巴菲特的感觉——道德上的诚实、正直也有金融价值——运通公司在付清了和解费用，股价一度下滑到不足35美元后，又上升到超过49美元。到1964年11月，巴菲特的合伙公司拥有超过430万美元的运通公司股票。它还在另外两家公司押了大赌注：得克萨斯海湾制造公司460万美元，纯石油公司350万美元，这两家都是“烟蒂”。这三项投资已经占了整个投资组合的一半多。⁴而到1965年，仅对运通公司的投资就占了1/3。

合伙公司1962年成立的时候，只有720万美元的资金。巴菲特一点儿也不害怕集中加仓，他一直不停地买进运通公司的股票，到1966年已经在该股票上花了1 300万美元。他觉得合伙人们应该了解一个新的“基本准则”：“我们远远没有像大多数投资机构那样，进行多样化投资。也许我们会将高达40%的资产净值投资于单一股票，而这是建立在两个条件之上：我们的事实和推理具有极大可能的正确性，并且任何大幅改变投资潜在价值的可能性很小。”⁵

以他的导师本杰明·格雷厄姆的世界观来看，巴菲特的冒险之旅走得更远。格雷厄姆所支持的讲究实际的定量分析方法是速度裁判员的世界，是那些仅做纯数据工作，弯腰捡“烟蒂”的驼背者的世界。巴菲特每天早上过来工作，浏览《穆迪手册》或者标准普尔公司的周评，以满手的数字为基础寻找便宜的股票，然后打电话给特雷迪-布朗-纳普公司的汤姆·纳普下单买入，休市了就回家，晚上睡个好觉。正如巴菲特谈起这些他喜欢的方法时所说的，“更多的有把握的钱是由明显的定量决定挣来的”。但是，这种方法也有一些缺陷，数据统计出的低价股的数字会一下收缩至零，而且因为那些“烟蒂”一般都是些小公司，如果是拿一大笔钱来投资，这种方法就不奏效了。

虽然还在用那种方法继续工作，但在美国运通公司一事上，巴菲特

已经拥有了后来他称之为“高度可能性的洞察力”，这打乱了本杰明·格雷厄姆的核心思想。和其他公司不一样，美国运通公司的价值并不是来自现金、设备、房地产或者其他可以计算的资产，如果有必要清算，它所拥有的不过是对客户的信誉。巴菲特把合伙人的钱——艾丽斯的遗产，汤普森博士的积蓄，安妮·戈特沙尔特和凯瑟琳·埃伯菲尔德的钱，安琪夫妇一辈子的积蓄以及埃斯蒂·格雷厄姆的钱——全部押在这个信誉赌注上。这是查理·芒格说起这桩“伟大的生意”时，一直不停提到的竞争优势。而这正是菲利普·费希尔提到的更弱智的分类方法，它用的是定性分析，与定量分析相对。

巴菲特在后来给合伙人的信中写道，购买“正确的公司（有合适的前景、天生的行业条件、管理，等等）”意味着“价格会一路走好……这也是能让收银机真正唱歌的原因。但是，这并不经常发生，就和洞察力一样。当然，定量分析不需要洞察力——数字会如一根棒球棒一样狠狠地击中你的头。因此，大钱往往是那些能够做出正确的定性决策的投资人挣到的”。⁶

对定性分析方法的新的强调是在1965年年底，巴菲特向合伙人宣布取得巨大成果时获得了回报。在年度报告中，他比较了这累累硕果和早先舆论发布的他会以一年10%的优势击败道琼斯指数的预期——谈到这炫目的业绩时，巴菲特表示，“很自然，没有作者喜欢被这样的错误公开羞辱。它不太可能会被重复”。⁷尽管说了这些讽刺的话，但他已经开始了一个避免合伙人高预期的传统。随着杰出战绩的记录越来越长，巴菲特的信开始只着重关注衡量成功与失败。他频繁使用“有罪”、“难堪”、“失望”或者“过失”这样的字眼，包括用来形容他所谓的错误——他一直执着于不让任何人失望。⁸当阅读者们开始识别出这种模式时，一些人认为他在操纵他们，而另外一些人责怪他伪装谦虚。几乎没有人能真正了解，在这场不安全的奔跑中他的感觉有多深。

在霍华德去世的第二年，沃伦开始考虑用某种方式来怀念他——比如捐助一所大学，但是他似乎一直没有找到那个完美的手段。之前，他和苏珊已经成立了巴菲特基金会，对教育事业进行了小规模捐助。但这不是他心里面想为父亲做的。沃伦并不想成为一个慈善家，是苏珊喜欢分配资金，并且也是她在掌管基金会。相反，巴菲特毫不松懈地紧张工作。在美国运通公司这件事上打出了一个令人难以置信的全垒打后，1965年4月，巴菲特从奥马哈国民银行的信贷部挖来了约翰·哈丁，让他

专门负责公司的行政管理。哈丁接手工作时，巴菲特如此警告他：“我不知道是否有必要永远做下去，但如果我不干了，你也将会失业。”⁹

事实上，他根本没有一点儿要不干的迹象。哈丁曾希望学会投资，不过这份野心很快就破灭了。“我曾有独立处理投资事宜的想法，但一看到沃伦是多么优秀时，这种想法就消失了。”他说。取而代之的是，哈丁直接将大部分钱投入了合伙公司。

除了将价值数百万美元的运通公司股票像铲东西一样铲进合伙公司，沃伦正在寻找需要他加以协调的更大的交易。大的“烟蒂”和“定性的”分类裁判交易，与在家里通过浏览浴袍里的《穆迪手册》找到的完全不同。他的下一个目标，另一个“烟蒂”，远离奥马哈。

巴菲特网络里的每一个格雷厄姆信徒都在寻找新的主意，丹尼尔·科文带来了位于马萨诸塞州新贝德福德的一家纺织品制造公司，这家公司正以低于资产价值的折扣待售。¹⁰巴菲特的想法是买下这家公司，清算后分成一块一块出售，最后关闭。这家公司就是伯克希尔-哈撒韦。这时，沃伦已经从失去父亲的打击中恢复过来，他满脑子都是这个新念头。

巴菲特开始围着这家公司打转，并且观察它。而且，他开始从容地收集伯克希尔-哈撒韦的股票。这一次，不论好坏，他已经选择了这个具有马萨诸塞州个性的人管理的公司。

西伯里·斯坦顿，伯克希尔-哈撒韦的总裁，在过去的10年里，已经很不情愿地关闭了十几个工厂，一个接着一个。剩余的工厂则沿着新英格兰日渐没落的城镇的河边蔓延，就像一座座长期无人供奉的红砖寺院，空空如也。

这已经是第二个斯坦顿掌管公司了，他被一种宿命感所笼罩。站在新贝德福德满是岩石的海岸边，就像克努特国王一样，命令具有毁坏能力的潮汐赶快撤退。和克努特不一样的是，他事实上想过潮汐会听命于他。美国哥特式的新英格兰版本在生活中上演，西伯里以他高大的身材冷冷地往下凝视着来访者——也就是说，如果他们能设法找到他的话，他会这么干。他隐蔽在一个偏僻的、远离织布机喧嚣、位于顶层阁楼的办公室里，到那儿需要走过一条又窄又长的楼梯，门口还有他秘书的秘书把守。

新贝德福德是这家公司的总部所在地，曾经像新英格兰王冠上的钻石那样闪闪发光。曾几何时，那些从它的港湾出发去捕杀抹香鲸的渔船使它成为北美洲最富裕的城市。到1854年，每年捕鲸的收入等于1 200万美元，这让新贝德福德成为在南北战争之前按照人均收入计算最富裕的城市。¹¹斯坦顿的祖父，一个捕鲸船的船长，也是当时掌管这个世界上最恃强凌弱的生意之都的几个家族之一的头领。但是，到了19世纪中叶，抹香鲸越来越稀少，捕鲸船为了寻找弓头鲸不得不一直向北冒险进发，最终抵达北冰洋。1871年的秋天，新贝德福德的很多家庭并没能等回他们的儿子和丈夫。由于当年冬天来得出奇的早，22条船不幸陷在北冰洋的冰里，再也没有回来。¹²于是，新贝德福德再也不复从前，曾经的支柱——捕鲸生意也没能够复兴。随着鲸鱼的供应萎缩，对相关产品的需求也在减少。1859年，石油从宾夕法尼亚州的土地里汨汨涌出。之后，煤油代替日益稀少的鲸鱼油，越来越受到人们的欢迎。随着维多利亚式生活中经常使用的物品，如妇女穿的紧身衣、蓬蓬裙、精致的阳伞以及马鞭等，从家里的架子上逐渐消失，用于这些物品的有弹性、像梳子一样的鲸鱼须¹³便没有了市场。

1888年，家里做茶叶生意¹⁴的霍雷肖·哈撒韦和他的会计约瑟夫·诺尔斯组建了一个由多人参与的合伙公司，准备跟着他们眼中的下一个生意潮流干。他们建了两个纺织品厂，艾卡什奈制造公司和哈撒韦制造公司。¹⁵其中一个合伙人就是臭名昭著的“华尔街女巫”——海蒂·格林，她是家族船运生意的女继承人，在新贝德福德长大。为了办理贷款和投资，她曾驾驶渡船从霍博肯租住的公寓一直开到了纽约。她昂首阔步走在曼哈顿下城，裹着旧式的黑色羊驼长袍，披肩在脖子上绕了又绕，还戴着一顶老掉牙的带面纱的帽子，整个看起来就像是只苍老的蝙蝠。她的打扮如此古怪，并且吝啬得出名，因此甚至有谣言说她用报纸当内衣穿。1916年逝世之前，她是世界上最富有的女人。¹⁶

有这样的投资者支持，工厂如雨后春笋般建了一个又一个，负责将那些从南方来的船只上卸到新贝德福德码头的一摞摞棉包进行梳理、卷轴拉丝、纺织、染色。国会议员威廉·麦金利，众议院筹款委员会的主席，不时会来到这个地区给新的工厂剪彩，他还赞助通过了一个可以在对外贸易中保护纺织工厂的关税条文，因为那时在其他地方，制造纺织品已经相对便宜了。¹⁷因此，即使在一开始，北方的纺织厂也需要政治的帮助才得以生存。20世纪早期，一项新技术——空调——使工厂得到了革新。空调可以精确控制空气里的湿度以及其他微粒物质，这样再也

没有证据说明，将棉花从劳动力便宜的南方运到寒冷的新英格兰海岸是一件很经济的事情了。诺尔斯的继任者，詹姆斯·斯坦顿眼看着一半竞争者的工厂转移到了南方。¹⁸留下来的工厂里的工人们不堪被反复地降低工资，进行了长达5个月的罢工，造成了严重后果，给他们的老板狠狠一击。他的儿子回忆说，詹姆斯·斯坦顿“不太情愿再去花股东的钱购买新设备，因为生意非常糟糕，前景也不确定”。¹⁹于是，詹姆斯用分红的方式抽出了资本。

到他的儿子、哈佛毕业生——西伯里·斯坦顿1934年接管公司时，这个破旧的哈撒韦工厂每天还能嘎吱嘎吱地织出几匹布，西伯里开始被一种自认为是拯救纺织工厂的英雄的想法占据。他说：“一家拥有最先进的机械、管理高明的纺织公司在新英格兰肯定会有有一席之地。”他和他的兄弟奥蒂斯·斯坦顿构思了一个为期5年的现代化计划。²⁰他们投资了1 000万美元用于安装空调、电梯和头顶上的传送带，改善了照明，还在公司脆弱的红砖大楼里配备了具有未来感的更衣室。工厂从生产棉布转为生产人造丝——穷人的丝绸，在战争期间还生产人造丝降落伞布，这些使他们的生意出现了短暂的兴隆。尽管如此，随着时间的流逝，廉价的国外劳动力始终能把价格压低到客户们愿意接受的水平。为了竞争，西伯里不得不在他的新工厂里挤压工人們的报酬。但是年复一年，浪潮拍打着他的海岸——更便宜的外国布料，更好的自由竞争以及南方更廉价的劳动力成本——日益威胁着他的工厂。

1954年，卡萝尔飓风14英尺高的风暴巨浪倾泻入哈撒韦位于海湾街的总部。虽然公司独特的钟塔安然度过了这场风暴，可海水带来的垃圾、各种碎片淹没了大楼里的纺织机和纱布。在这种情况下，反应很明显，哈撒韦应该加入南迁的队伍，而不是重建工厂。可是取而代之的是，西伯里将哈撒韦和另外一家工厂——伯克希尔精细纺织公司合并，试图筑起抵抗浪潮的堤岸。²¹

伯克希尔精细纺织公司的产品包罗万象，从最挺的斜纹布到最纯的薄纱、优质的窗帘凸花条纹布、精美的横螺纹衬衫衣料，等等。伯克希尔的主人马尔科姆·蔡斯坚定地拒绝为现代化投资一个子儿。他的侄子，尼古拉斯·布莱迪就读哈佛商学院时，曾于1954年专门为此写了一篇文章，却得到了这么一个令人气馁的结论，失望之余，他卖掉了伯克希尔的股票。

蔡斯很自然地反对西伯里·斯坦顿对现代化的需求，但是新的伯克希

尔-哈撒韦被斯坦顿的使命感所掌控。他简化了公司的生产线，专注于生产人造丝，产量达到全美男装西服衬里的一半。²²因为斯坦顿掌管下的伯克希尔-哈撒韦一年要使用将近250亿码的织物，斯坦顿继续“无情的”现代化进程，又砸入了数百万美元。

这一次，他的兄弟奥蒂斯开始怀疑继续留在新贝德福德的可行性，可西伯里认为纺织厂南迁的时代已经过去了²³，拒绝放弃复兴工厂的梦想。²⁴

1962年，当丹尼尔·科文就伯克希尔-哈撒韦的事与巴菲特接触时，巴菲特已经知道了，就像他知道美国的任何一个规模合适的生意一样。注入公司的资金意味着伯克希尔——根据会计师的核算——价值2 200万美元，或者是每股19.46美元。²⁵可是，在连续9年的亏损以后，任何人都能以仅仅7.5美元的价格买入股票。巴菲特开始买入了。²⁶

西伯里也一直在买伯克希尔的股票，用其他还没有投入工厂的现金每两年进行一次要约收购。巴菲特认为西伯里会继续这种操作，这样他就可以合理安排自己交易的时间，只要股票变便宜了就买入，而价格一旦上升，就又把股票卖回公司。

他和科文着手买入股票。但如果有人知道巴菲特在买哪只股票，就很有可能会推动股价上升。为了防止这种情况发生，巴菲特通过特雷迪-布朗公司的霍华德·布朗购买股票。这家公司是巴菲特最喜欢的经纪商，因为那儿的每个人，尤其是布朗，守口如瓶。这对于巴菲特坚持保密性而言是极其重要的。特雷迪-布朗公司给巴菲特合伙公司的账户编的代码是BWXX。²⁷

当巴菲特来到坐落于华尔街52号的这间小小办公室——巧合的是，这和本杰明·格雷厄姆曾经工作的地方同属一幢艺术装饰大楼——感觉就像进入了一家地板上铺着黑白相间的瓷砖的老式理发店。靠左的一个小办公室坐着公司秘书和办公室经理，右边是交易室，再过去是一个租用的小隔间，水冷却器和衣帽架几乎占了一半的空间——作用类似于某种壁橱——沃尔特·施洛斯就坐在那张磨损的办公桌前经营着合伙公司。通过一成不变地使用格雷厄姆的方法，自离开格雷厄姆-纽曼公司以来，他每年的投资回报超过20%。他用股票交易佣金代替现金支付应该给特雷迪-布朗公司的租金。不过他的交易很少，所以在房租上他占了大便宜。他将其他开销缩减到不能再缩了：订阅《价值线投资调查》，一些

纸和笔，地铁代币，就再没有其他的了。

交易室的中心放了一张20英尺长的木头桌子，这还是这家公司在它通往垃圾场的路上给捡回来的。桌子表面满是几代学生们用铅笔刀刻出来的记号。如果想要在纸张上写数字，必须得在纸下面垫一张书写板；否则，“托德爱玛丽”这样的字眼就会被嵌入文字里。

在这张被孩子们弄得伤痕累累的桌子的一边，是霍华德·布朗的领地。他和他的合伙人面对着公司的交易员——和所有的交易员一样——他坐在那儿，忐忑不安、焦虑地等待着可以让他交易的电话铃声。紧挨着布朗的桌子旁边的一块空地被用来当作“来访者的桌子”，最便宜的木制文件橱柜沿着墙壁摆放。

纽约没有哪个地方能像特雷迪-布朗“来访者的桌子”一样，让巴菲特觉得宾至如归了。这家公司还涉足套利交易、预测以及“数桩”（正在被收购或者分解的公司）——各种各样，只要他喜欢就行。它还交易如牙买加（皇后）水务公司的为期15年的股票期权——购买该公司股票的权利，一旦有预测纽约将接管这个水务公司，股价就会上涨；等预测暂时平静了，股价又会下跌。特雷迪-布朗每次在它们下跌时买入而在上涨时抛售，反复一次又一次。

这家公司还擅长搪塞那些没名气的、被低估的企业管理层，努力挤出隐藏的价值，和桑伯恩地图公司案例中的做法如出一辙。“我们总是身处诉讼。”一个合伙人表示。²⁸它的一切都沾染着过去格雷厄姆-纽曼公司时的气息，和美国运通公司这样的巨大交易没有一点儿相似，不过巴菲特喜欢这儿的气氛。汤姆·纳普研究股票，而如果不是在精心策划交易，他会整天密谋一些恶作剧。他征用了一个巨大的储存柜，里面装满了他和巴菲特因失误买下的面值为4美分的蓝鹰邮票和缅因州海岸线的地形图。这堆地形图还在不断地加厚，因为纳普把从股票上挣的钱全部倾注在买缅因州海岸线地形图上去了。²⁹那堆蓝色的“老鹰”在慢慢减少，被用于邮寄给巴菲特的一堆粉单上了，每周一次，每次40张邮票，周周如此。

其实，粉单上有关那些没在纽约股票交易所上市的股票报价，在打印时就已经过时了。巴菲特把这些粉单仅仅当作电话市集的起点，在数不清的经纪人电话里，也许会有一个要用到这个报单来达成交易。通过他的经纪人利用这个系统工作，他可是个行家里手，缺少公开发布的价

格帮助减少了竞争。而如果有人愿意给每一个市场参与者打电话，并且无情地压榨他们，那么和那些缺少精力或者懦弱的人相比，他就拥有很大的优势。

布朗会给巴菲特打电话，让他知道他们已经得到了5美元一股的某股票的卖盘报价。

“嗯，4.75美元买入。”巴菲特会毫不犹豫地回答。如钓鱼甩竿一样，这样做是为了测出这个卖家到底有多饥饿。

询问了顾客是否愿意接受这个更低的价格后，布朗将会告知巴菲特这样的回复：“对不起，低于5美元，对方不接受。”

“不予考虑。”巴菲特将会回答。

几天以后，布朗又会再次致电巴菲特：“4.75美元卖出价，已经搞定，我们就以4.75美元买入。”

“对不起，”巴菲特这回将立刻回答，“4.5美元买入。”

布朗又要回致卖方，而对方肯定会表示，“怎么回事？4.75美元怎么了？”

“我们仅仅是传递信息。4.5美元买入。”

电话一个回合接着一个回合，直到一周以后，布朗又来了，“搞定，4.5美元买入”。

“对不起，”巴菲特将会回答，同时又压了0.125美元，“4.375美元买入。”

就这样，他以巴菲特有方式不断压价。他很少，几乎不会因为非常想得到一只股票而提高报价。³⁰

巴菲特第一次下单购买伯克希尔-哈撒韦的股票是在1962年12月12日，2 000股，每股7.5美元，另付经纪人佣金20美元。³¹他告诉特雷迪-布朗要一直买。

科文从董事会成员斯坦利·鲁宾那儿获得关于伯克希尔的信息，他是公司顶级的销售人员，同时正好是另一位董事会成员奥蒂斯·斯坦顿的朋

友。奥蒂斯·斯坦顿现在觉得他的兄弟遥不可及。躲在秘书们把守的象牙塔里，随着他崇高的愿景和现实之间的碰撞越来越剧烈，西伯里喝的酒也越来越多。³²现在，奥蒂斯和西伯里极其不和³³。他认为西伯里应该接受罢工，而不是满足工人对更高工资的需求³⁴。他也不赞成他的兄弟就继承人做出的选择，西伯里的儿子杰克，是一个非常令人愉悦的年轻人，可是不适合这个工作——根据奥蒂斯的判断。而奥蒂斯对于西伯里的继任者有自己的想法——肯·蔡斯，现任公司的副总裁。

似乎收购的威胁即将到来，西伯里·斯坦顿立刻对巴菲特的购买做出反应，进行了几次要约收购。而这正是巴菲特所希望的，因为他的购买是建立在最终西伯里会收购股票的预期之上的。他要伯克希尔的股票不是为了保留，而是要出售。虽然如此，但每一项交易里既会有买家，也会有卖家。到目前为止，西伯里·斯坦顿已经抵挡住便宜的外国布料的挤压和卡萝尔飓风的袭击。除了西伯里会变成巴菲特那样，还有一种可能就是巴菲特会变成西伯里那样。

最终，沃伦决定自己驱车前往新贝德福德去看一看。这是唯一一次，他不是顺便走访。一般是由非常忠于西伯里的塔波尔小姐来决定，哪些来访者可以通过一道道玻璃门，沿着狭窄的楼梯，来到位于顶楼的西伯里的办公室。当她严肃地带领沃伦走进西伯里那经过豪华装修、有舞场那么大、镶嵌了木头的藏身之处时，沃伦看见西伯里那张桌子附近根本没有可以坐下来的地方。很显然，这个男人通常是让人们站在他的面前，而他就坐在那张桌子后面，指挥他们干这干那。

两个男人在角落里一张令人不舒服的长方形会议桌旁坐下。巴菲特询问斯坦顿，下一次要约收购打算怎么做。斯坦顿透过架在鼻子上的金丝边眼镜看着他。

他相当热诚。接着他说：“我们也许会在这些天进行一次要约收购，你打算以什么价格出售呢，巴菲特先生？”或者类似这样的话。那时股票价格大约9美元或者10美元。

我说如果他们要约收购，我会以11.5美元出售。他又说：“好，那你能保证如果我们收购，你会卖给我们吗？”

我回答：“如果是很快，而不是20年以后，我会的。”

我愣住了。我感觉到不可能再买到股票了，因为我太了解他将会干些什么了。于是我回家了，没过多久，我就收到了波士顿第一

国民银行下属的老殖民信托公司的来信，信中的要约收购价格为11.375美元。这比之前达成一致的价钱要少12.5美分。

巴菲特火冒三丈。“这真的把我惹火了。要知道，这个家伙正在企图骗走1/8个点，而事实上那时他已经和我握手表示成交了。”

巴菲特习惯于按照自己的方式去做，而斯坦顿却企图欺骗他。巴菲特派科文去新贝德福德规劝斯坦顿不要背信弃约。可两个人争得不可开交，斯坦顿否认他和巴菲特达成过什么交易；他告诉科文那是他的公司，他高兴怎么做就怎么做。这真是个错误。因为这次欺骗，西伯里·斯坦顿将自作自受。巴菲特决定——不再出售股票——相反，现在他要买这家公司。

他发誓他将得到伯克希尔，他会把它整个买过来。他要拥有它的库存、纺织机、纺锤。这是一家垂败的、没有希望的企业，实在不值得这样做。可是它很便宜，并且他很想得到它。更重要的是，他不希望斯坦顿拥有它，而巴菲特和其他的股东们更值得拥有它。在巴菲特的决定中，他忽略了在丹普斯特得到的教训——只保留了一个。而这一个恰恰是他应该忽略的。

巴菲特派出侦察员去寻找更多集中持有的股票。科文手中有足够的股票进入伯克希尔的董事会。但是，其他人也开始注意到了。巴菲特在哥伦比亚大学读书时的老朋友杰克·亚历山大和同班同学巴迪·福克斯成立了一家合伙投资公司。“某一天，我们发现沃伦正在买伯克希尔-哈撒韦，”他说，“于是我们也开始买。”在一次从他们位于康涅狄格州的办公室前往纽约的旅途中，他们告诉巴菲特，他们也在跟着他买伯克希尔，“他感到十分不安，他说，‘看看，这回你们搭错地方了。但那是不正确的，砍仓吧’”。

福克斯和亚历山大吓了一跳。他们怎么就做错了？巴菲特让他们搞明白了，他正在寻求伯克希尔的控制权。但即使这样，对于这群格雷厄姆的门徒来说，搭顺风车也是一个受欢迎的消遣。实际上，巴菲特收购了他们的股票。他说，我比你们更需要它。他们同意以当时的市场价格将股票卖给他，因为很显然这对他关系重大。而且，看来他还有其他的秘密方式接近伯克希尔-哈撒韦。“这家公司对我们无关紧要，可很显然对他巴菲特非常重要。”亚历山大说。

和福克斯以及亚历山大一样，还有一些人也成为巴菲特的观察者，像追踪大脚怪的足迹一样，跟踪着巴菲特的投资举动。这造成了对这只股票的竞争。巴菲特让这些格雷厄姆的追随者们明白，他们最好不要染指伯克希尔。唯一的例外是亨利·勃兰特；作为对他服务的报答——他让勃兰特以低于8美元的价格买进这只股票。他开始看起来有点儿狂妄自大，这令一些人觉得很愉快。可是，他一贯表现出的脚踏实地又让他们着迷，甚至他的吝啬也变成了光环的一部分。在很多年里，他可能都是那唯一的一个，虽然通常在纽约做生意，却不仅有免费寄宿的本事（在长岛，和弗雷德·库尔肯的母亲安妮·戈特沙尔特住在一起），而且得到了免费落脚的办公地点（在纽约，由特雷迪·布朗提供）。

但是，苏珊有时会陪同一起过来，在她的命令下，巴菲特会从他已故的大学朋友的母亲那儿的住处升级到在广场酒店开一间房。不仅是因为那儿很方便他做生意，而且在苏珊看来，那里离那些百货商店很近，如波道夫·古德曼、亨利·本德尔等。那时，一些谣言开始在巴菲特的朋友中传开了——这类谣言总是围着他不放，比如，他宁可让自己刚出生的女儿睡在梳妆台的抽屉里也不买张小床；说他在广场酒店找到了一间最便宜的房间，卧室很小而且没窗，和哥伦比亚大学那间旧的勤杂工房间一样，而且只要他是单独一个人来纽约，他会谈到极低的价格入住。³⁵不管这些谣言的真实性，每次他登记入住酒店时，毫无疑问都会感到一阵遗憾，因为他再也不能不纳税就待在纽约了。

去波道夫购物是巴菲特已经改变的纽约常规之旅的又一个部分。白天苏珊主要是吃午饭和购物，晚上两人一起共进晚餐，接着去百老汇或者夜总会看表演。看到她能自得其乐，巴菲特很高兴，而且她已经开始习惯到高档一点儿的商店买东西。不过，虽然她现在有权放松钱包，可是他们之间还是争论她应该花多少钱。而她调整消费的方式，有时仅仅是为了别人的利益。苏珊通常是受益者，她的衣橱里满是从波道夫买来的衣服。有一次，苏珊从纽约带了一件貂皮夹克回来。因为他们遇见了沃伦的一个朋友，他把他们带到了一个毛皮商那儿。“我觉得我应该买点儿什么。”她说：“他们对我实在是太好了。”于是，她为了感谢毛皮商的热情而买了那件夹克。

现在，所有使投资伯克希尔免成错误之选的努力都是徒劳的，除非巴菲特能够搞清楚怎样才能让它经营得好到足以让苏珊永远能穿貂皮夹克。他又去了一次新贝德福德，这次是去看看继承人杰克·斯坦顿。这个

人将会从西伯里·斯坦顿手上接过伯克希尔-哈撒韦，巴菲特需要知道他是怎样一个人。

但是这位斯坦顿先生声称自己很忙，派了肯·蔡斯陪同巴菲特在工厂里走了走。（和马尔科姆·蔡斯没有什么联系。伯克希尔精细纺织公司和哈撒韦合并后，马尔科姆·蔡斯坦任董事长。）

杰克·斯坦顿根本不知道他的叔叔建议让蔡斯代替他，来接过西伯里的棒。

肯·蔡斯是一位专业的化学工程师，47岁，安静、自制，而且真诚。但他并不知道自己是未来掌管这家公司的竞争者；巴菲特的的问题一个接着一个，而蔡斯仔细解释，他总共花了两天的时间，教巴菲特有关纺织生意上的事。他的直率和态度给巴菲特留下了深刻的印象。蔡斯很明白地表示，他认为斯坦顿家族将钱砸入这样一个日薄西山的行业实在是愚蠢³⁶。当行程结束，巴菲特告诉蔡斯，他会和他“保持联系”。³⁷

大约一个月以后，斯坦利·鲁宾按照巴菲特的要求，去劝说蔡斯不要接受另一家纺织工厂的工作。同时，巴菲特正积极争取更多的股票，包括蔡斯家族里不同成员所特有的股票。

巴菲特最后的目标是奥蒂斯·斯坦顿，后者很希望他的兄弟退休。奥蒂斯对西伯里的儿子杰克很没有信心，而且他也怀疑西伯里是否真的愿意交出掌管公司的权力。

奥蒂斯和他的妻子玛丽同意在新贝德福德的沃姆苏塔俱乐部和巴菲特见面。³⁸他们在这座象征新贝德福德曾经的辉煌，具有优雅意大利风格的大楼里吃午饭，席间奥蒂斯确认了他愿意出售股票，条件是巴菲特要跟西伯里出一样的报价。巴菲特答应了。接着，玛丽询问出于家族感情，他们是否可以从即将出售的2 000股中留下几股，就几股而已。

巴菲特拒绝了。要么全部，要么就一股也不要。³⁹

奥蒂斯·斯坦顿的2 000股将巴菲特在伯克希尔-哈撒韦的股权提高了49%——这足以保证他能有效控制公司。带着掌握一切的骄傲，4月的一个下午，巴菲特在纽约和肯·蔡斯会面，他们散步走到第五大道的广场和中央公园南端，巴菲特请客吃冰棍。没吃两口他就切入正题：“肯，我想让你成为伯克希尔-哈撒韦的总裁，你怎么考虑？”既然他现在控制

了这家公司，他说，就可以在下次董事会上更换管理层。⁴⁰尽管鲁宾劝过蔡斯不要接受另一份工作时给过他暗示，可他现在还是被巴菲特的选择吓住了，肯·蔡斯答应在董事会开会前保持沉默。

尚未意识到自己命运已经被改变，杰克·斯坦顿和妻子从新贝德福德赶到广场饭店和巴菲特及苏珊会面，他们一起吃了早饭。凯蒂·斯坦顿为她的丈夫说好话，她是一个比丈夫更主动的女人。在谈到吸引巴菲特夫妇的话题时，她抛出了自己的想法，这才是关键：巴菲特当然不会推翻新英格兰这家世袭工厂留传下的家族管理传统，而让肯·蔡斯这样的工厂小人物来主持大局，要知道这个家族几代人一直在打理这门生意。她和杰克已经融入了沃姆苏塔俱乐部。更重要的是，和苏珊一样，凯蒂也是初级联盟的成员。⁴¹

她是个非常好的人。不过，她认为杰克因为他的父亲就应该有权接管公司，这让我印象很深。她的请求中一部分内容是说肯·蔡斯真的和杰克跟她以及我和苏珊不是同一阶层的人。

可怜的凯蒂，她的听众恰恰是一个蔑视世袭的人，并且对奥马哈的权贵嗤之以鼻。

现在对杰克来说已经太迟了，同样对西伯里而言也太迟了，他曾经独裁统治着这家公司，而在董事会一个朋友也没有。甚至他自己的董事长马尔科姆·蔡斯也不喜欢他。因此，在巴菲特的支持者们于1965年4月14日为提名巴菲特加入董事会而举行的特别会议上，他凭借多数董事会成员的支持很快被选为执行董事。⁴²

几个星期后，巴菲特飞往新贝德福德，迎接他的是《新贝德福德标准日报》的头条新闻——“‘外部利益’接管公司”。⁴³这个编造的故事激怒了巴菲特。他从丹普斯特得到的教训就是，永远、永远不要让自己被贴上清盘人的标签——这会招致全城人的憎恨。巴菲特向媒体发誓，他会让公司的运营一切照旧。他否认收购会导致工厂关闭，并且在公开场合发表了承诺。

1965年5月10日，董事会会议在新贝德福德的总部召开。会上提出给即将离任的负责销售的副总裁一份丰厚的退休金，批准了上一次会议通过的详细内容，并且同意给职工增加5%的工资。接着，整个会议变得

怪异起来。

70岁的西伯里，近乎全秃的头上遍布着老年斑，宣布他已经计划于12月退休，而让杰克来接替他的位置。不过，他又说，他不可能“在一个他无法拥有完全权威的机构里”⁴⁴继续担任总裁。只有像他这样傲慢的性格，才会让他接下来——尽管反叛者已经接管了这艘船——又说了一通，表彰了一下自己的功绩。接着他提出了辞呈，董事会接受了。杰克·斯坦顿跟着又添加了一小段尾声。他说，如果他在12月接任总裁，他很确定，这将意味着“继续成功和有利润的运营”。董事会成员耐心地听着，然后同样接受了他的辞职。

到那时，杰克·斯坦顿才放下他手中的笔，停止记录会议内容，而那两段发言已经被记录在内了。然后，两位斯坦顿昂首阔步地走出了房间。这时，董事会所有的人似乎都屏住了呼吸，然后轻松地叹了口气。

接下来的会议进程很快，董事会选举巴菲特担任主席，确认肯·蔡斯将会主管——巴菲特一时愚蠢——费尽心思争取来的这家命中注定的公司。几天以后，巴菲特在接受一家报纸采访时，如此解释他对纺织生意的看法：“我们没有什么喜欢不喜欢的，这是一个商业决定，我们尝试去接触一门生意。对投资而言，价格是很大的因素，它会决定最后的想法。我们以一个好价钱买到了伯克希尔-哈撒韦。”⁴⁵

后来他重新修正了这个观点。

就这样我买入了我自己的“烟蒂”，而且我努力抽着。你沿着街道走，也许也会碰到一个“烟蒂”，它湿漉漉的让人很恶心，你避开了。可这是不要钱的……也许只剩一口。伯克希尔-哈撒韦也没什么了，只剩下湿漉漉的“烟蒂”在嘴里。那就是1965年的伯克希尔-哈撒韦。我的很多钱被套在这个“烟蒂”里了。⁴⁶

如果我从来都没听说过伯克希尔-哈撒韦，可能我的情况会更好。

28

干燥的火种

奥马哈，1965~1966

“父亲去世时，地球重力似乎彻底改变了，”多丽丝回忆道，“所有的一切飘向了空中。父亲是这个家的核心，而现在这个核心消失了。”

最近几年，利拉遭受了多重打击。她的母亲斯特拉1960年在诺福克州立医院病逝，而妹妹伯妮丝紧接着于第二年死于骨癌。现在没有了霍华德，利拉需要找到一个新的目标，她开始变得依赖沃伦和苏珊一家。孙子们星期天会来她这边，她会给他们很多糖在做礼拜时吃，然后会带他们出去吃午饭，如果他们能够正确地计算账单数额，还可以得到钱。下午，利拉就带他们去伍尔沃斯百货商店买上一个玩具，然后祖孙几个整个下午就待在她的屋子里玩玩具。和霍华德付钱让孩子们去教堂一样，利拉也找到了解决寂寞问题的巴菲特式的方法——和孙子辈们交易，这样他们就会尽可能长时间地和她待在一起。

对多丽丝和沃伦而言，有霍华德在场才能够忍受和利拉在一起。而现在没有了他，两人都觉得去拜访他们的母亲是一件难以忍受的事情。被迫接近她会让沃伦颤抖。感恩节那天，他是端着盘子上楼一个人吃的。在偶尔愤怒时，利拉还是会继续爆发。数十年来，她怪异举止的发泄对象总是家庭成员。只有一次在停车场，她从车里跳出来，就一些鸡毛蒜皮的小事朝一个认识的人整整喊叫了一个小时，这让苏茜和豪伊十分震惊。然而，比弟弟更崇拜父亲的多丽丝才是她的主要受害者。多丽丝一直觉得是她和杜鲁门离婚才拖累了整个家庭。当时离婚还比较少见，相比沃伦和苏珊的成功，离婚女人的生活更让她觉得自己一无是处。霍华德去世前不久，曾经跟她说她必须再婚以使孩子们能再有一个父亲。于是她遵照执行，嫁给了乔治·里尔，第一个向她求婚的人¹；他是一个可爱的人，不过多丽丝觉得自己是被迫再婚的，这预示着这个结合的前景并不乐观。

伯蒂受母亲行为困扰最轻，也最不依赖父亲，所以父亲的死对她的生活改变最小。然而，和沃伦一样，她和金钱的关系总使她焦虑并且产

生控制感。她记录下她花的每一美元，而当她感觉紧张的时候，她会去支付账单放松一下。

巴菲特家的所有成员都和钱有“纠葛”，而且程度之深使他们中没有一个人能真正意识到，他们是一个多么不寻常的家庭。霍华德死后，沃伦和苏珊自然而然成为这个家的领导——部分是由于他们的钱，另外，这也是由于他们的个性使然。利拉、多丽丝和伯蒂希望从沃伦和苏珊那儿寻求支持，其他家庭成员事实上也是。沃伦的叔叔弗雷德·巴菲特和妻子凯蒂现在拥有一个杂货商店。他们和沃伦及苏珊的关系尤其紧密，并且随着他们侄子地位的提高和财富的增加而越来越紧密。利拉一直嫉妒她的这个妯娌，对很多年前的一件小事至今仍耿耿于怀，那次在扶轮社的舞会上，恩斯特是和活泼的凯蒂，而不是和她跳舞。现在，她更加嫉妒凯蒂了，以至于苏珊——所有人都信任她——不得不在拜访问题上花些心思，好分开她们俩。在霍华德最后病重期间，苏珊就已经是一个调解专家了，现在她还要设法把沃伦和利拉分开，把凯蒂和利拉分开。因此，毫不奇怪，沃伦从孩提时期就最喜欢的亲人——姑姑艾丽斯——也开始成为整个家族中除了沃伦以外最信任苏珊的人。

1965年年底的一个周一，艾丽斯到处寻找苏珊，而不是利拉。电话打进来的时候，苏珊正和多丽丝在美容院。她从吹风机下起身来到前台接电话，艾丽斯说她十分担心利拉的姐姐伊迪丝，伊迪丝星期天给她打过电话说感到极度沮丧。同为教师的艾丽斯开车去接伊迪丝并且和她聊天，她们还一起吃了冰激凌。伊迪丝视沃伦和苏珊以及艾丽斯为偶像，事实上，所有的巴菲特们都是她的偶像；她吐露心声，说她不完美的生活使这个完美的家庭蒙羞。²她冲动的婚姻并没有好结果，她一路追随到巴西的丈夫只不过是一个追逐女色的贪污犯，最后他为了另外一个女人而离开了她。从巴西回来以后，伊迪丝发现自己在奥马哈很难适应带着两个女儿的单身母亲生活。

艾丽斯告诉苏珊，今天伊迪丝没有在技术高中露面，家庭经济学的课也没上。出于担心，艾丽斯已经去过伊迪丝的寓所，她按了门铃又敲门，就是没有人回答。艾丽斯对苏珊说，她害怕有什么事情发生。

于是，苏珊带着满头的发卷立即冲出门，开上她金色的凯迪拉克敞篷车，前往伊迪丝住的公寓。她又是敲门又是按门铃，就是没有人回答。苏珊设法进入房间寻找，可一个人影都没有；房间是干净的，没有任何纸条或留言，而伊迪丝的车还在那儿。苏珊继续寻找，直到找到

了地下室，在那儿她发现了伊迪丝。她割腕自杀，已经死了。³

苏珊叫来救护车，并将这个坏消息告诉了其他家庭成员。谁也不知道伊迪丝竟然这么抑郁，而且到目前为止，也没有人认为她是斯塔尔家族精神不稳定史的可能受害者。

伊迪丝的死让活着的人百感交集：他们内疚，因为没有意识到她会如此绝望，他们遗憾，因为她总觉得自己不如巴菲特家族的人。沃伦、多丽丝、伯蒂都被震惊了，他们为失去他们从小就非常喜欢的和蔼、可爱的姨妈而深深悲伤。

没有人提及已经62岁的利拉对她姐姐的死的感受。不过她——经常感觉被欺骗——会和其他那些自杀的幸存者或者经常生气、自暴自弃的人的感受有什么不同吗？至少，伊迪丝的死意味着利拉是她的直系家庭成员中剩下的唯一一个，伊迪丝也带走了修复她们之间紧张关系的机会。这是又一件斯塔尔家族令巴菲特家族尴尬的事情，这一次用自杀使之蒙羞。无论利拉的真实感受如何，不到一个月，她突然和大她20岁的罗伊·拉尔夫结婚了。罗伊人很好，在霍华德死后一直追求她，而她总是拒绝他的求婚。在她寡居的日子里，她总是喋喋不休地讲述过去和霍华德38年半的精彩生活，她的亲戚们都已经听得麻木了。因此，这次她把自己完全颠覆——甚至将自己的名字改为利拉·拉尔夫——吓坏了所有的人。其中，一些人认为她失去了理智。这是可以想象的，至少暂时是这样。霍华德去世两年以来，一直是这个家庭里一种看不见的存在，而现在出于礼貌，在家庭聚会上已经不再提及这个名字，他的孩子们也正在费力地适应有一个80多岁的继父。

现在苏珊不仅在家庭，而且在社会上承担了越来越多的责任。她开始要求沃伦停止他对事业的狂热。巴菲特合伙公司被美国运通公司填得就像一只感恩节的火鸡，1965年年底的资产达到了3 700万美元，在这一只股票上的利润就超过了350万美元，美国运通公司的股票价格先升到50美元，然后又到了60美元，接着到了每股70美元。沃伦挣了超过250万美元，这使他和苏珊在合伙公司的股权达到了680万美元，而他才35岁。按照1966年的标准，巴菲特夫妇已经进入富人行列了。他们需要多少钱？他还将以这样的速度前进多远？而苏珊认为，他们现在已经很富有了，应该考虑为奥马哈多做些事情了。

1966年，苏珊因为找到了她一生的事业而整个人熠熠生辉。她开始

接近黑人社区的领导人，在奥马哈到处走，斡旋于各种紧张的关系中，出谋划策、协调、引导、宣传。每年夏天，这个国家的主要城市，种族骚乱和未成年人案件让警察头痛不已。在前一年，马丁·路德·金发布号召：废除工作场所和公共设施的种族隔离还不够，居住地点的种族隔离也必须废除。这个想法吓坏了很多白人，尤其是发生骚乱的洛杉矶瓦茨地区随后演变成纵火、冷枪、打劫的交战地带，在这次事件中有35人遇难。同样的暴动还发生在克利夫兰、芝加哥、布鲁克林、佛罗里达州的杰克逊维尔和其他一些城市。⁴在1966年7月为期15天的热浪中，骚乱在奥马哈爆发了；州长出动了国民警卫队，并谴责了这些在“不适合人类居住的环境”⁵里发生的骚乱。苏珊现在将废除奥马哈居住地的种族隔离作为她事业的中心。她还努力把沃伦带进了她的社团和人权工作，他顺从了，不过对委员会而言，他的作用实在不大。在60年代，他一般是把脑袋缩起来不置评论。“（那时）我被卷进了一些这样的事情中去，这是很自然的。如果人们的整个生活只专注于一件事情，很快就会有几点痴迷。苏珊总是会发现我这样——我和那些人坐在一起，而她可以从我脸上的表情看出，我已经完全不注意他们了。”

按照芒格的说法，委员会会议也让沃伦得了“偏头痛”；因此，他的办法就是让其他能够给他们出主意的人坐到委员会里去。然而，沃伦并非对社会和政治事件漠不关心。他早就开始关注潜在的核战争——在60年代早期，这是一个活生生的看起来即将发生的威胁，因为肯尼迪总统敦促美国所有家庭建造防空掩体，以保证在核打击下存活。在古巴导弹危机过后，美国算是躲过了一场核战争。巴菲特发现了哲学家罗素写于1962年的反核武器的论文《人类有前途吗？》，这篇文章深深影响了他。⁶他认同罗素的观点，钦佩他在哲学上的严肃，并且经常引用他的观点和格言。甚至，他在自己的桌子上放了一块牌子，上面引用了罗素和爱因斯坦联合发表的《反核宣言》中的一句话：“记住你的人性，而忘记其他。”⁷

但是，在国会于1964年通过《北部湾决议案》后，反战运动日益占据了巴菲特的大脑。该议案授权约翰逊总统可以不需要正式宣战，而在东南亚使用军事力量，以所谓的并未证实的美国驱逐舰受袭为由攻打越南。年轻人以烧毁征兵卡、去监狱或者逃到加拿大的方式躲避征兵。全世界数十万人走上街头抗议战争升级：他们在纽约的第五大道、时代广场、纽约股票交易所前游行，还有东京、伦敦、罗马、费城、旧金山、洛杉矶，等等。

巴菲特不是那种参加游行的意识形态上的和平主义者，也不是像他父亲那样的极端孤立主义者，但是他强烈地觉得这场战争是错误的，美国的卷入是建立在欺骗基础上的——这对一个高度重视诚实的人而言，尤其令人烦恼。

他开始请一些演讲人来家里讲给他的朋友们听。一次，他带来了一个宾夕法尼亚州的反战演说家，⁸但他自己并不会去参加反战游行。

沃伦强烈认为，术业有专攻，他把自己的特殊技能定义为思考和挣钱。一旦被问到捐献，他的第一选择总是捐献思想，包括让别人出钱的思想。但是，他也会给政治家们和苏珊的事业捐款——不是很多，但也有些。无论有多紧急或者多重要，他从不会自己把钱装满信封或者自愿为了那些事业花费时间，他认为这不如花时间考虑新主意，或者挣更多的钱来写一张数额更大的支票来得更有效率。

20世纪60年代，很多人心中燃烧着摧毁国家机器的渴望——是它们制造了战争，操纵着“军火工业”——避免“出卖”给“那个人”。因此，从某种程度上来说，社会意识和谋生的需求相冲突。然而，沃伦认为自己在为合伙人工作，而不是为“那个人”。同时，他觉得自己生意上的聪明头脑和钱还能帮助人权和反战事业。因此，他可以带着双重目的专注于自己的业务，而不会因怎样花时间而内心发生冲突。

他开始感受到的冲突是为合伙公司找到投资对象。在过去一年里，他把钱投入安全但越来越少见的“烟蒂”上，如他过去喜欢的费城里丁煤铁公司，以及联合煤业公司。他也设法在标准普尔的周报中找到一些被低估的股票：雇员再保险公司、伍尔沃斯公司、第一林肯财务公司。他和沃尔特·迪士尼见面，并且亲眼目睹了这位娱乐专家非凡的专注、对工作的热爱，以及如何将这一切转化为无价的娱乐活动的途径，之后巴菲特买了一些迪士尼的股票。但是“大生意”的概念他还没有完全吸收，巴菲特没有多买。当然，他还在将伯克希尔-哈撒韦的股票像拼图一样一片一片拼凑起来。不过，巴菲特已经在美国铝业公司、蒙哥马利-沃德公司、旅行者保险公司以及卡特彼勒拖拉机公司的股票上建立了700万美元的“空头”头寸——借来股票并且出售，以作为未来市场跳水的风险对冲。⁹一旦投资者改变心意，股票会纷纷跳水。他希望合伙人的投资组合能受到保护。

1966年1月，他的合伙人又追加了680万美元；巴菲特发现手上还

有4 400万美元的现金，而“烟蒂”太少不够他买。因此，平生第一次，巴菲特把钱放置一边，没有使用——一个特别的决定。¹⁰自从离开哥伦比亚大学的那天起，巴菲特的的问题就是，要努力使手上有足够的钱来实施看似永不枯竭的投资妙法。

1966年2月9日，道琼斯指数在收盘前短暂地突破了神话般的1 000点，最终以低于1 000点几点收市。欢呼开始了。道琼斯指数1 000点！道琼斯指数1 000点！尽管那一年市场不会再次突破这个大关，可不管怎样，欢庆的气氛犹在。

一整年，巴菲特都在担心会令合伙人们失望。他在写给他们的信中，以美国运通公司带来的巨大收益作为开头。“1965年，我们在和贫穷的斗争中取得了胜利。”他写道，暗指约翰逊总统通过一系列新的社会福利计划以创造“伟大社会”。然后，他发布真正的消息，这是很多类似警告中的第一个：“我现在觉得我们已经接近规模的临界点，如果再增加规模，将会被证实是不利的。”同时，他宣布他将关上合伙关系的大门，上锁并且扔掉钥匙。

再没有新的合伙人加入了。他就此开了个玩笑。苏珊不会再生孩子了，他写道，因为孩子们不再被允许加入。这个玩笑并不是特别适合，因为他们的孩子没有一个是合伙人——将来也不会。为了确保孩子们能找到自己生活的路，巴菲特决心管理好他们对钱的预期。从很小开始，每个孩子就知道除了教育费用，不要指望从他那儿得到任何经济支持。他本来应该可以带孩子加入合伙公司，作为一个学习实践——教他们有关钱和投资方面的内容，以及他如何管理时间的。他就是那样教合伙公司的合伙人的。而巴菲特很少——如果有的话——“教”他天天都看到的这些人。对他而言，教是一种表演，一种在观众面前的有意识的行为。他的孩子们没有上过这样的课。

取而代之的是，沃伦为他们买了陷入黑夜的伯克希尔-哈撒韦的股票。作为他的父亲留给孙子们的信托的受托人，沃伦卖掉了霍华德买来用作全家避难所的农场，用这笔钱买了那些股票。鉴于他不赞成不劳而获的财富——那就是他如何看待遗产的——否则他也许会留下农场。其实，内布拉斯加州的一个小小农场怎么也不会值很多钱，孩子们也不会因为他们祖父的这点儿遗产而变得十分富有。可是，把这些收入投进他那苦苦挣扎的纺织品生意，他就可以凭借又一个2 000股增持在伯克希尔-哈撒韦的股权。对观察家而言，他为什么如此关注这家公司还是一

个谜，但是自从他很巴菲特式地开始伯克希尔控制之旅时，他好像就被它迷住了。

巴菲特的孩子们从不期望变得富有，他们甚至不知道他们家已经很有钱了。¹¹他们的父母希望他们不要被宠坏，事实上也是。和其他孩子一样，他们需要打零工挣零用钱。说到钱，他们家庭观点有奇怪的差异，也就是说，苏珊和沃伦会就她的零用钱争斗得好像他们已经分手了；然后她就拿上钱，给孩子们提供一个中上层的生活：去度个假，在乡村俱乐部里好好享受，穿好的衣服，并且看他们的妈妈开凯迪拉克，穿皮衣。但是，他们从来不认为这是理所当然的。他们的父亲总是对哪怕很少的钱也斤斤计较，常因拒绝小小的要求而令他们诧异不已。如果他带他们去看电影，他也许连爆米花都不会为他们买。如果其中一个孩子要求什么，他的回答会是“不行”：如果我为你这样做了，我就必须为所有人都这样做。

无论他和苏珊想给孩子们传递什么样的有关钱的信息，但总有一个经久不变的主题：钱是重要的。他们成长在一个经常将钱用作控制武器的家庭里，沃伦会在苏珊生日那天带她去百货商店，给她90分钟的时间去买她能抓到的任何东西。这个家庭很巴菲特式的一面是：经常做交易。虽然苏珊认为沃伦对挣钱的痴迷很不值得，但她还是很乐意从他那儿拿到更多的钱。现在，她正在和她的体重作斗争，这也成了一个有关钱的交易。沃伦的孩提时代一直痴迷于称重——他一天能称体重50次——这个嗜好还没有成为过去时；他着迷于家庭成员的体重，并想让他们都瘦下来。

这个家庭的饮食习惯，不管对他的事业，还是对他们的健康，都没有帮助。苏珊从两年前就开始饱受一种莫名的腹腔粘连的折磨，没有热情做饭。她和沃伦都愿意每天吃同样的食物：大多数是肉类和土豆。和沃伦不一样的是，苏珊会吃蔬菜，可她除了西瓜外，什么水果都不吃。她就吃一点点健康食品，而以巧克力、蛋白椰子饼、罐头装的糖霜乳酪、饼干、蛋卷、牛奶为生。沃伦早餐吃油炸玉米片，喝百事可乐，吃几把巧克力和爆米花，选择牛排、汉堡包以及三明治作为正餐的主要食品。

最后，苏珊要求和他做个交易，如果她能减到118磅就付钱给她。因为她比她的丈夫不在乎钱，动机对她而言就是个问题。一整个月她吃得很少，以零食充饥；可是随着最后称体重的日子接近，她会自己先称

称。如果情况不好，她就必须加快减肥，她会和一个朋友说：“凯尔西，我得打电话给你妈妈要她的利尿药了。”¹²

而沃伦把钱悬挂在孩子面前，却能自律地保持自己的体重。当他们还小的时候，他开出1万美元的未签名的支票给他们，并且说如果在某年某月某日他的体重不是173磅，他将会在这张支票上签名。苏茜和豪伊为了诱惑他吃冰激凌和巧克力蛋糕而抓狂，可放弃钱的痛苦对沃伦而言远比放弃吃喝要多得多。他一次又一次地开出支票，可从来不需要签上哪怕一次名字。¹³

沃伦允许加入的最后一个合伙人不是他的孩子，而是马歇尔·温伯格，沃尔特·施洛斯的一个经纪人朋友，他曾经参加过两次格雷厄姆的讲座。那是一个有教养的、爱好艺术和哲学的人，他们是在纽约新学院格雷厄姆的一次讲座上认识的。一起吃过几次午饭，聊了聊股票后，他们就成了朋友。温伯格很快就放弃了让巴菲特对音乐、艺术、哲学以及旅游产生兴趣的念头，而巴菲特有时会通过他做交易。温伯格开始对加入合伙公司产生了兴趣。于是，在一次例行的纽约之旅时，巴菲特同意和他就此事会面讨论。

沃伦和温伯格在大堂会面。接着，苏珊翩翩而来，沃伦整个人都亮了起来。苏珊侧身朝向沃伦并拥抱了他，接着手就放在他身后似乎他是个孩子，她用她那棕色的大眼睛凝视着温伯格。“你好吗？”她笑吟吟地问道。她想知道他的一切。这让温伯格觉得自己正在被一个家庭所欢迎，而且他又交了一个新朋友苏珊。同时，他凭借直觉知道刚刚遇见了巴菲特最有力量资产。¹⁴

温伯格及时地挤进了这扇大门。整个1966年，城市骚乱继续，越南战争升级，而且反战抗议者们在纽约、波士顿、费城、芝加哥、华盛顿以及旧金山集会游行。股票市场开始衰退，比年初下跌了10%。无论攀登是多么艰难，巴菲特从来没有停止过寻找可买的东西。尽管这个市场是开放的，可是遍地都是“烟蒂”的日子已经过去了。如何保持业绩，对此他十分担心。现在，他更经常考虑去买进整个生意。事实上，他已经在这完全崭新的旅程上开始起步，而这花去了他大量的时间。

29

毛料是什么

奥马哈，1966~1967

虽然巴菲特掌管着5 000万美元规模的合伙公司，并且拥有一家从事纺织生意的公司，可是他看起来永远就像电影《神秘人》中的人物¹。他唯一不同于那个留着连鬓胡子，顶着一头长发的男人的地方就是，他只会偶尔让一小撮细细的黑头发从他的平头上长出来，像小草一样伸到他凸起的前额上。

世界上的其他人正在变得时髦。男人们开始穿尼赫鲁式夹克，套头高领毛衣，打全部都是几何图形或者花图案的领带。而巴菲特永远不会变样，他依然打着小且有斑纹的领带，穿一件白色的衬衫，尽管衬衫的领子变得紧了点儿。他成天穿着的旧灰色西服外套肩部塌了，并且领口还有洞。他拒绝丢掉他喜欢的驼色V领毛衣，虽然肘部已经磨薄了。他的鞋底还磨了洞。在一次宴会上，当查克·彼得森想把他介绍给一个有潜力的投资者时，那人的反应是：“你简直是在开玩笑！”纯粹因为巴菲特的衣着，他甚至都不想和沃伦交谈。²苏珊影响不了他，因为她丈夫的品位早在1949年，他在JC Penney公司卖西服的时候就已经形成了，那时兰福德先生告诉他：“没有人知道毛料是什么”。

现在，巴菲特到索尔·派的店里买西服，店铺就在基威特大厦的楼下大厅里，在那儿索尔总是试图提高他的品位。而巴菲特却把索尔看成一个“狂野的化妆师”，对他的建议不理不睬。沃伦认为，一套合适的西服是“可以让内布拉斯加西部小镇上90岁的银行家穿着下葬的衣服”。³但是，索尔为能给巴菲特提供关于股票的好建议而自豪。他曾经指引巴菲特绕开帽子制造商拜尔-罗尔尼克公司，警告说那些帽子就要过时了。他还劝巴菲特不要投资奥克斯福德服装公司，告诉他20世纪60年代西服不是一门成长型的生意。⁴可是，巴菲特忽视了索尔警告——不要买西服衬里制造商伯克希尔-哈撒韦。⁵

既然他对衣服一无所知，那为什么他职业生涯的下一个目标是买一个百货公司呢？这仍然有些神秘。那还要从1966年他为合伙公司找可买

的股票时遇到了点儿麻烦说起。

他的一个新朋友戴维·桑迪·戈特斯曼带给了他最新的主意。戈特斯曼就和弗雷德·斯坦贝克、比尔·鲁安、丹尼尔·科文、汤姆·纳普、亨利·勃兰特、埃德·安德森、查理·芒格一样，按照自己的思路工作，并且把想法传递给他。是鲁安有一次在纽约吃午饭的时候把他们俩聚到一起的，与鲁安不同年毕业于的哈佛校友戈特斯曼为一家小型的投资银行工作，有时会找到一两个剩余的“烟蒂”。⁶巴菲特认为他是一个精明自律、冷静、固执己见，而且满不在乎的资本家。自然他们志趣相投。

“从那时起，”戈特斯曼说，“每次有了一个好主意，我就会给沃伦打电话。这就像一个审查。如果你能让沃伦对什么事情感兴趣，你就知道自己的想法是正确的。”作为一个典型的纽约人，戈特斯曼高度评价他和巴菲特的交往，以至于他愿意经常跑到奥马哈。“我们会谈论股票直到深夜，”他说，“然后在次日的早晨我再返回纽约工作。每个星期日的晚上大约10点左右，我们会就股票谈上一个半钟头左右。一整个星期我都在期盼着那个会谈，并且一直在考虑我该和他谈哪只股票。但无论我和他谈哪一只股票，他都和我知道的一样多，大多数时间是这样。我挂了电话以后，通常要到深夜或者更晚才去睡觉，我一两个小时都睡不着，因为我被充了电。”

1966年1月，戈特斯曼告诉巴菲特一个想法：霍克希尔德-科恩公司。这是一家令人尊敬的百货公司，它的总部设在有一个城市街区大小的大楼里，位于巴尔的摩市中心的一个十字路口。虽然它的位置是在三个竞争对手——赫兹勒公司、赫克特公司以及斯图尔特公司——的斜对角上，但自从女士们开始戴上帽子和手套，乘电车前往市中心花一整天购物连同吃午饭时，这4家商店就蓬勃兴起了。备受关注的霍克希尔德-科恩公司卖服装、家居装饰品以及家用器皿。它的所有者，科恩家族开着旧汽车，过着简朴的生活——正是巴菲特喜欢的一类人。

这家公司的执行总裁马丁·科恩已经打电话告诉戈特斯曼，这个家族的好几个分支都在考虑出售公司，并且也许会接受一个折扣价。科恩家族的人“很为这个百货公司自豪，”戈特斯曼说，“不过，如果公司有好的女装部门，他们永远不会在那儿买一件衣服。对他们来说，那太贵了”。

查理·芒格在奥马哈的时候，他、巴菲特以及戈特斯曼通常会打高尔夫球，他们会坐在奥马哈乡村俱乐部的烧烤架旁边，喝上几罐冰茶，谈

谈股票，开开玩笑。不过，虽然他们喜欢同一种类的股票，可他们三个从来没有在同一个交易上做过搭档。这一次，戈特斯曼打电话给巴菲特，告诉他有关折扣价的内容，以及科恩家族过度节俭的生活方式。巴菲特果然感兴趣。他除了小小的伍尔沃斯公司以外，没有其他的零售类股票。百货公司会随着时尚以及顾客的品位而起起落落，对于这些，他的了解无异于让他懂得如何去烤一个蛋奶酥。

他要芒格和他一起深入研究分析这次的业务。他们两个飞往巴尔的摩，立刻喜欢上了科恩家族的人。他们正直，值得信赖，城里到处都有他们的熟人。⁷有过和丹普斯特的李·戴蒙，以及伯克希尔的西伯里·斯坦顿打交道的经历，巴菲特知道，如果他想买一家公司，他必须找到一个他指望得上的经理人帮他打理。他认为路易斯·科恩就是那个合适的人选。科恩有金融背景，理解数字和边际利润。经过这些年引入300个合伙人，以及与数不清的企业主管会面的经历，巴菲特对自己评估人的能力很有信心。两个人看着资产负债表，当场提出用1 200万美元购买。

芒格负责和路易斯·科恩的亲戚、外向活泼的首席执行官马丁谈判，他认为“这个不错的老家伙是这儿的头”。他对马丁·科恩说：“我在这儿看见很多脚踝肿胀的老年妇女站在你的香水柜台后面，她们是在靠资金不足的养老金计划供养。你一生的工作是为这些你也许要担心他们的养老金的人吗？你难道不担心你自己的养老金吗？”⁸科恩很快就认输了，速度快得让芒格都有点儿意外。⁹

1966年1月30日，巴菲特、芒格和戈特斯曼成立了一个控股公司，名字为“多元零售公司”，意思是要“争取多样化业务，尤其是在零售业”。¹⁰巴菲特拥有这家公司80%的股份，芒格和戈特斯曼各占10%。接着，巴菲特和芒格前往马里兰国民银行为这次收购申请贷款。信贷人员瞪大了眼睛看着他们，“为这个又小又旧的霍克希尔德-科恩公司支付600万美元？”¹¹可即使听到这些话，很有个性的巴菲特和芒格还是毫不怀疑自己的判断，他们尖叫着冲出门外。

“我们认为，我们以三流的价格购买了二流的百货公司。”巴菲特这样描述这个又小又旧的霍克希尔德-科恩公司。

他还从没有为买一家公司借过这么多钱。但是，他们计算出安全边际将会降低风险，而且当时的利率便宜。百货公司的利润很薄，不过如果这些利润经年增长，而贷款利息不变，那么增加出来的利润就会跑到

他们的口袋里（如果利润能够经年增长的话）。

“买霍克希尔德-科恩就像一个人买游艇的故事一样，”芒格说，“有两天高兴的日子，一个是买的那天，还有一个是卖的那一天。”¹²

路易斯·科恩和桑迪·戈特斯曼飞往拉古纳海滩，在那儿巴菲特一家租了一套房子。他们在附近的汽车旅馆躲了起来，巴菲特和他们俩一起制订战略计划。他已经开始喜欢上路易斯·科恩了。“他是你所能想象的优秀的人，智商高，又正派得体。我们买霍克希尔德-科恩的时候，他加入了合伙公司。我喜欢这个家伙。”科恩夫妇是他和苏珊可以交往的又一对夫妇——也就是说他和科恩谈生意的时候，苏珊可以招待科恩的妻子。现在巴菲特夫妇的社交生活，包括相当数量住在奥马哈以外的人，他们通常是在沃伦商务旅行中出现，或者就像现在，朋友们到加利福尼亚来拜访巴菲特夫妇。

不过，当科恩给他看公司规划已久的开两家新商店的计划时，巴菲特不由得开始担心起他的下一次巴尔的摩之旅。计划中的商店一个在宾夕法尼亚州的约克，另一个在马里兰州。这个想法是针对大批人从城市迁往郊区的现象，使人们能够在郊区的大型购物中心买东西。

他们筹划这两个商店已经好几年了。那些经营男士装饰品部的人已经规划好了这一块，确切知道将如何装饰它。那些经营昂贵女装部的女士们也完全计划好了。

巴菲特不喜欢冲突，而且也害怕让人们失望，不过他和芒格都认为这两个选址毫无意义。他取消了约克商店的计划，可是遭到了员工和管理层的抵制。由于实在没有去争论的欲望，巴菲特让步了。不过，他绝不允许在马里兰州的哥伦比亚开店。“我灭掉了这个计划。每个人都失望了，他们就这样放弃了。”

接着，成堆的麻烦接踵而来：只要4家店的其中一家提出安装电梯，其他三家也会提出同样要求；每次只要其中一家升级展示橱窗或者购买新的收银系统，其他三家都会如法炮制。巴菲特和芒格开始称之为“游行中踮着脚”。只要有个人干了什么事，每个人都不得不做同样的事。¹³

但是，这是巴菲特和芒格第一次发现他们可以合伙干的事情。通过

新成立的多元零售公司，他们和戈特斯曼实际上创立了一个单独的拥有零售商的公司。霍克希尔德-科恩是这种可以在泡沫市场不断重复的模式开端；巴菲特已经降低了投资的调整标准，因为他碰到越来越多的麻烦，发现他心目中的一项好投资和实际情况并不符合。

在这一单生意中，“我们充分受到了格雷厄姆精神的影响，”芒格说，“我们原以为只要你用自己的钱买到足够的资产，不管怎样你总能让它有点儿产出。而在百货公司再也不能自动产生优势的时候，我们没有充分衡量当时巴尔的摩4个不同商店之间的紧张竞争局势”。

在霍克希尔德-科恩的前两年，巴菲特已经搞清楚，零售业必须具备的技能是销售规划，而不是财务。他和他的合伙人们也充分学习了有关零售业的知识，知道这个行业很像酒店业：一场让人疲倦的马拉松，每一英里都有可能新的、咄咄逼人的竞争者，往前一跃跑到你前面去。可是，当这三人有机会通过多元零售公司得到另一家零售企业——这一个非常不一样，而且由一个真正的商人掌管——他们还是冲了上去。这次是一个叫韦尔·费尔斯蒂纳的律师把机会推到他们面前的，费尔斯蒂纳曾经为霍克希尔德-科恩交易工作过。他打电话过来说：“如果你对零售业感兴趣，这儿有一家联合棉布商店。”这家店卖女士服装。这次，沃伦离他基本的“竞争优势圈”走得更远，尽管在下一个故事里，他会遇见他一生中遇见的最伟大的职业经理人之一和其他一些人物。

“又小又便宜”，芒格如此形容联合零售商店，它是联合棉布商店的母公司。¹⁴看到一组三流的商店以四流的价格出售，他和巴菲特立刻产生了兴趣。这家公司拥有80家商店，销售额为4 400万美元，每年可以挣几百万美元。63岁的所有人本杰明·罗斯纳主管折扣服装店，在芝加哥、布法罗、纽约以及印第安纳州的加里等城市里，以Fashion Outlet、Gaytime和York这样的名字在生活艰苦的街区开店销售。有时，他会在同一个城市街区里，用不同的名称开几个很小的店铺，出售同样的货物。它们的规模大小不等，可以是纽约城里一套朴实的公寓，也可以是设备完善的郊区的房子。罗斯纳总是把日常管理开支缩减到最少，而且他只接受现金。管理这些批发商店需要特别的技巧。芝加哥密尔沃基大道商店的经理，一位大块头的、老练无情的女士，“如果看见她认为的在商店中行窃的小偷类型的人进来，她就会吹一声哨子，然后所有员工就会查看并且观察那个家伙。她太了解他们了，在你可以想象的条件最差的街区中任何你能找到的商店里，她这家店的‘缩水率’是最低

的”。[1]

本杰明·罗斯纳于1904年出生在一个奥匈帝国移民家庭，四年级就辍学了。1931年，正处于大萧条期间的经济滑坡阶段，他在芝加哥北部以3 200美元的资本开了一家小小的商店，他有一个合伙人里奥·西蒙，还有一批每件卖2.88美元的衣服。1530多年以后的20世纪60年代中期，西蒙过世了，但罗斯纳继续把他的工资支付给西蒙的遗孀阿艾·西蒙（她是通信巨子摩西·安嫩伯格的女儿），以换取为他们的80个商店租金支票签名。

这样持续了大概6个月，接着她就开始抱怨、猜测，继而吹毛求疵。这些真让本杰明心烦。她实在是一个被宠坏了的女人。本杰明的原则是，就像他后来解释的，他可以欺负任何人，但他的合伙人除外。不过，现在在他的心里，她再也不是他的合伙人了。于是，他决定了结这一切。

既然有了这种想法，他就准备欺负她了。他认为，即使他只有一半的份额，他把生意卖给我也太便宜了，因为这是要给她看的。当我们和他会面的时候，他开始说话，我很快就搞清楚了整件事情。

巴菲特以前也和别人这样交谈过，一直谈到使对方认为如果没有公司，他们的生活能过得更好，巴菲特知道这时候不要去做任何干扰对方的事情。“他一直在说，他卖掉的是他花费了毕生心血打造的生意。他快要发疯了，因为他不能忍受这样做，但他也不能忍受她。他整个人一团混乱。于是，查理和我回到房间。大约过了半个小时以后，本杰明急得坐立不安。他说，‘他们告诉我你是西部最快的枪手！拔枪啊！’我回答，‘在我下午离开之前我会给你开出汇票’。”

巴菲特需要一个经理人，不过罗斯纳告诉他，他只能留到那年的年底，到时会把生意交给新的所有人。然而，巴菲特看得出，就像这个生意离不开罗斯纳一样，罗斯纳没有生意也不行。

他太爱这一行了，不可能放弃。他在卫生间里放了一套商店记录的副本，这样坐在马桶上的时候也可以看看。他有一个竞争对手，皮特里商店的米尔顿·皮特里。有一次，本杰明去沃德福参加一个大型宴会，米尔顿也去了。他们碰面后立刻就开始谈论生意。本

杰明问：“你进灯泡多少钱？你标价多少钱？”那是本杰明所能谈论的全部。最后，他对米尔顿说：“厕纸你进货价多少？”米尔顿说了个数。本杰明比他的进货价要便宜不少，但是他知道你要买的不是便宜货而是合格的商品。米尔顿说：“是的，那是我能弄到的最好的。”于是，本杰明说了声“对不起”后，就起身离开了黑领结慈善晚会，驱车前往他在长岛的仓库，到了那儿就开始撕开装厕纸的纸箱，数里面的纸，因为他有疑问。他明白米尔顿不应该比他多付那么多钱，因此在厕纸这个商品上他一定是被蒙蔽了。

不出所料，厂商说每卷里面应该有500张，而事实上没有。他真的受欺骗了。

巴菲特知道，自己想和这种为了去数厕纸张数而离开黑领结宴会的人共事；这样的家伙也许会蒙蔽桌子对面的人，但永远不会欺负自己的合伙人。他和罗斯纳达成了600万美元的交易。为了确保他买下这个生意后，罗斯纳还能继续留下来工作，他奉承罗斯纳，弄清楚他得到的可以衡量生意表现的数字，不然的话就只剩下他一个人了。¹⁶

巴菲特和世界上的本杰明·罗斯纳们感受一致——他在他们的执着中看到了成功。巴菲特厌恶像霍克希尔德-科恩那样的问题公司，而是寻找更多的本杰明·罗斯纳们，他们能建立他愿意购买的出色的公司。

[1] “缩水率”：存货缩水的意思，就和它听起来的字面意思是一样的，存货有时会下落不明，通常是由于商店小偷行窃或员工行窃。——译者注

30

“喷气机”杰克

奥马哈，1967

直到1967年，苏珊似乎还认为，如果沃伦放弃工作，他就会对她和家庭更加关心一些。在她看来，他们俩已经达成了共识，只要他挣够800万或者1 000万美元，他就减少工作，好好过日子。1966年他收取的佣金为150万美元，再加上资本收益，巴菲特家的净资产已经超过900万美元。¹她不懈地劝说他时间已经到了。但沃伦的步伐从未放缓，注意力不断地从一个项目转到另一个项目上：为合伙公司筹资，收购美洲国家火灾保险、桑伯恩地图公司、丹普斯特磨坊制造公司、伯克希尔-哈撒韦制造公司、霍克希尔德-科恩公司、美国运通公司，其间还有许多投资项目。当他坐飞机的时候，后背有时会变僵，偶尔苏珊还不得不照顾他几天，因为他由于疼痛而卧床不起。他的医生找不出任何具体的原因，只表示也许与工作或压力有关系。然而要他为了后背而停止工作，就如同要他为了健康而吃下一整盘西蓝花一样困难。

他总是坐在那儿全身心投入某件事情，看书、打电话，或者和迪克·霍兰德以及尼克·纽曼这样的朋友打桥牌或者扑克。尼克·纽曼是一个杰出的商人，拥有Hinky Dinky杂货连锁店，这家店就是以前沃伦还是个小男孩的时候，爷爷让他去买面包，而他很羞愧地偷偷离开的那家店。纽曼和他的妻子在社区和民权界属于活跃分子，和低调的霍兰德夫妇一样，他们是巴菲特朋友中的典型。沃伦和苏珊与奥马哈的社交圈保持了距离。他们共同的社交生活是一系列跟随沃伦的工作节奏重复出现的事件，通常发生在他们旅行去看沃伦的朋友的时候。不过，在城里苏珊随时待命；她在朋友、家庭、有需要的事情以及社区工作中来回奔波。巴菲特家没有上锁的后门上悬挂着一个招牌，上面写着：“医生在里面。”经常可以看见苏珊的一两个“病人”在这所房子里闲逛。她的顾客们年龄不同，生活状态各异，其中有些人要求更多。他们有要求而她就会给予，如果他们要得多，她也就给得多。

苏珊提出要求的时候，沃伦会满足她；当苏珊要求更多时，沃伦也会顺从。除了对如何支配自己的时间不屈服外，沃伦几乎在其他任何事

情上都对苏珊让步。这一年他们重新改造了房子，这已经是这个街区最大的一所房子了。在苏珊的指挥下，旧车库变成了房子的一翼，这样附近的孩子们可以有个房间聚在一起。沃伦也兴奋不已，因为地下室有了自己的壁球场——大小类似于打乒乓球的场地所需，他可以带朋友或者生意上的同事一起来玩。

不过尽管巴菲特在很多方面像一个小孩，而苏珊希望他是个更关心孩子的父亲，他还是忠诚而专心的：他会在学校活动时露面，带孩子们去度假。1967年，“杰斐逊飞机”乐队的《白兔》和“甲壳虫”乐队的《佩珀军士孤独心俱乐部乐队》专辑的推出，标志着摇滚吸毒文化达到了顶点。此时苏茜上八年级，豪伊上六年级，而彼得才上三年级，巴菲特夫妇幸运地逃过了很多其他家长面临的烦恼。

苏茜已经从一个害羞的小孩成长为自立的少女，而且还成为她的弟弟无可争议的头儿。妈妈让整座房子充斥了民谣和黑人音乐，而她则唱歌、放唱片——苏茜已经变成了一个摇滚女孩；她还把飞鸟乐队和奇想乐队之类的组合介绍给弟弟们。她是个积极向上的孩子，在学校没被毒品污染。12岁的豪伊还太小，他化装成大猩猩躲在苏茜房间窗外的海棠树上，若隐若现，以此来吓姐姐和她的朋友们。不过，他的恶作剧变得更复杂，也更危险了。一次他把小狗放到房顶上，自己下楼，然后喊它看它是否下来。小狗果然下来了，摔断了一条腿，得到兽医那儿接受治疗。“我只是想看看它会不会跟过来。”豪伊还不肯认错。²妈妈拿他实在没办法，只能时不时把他锁在他自己的房间里；为了反抗，他从五金商店买了一把锁，反而把她锁在门外。彼得用很多时间弹钢琴，自己一个人弹或者和他的朋友拉尔斯·埃里克森一起弹。他在才艺表演中屡屡得奖，看起来，他沉迷于音乐和他父亲沉迷于挣钱是一样的。

在这个家里，有一个人被60年代充满迷幻的黑暗一面所引诱，就是苏珊姐姐多蒂17岁的儿子比利·罗杰斯，他是一个崭露头角的爵士吉他手，而且吸毒。他的母亲做一些志愿者工作，还是个专业女裁缝，不过她也会睡到中午才起床。她似乎没有能力作决定，而且有时看起来冷淡、说话不清楚，和她进行一次连贯的谈话几乎不可能。多蒂喝酒喝得更多了，而且根本不在意她的孩子们。苏珊经常带比利去找卡尔文·凯斯，后者是当地的爵士乐吉他手——这样比利可以从他那里学到一些技巧，而且也能努力让他改邪归正。³

她面临的任务令人畏惧，因为在那个时代里，关于LSD[1]的毒品文

化普遍存在。而由年轻人主导的反传统文化反抗一切形式的权威，包括过去几十年一直存在的任何东西。那个夏天，数十万嬉皮士在旧金山的海特 - 阿什伯里区漫无目的地乱转，有人说：“这再也不是艾森豪威尔时代的美国了。”这似乎解释了一切。⁴

而沃伦仍然生活在艾森豪威尔时代的美国。他从没有经历披头士的狂热。他不唱摇滚，不张贴上面写着“战争对孩子和其他生物不健康”的海报。他的意识形态保持不变。他的思想沉溺于严谨的哲学追求，在本杰明·格雷厄姆的“烟蒂”哲学和菲利普·费希尔以及查理·芒格的“大生意”之间取舍不定。

我正向查理·芒格的类型转变——有点儿反复。这有些像新教改革期间的情况。第一天我听从马丁·路德·金的，而第二天我又听教皇的。本杰明·格雷厄姆，理所当然，是教皇。

当芒格把他的论文钉在“烟蒂”大教堂的门上时，市场本身已废弃了过去和现在的所有权威。随着20世纪60年代的推进，闲聊股票让鸡尾酒会活跃起来，家庭主妇们会在美容院打电话给她们的经纪人。股票成交量上升了1/3。⁵36岁的巴菲特在当今世界里就像一个头发花白的老人，现在的世界热切渴望着宝丽来、施乐、电子数据系统这样的公司——他根本不了解它们的技术。他告诉他的合伙人，他正在放慢速度。“我们没有他们那么多好想法。”他写道。⁶

然而，巴菲特在寻找让资金保持运转的方式时并没有放宽标准，他规定了两个新的限制条件，这让他的投资变得更加困难。这些个人的偏好现在变成了正式的标准：

1. 我们不会接手对我而言技术太难的生意，这是投资决策的关键。我对半导体和集成电路的了解就和对金龟子求偶习惯的了解一样少。

2. 即使赢利预期可观，而如果主要的人的问题不令人满意，那么我们将不会在投资运作中采取行动。

他所说的“主要的人的问题”是指裁员、工厂关闭——以及不能容易罢工的工会。这也意味着他在每吸一个“烟蒂”之前，会思考一次、两

次，甚至三次。

他拥有的“烟蒂”问题够多了。伯克希尔-哈撒韦现在是“靠设备维持生命”的状态，已经病入膏肓。巴菲特近期聘用了皮特·马威克审计事务所的维恩·麦肯齐，派他到新贝德福德监督这家破烂不堪的纺织工厂。巴菲特一直为他在最近一次伯克希尔-哈撒韦董事会上犯的误差而懊悔。因为财务成功而激动不已（但是这个成功后来证实只是短暂的）——“我们卖了几个月的人造丝衬里，挣了很多钱”。⁷——巴菲特被说服答应每股派10美分的分红。这家公司的律师们争辩说，伯克希尔现在做得这么好，如果不分红就有可能被指控不合理地保留收入。也许是正在做白日梦或者只是由于一时的软弱，巴菲特同意了这次分配。一股派发10美分红利听起来很不起眼，可巴菲特花了24小时才认识到他们提出的是一个谬论。但那时已经太迟了，他这一不寻常的应允给合伙人和股东们分了101 733美元，而他知道这笔钱总有一天会变成数百万美元。⁸他永远也不会犯这样的错了。

8个月后，巴菲特给伯克希尔的股东们提供了一种交换方式。如果有人希望得到能产生收入的证券，他可以用股票来交换利率为7.5%的公司债。一共有32 000股股票交上来了。通过这种方式，巴菲特把股东中希望得到收入的人清洗出去，这样可以确保剩下的股东们更可能关心公司的成长，而不是红利。“这种做法很聪明。”维恩·麦肯齐说。⁹当然，发行在外的股票越少，巴菲特就越能加强他对伯克希尔-哈撒韦的控制——即使他当初买这个公司的误差越来越清楚。肯·蔡斯不动声色地按照巴菲特的指示收缩业务。唯恐再次遇到像在丹普斯特出现的那种讨厌的结果，巴菲特听取了蔡斯的意见，好好安抚工会，忍受新贝德福德的人满意而由剩余的厂继续运作导致的损失。

到1967年，蔡斯和麦肯齐已经设法将这家不幸的男士西服衬里制造商拖回了“盈亏平衡”。不过，“通货膨胀”这个词——第二次世界大战以后就没走远——又一次挂在了每个人的嘴边。工资和原材料的价格像河里的淤泥一样不断上升，劳动力更便宜的国外和南方的纺织厂正在将伯克希尔的销售抽干。

巴菲特把信息传递给了他的合伙人：

伯克希尔-哈撒韦在纺织业务上正面临真正的困难。目前我不能预知潜在的任何损失，同样我也看不到运用在纺织业务上的这部分

资产有好回报的前景。因此，我们这部分证券投资组合将严重拖我们相对绩效的后腿.....如果道琼斯指数继续上涨的话。¹⁰

他试图尽可能快地把钱从纺织业里拿出来。对厂里即使最普通的决策，他也开始直接参与。几乎每一天他都要跟蔡斯和麦肯齐通电话。¹¹因为来自进口产品的竞争，在1966年10月份的最后一周，蔡斯不得不关闭了梭箱织机分部，而6个月之前，巴菲特刚让他永久关闭罗德岛州的菲利浦国王D分部。该分部制造精纺棉麻布，大约占伯克希尔总产量的1/10。失去这450个工作岗位标志着罗德岛州棉布产业的终结。¹²巴菲特的底线是，“潮流趋势远比游泳的人更重要”。¹³

这还不够。巴菲特看到财务数据后认识到，衣物纺织分部和梭箱织机分部的损失巨大，拯救的唯一办法就是将设备现代化。不过在坏情况下往里砸钱是西伯里·斯坦顿犯下的错误。巴菲特拒绝投资，因为这样做只是杯水车薪。可是，关闭工厂将会导致数百人失业。他坐在桌子后面，旋转着椅子，将这个问题想了一遍又一遍。

具有讽刺意味的是，合伙公司现在就像在金钱的海洋里游泳一样。¹⁴在华尔街上，穿细条纹衣服的经纪人对钱开始变得兴奋。一些“二战”后出生的、脑子里没有危机感和大萧条教训的新人已经在这条街上出现。随着他们把股票推到前所未见的高价，巴菲特开始出售美国运通公司的头寸，现在这些头寸价值比当初买时花的1 300万美元多出1 500万美元，占合伙公司收入的2/3。不过，他不想把这些钱投回伯克希尔-哈撒韦。

相反，他这一年最重要的任务是在伯克希尔“严重拖累”他的业绩表现之前找到新办法，紧急拉住这匹垮掉的驽马。他已经关注奥马哈一家公司很久了，这家名为“国民赔偿”的公司总部离他在基威特大厦的办公室仅有几个街区。巴菲特在20世纪50年代初就见过公司的创始人杰克·林沃尔特，当时是在经纪商克鲁特顿公司的会议室里。林沃尔特是城里最聪明、最勇于进取的人之一。那时，沃伦的姑姑艾丽斯曾试图将林沃尔特带进巴菲特的合伙公司。¹⁵林沃尔特后来说，巴菲特要求最少的投资额是5万美元（尽管那时巴菲特从每个人那儿拿的钱远远少于这个数字）。“如果你认为我会让像你这样一个朋克小子掌管我的5万美元，那你就比我想象的还要疯狂。”林沃尔特大概是这样回复并且拒绝投资的。林沃尔特自视为一个投资专家，而且，沃伦喜欢保密这一点儿也把很多

虽然如此，巴菲特还是关注着国民赔偿公司。作为一个永不停歇的学习机器，他希望了解所有应该了解的有关保险业务的内容。他从图书馆借了很多书籍，开始了解林沃尔特的策略——为那些最难投保的客户们承保。巴菲特看到的林沃尔特是混合型的保险业从业者——谨慎的风险承受者，小气、富有进取心的保险商，每天晚上会到办公室转悠，关上所有的灯。¹⁷他以高昂的价格为那些不寻常的人保险：马戏团的表演者、驯狮员以及滑稽明星身体的某些部分。¹⁸“没有糟糕的风险，”林沃尔特喜欢说，“只有糟糕的费率。”他的第一次好机会是有一个银行要求他保证一个走私犯——推测已经被谋杀了——不会再返回奥马哈，因为他的妻子想继承他账户里的钱而不想等到法律规定的7年后。林沃尔特认为涉嫌谋杀的凶手的律师对这个失踪的走私贩是否活着应该非常清楚，他已经帮助被指控的嫌犯免于刑事责任，不过这位妻子（和银行）怀疑嫌犯是否真的清白。然而，这个律师并不能透露他的客户是否已经向他承认了罪行。于是林沃尔特让这个律师也在这个担保上投了些钱，因为他认为除非这个走私贩叫得比牛蛙还要响，否则律师不会愿意冒这个险。果然如此，钱说明了一切；走私贩再也没有出现，而银行也一直没有索赔。杰克·林沃尔特富有进取精神，而且天生擅长设置赔率。

从那时开始，他把业务扩张到为出租汽车承保，接着他又为电台寻宝游戏承保，他用口红这样的东西掩藏线索，自己把宝埋起来，让线索变得模模糊糊以确保只有一个奖品被申领。他很快成为奥马哈行动最快、名声最响、最有精力的生意人。他的女儿用听起来很形象的绰号“喷气机”杰克称呼他。他自己经营国民赔偿公司，还在数百只股票上买了少量头寸，分类账页上的潦草书写几近难辨：50股国家酿酒公司，2 500股未成年人食品商业中心。他把大约数百张股票凭证放在健身包里。

20世纪60年代初，巴菲特给他在国民赔偿公司董事会的朋友查理·海德打过电话，问他林沃尔特是否有兴趣出售公司，海德的回答很有趣。

每年总有15分钟的时间，杰克想卖掉国民赔偿公司。有些事让他发疯。一些索赔或类似的事情会激怒他。于是查理·海德和我讨论了杰克每年15分钟这种现象。我还告诉他一旦他知道杰克正处于这个时期，就要通知我。

1967年2月奥马哈阴沉的一天，海德和林沃尔特在一起吃午饭。林沃尔特说：“我不喜欢这种天气。”整个交谈围绕着他想卖掉国民赔偿公司展开。林沃尔特已经觉得如果没有这个公司他能更好。15分钟的天窗打开了。“城里有人也许想买，”海德说，“沃伦·巴菲特。”林沃尔特又听海德说了些巴菲特是如何感兴趣之类的话。然后海德打电话告诉巴菲特，杰克·林沃尔特也许会以几百万美元价格出售公司。“这几天你想和他见个面吗？”

“今天下午怎么样？”巴菲特立刻回答。林沃尔特第二天早上将要飞往佛罗里达州，可海德还是说服他先去一下基威特大厦。¹⁹

巴菲特请林沃尔特解释为什么他还没有将公司卖给任何人。林沃尔特说所有的出价都不如意。他开始摆出条件。他说他希望把公司留在奥马哈。因为感觉到15分钟打开的天窗就要消失了，巴菲特同意他不会搬走公司。

林沃尔特说他希望没有员工被解雇，巴菲特也答应了。林沃尔特又提出所有其他的报价都太低了。“你想要多少？”巴菲特问。“一股50美元。”林沃尔特回答。50美元已经超过了沃伦认为它的所值。不过他还是回答：“我接受。”

于是我们在15分钟内达成了交易。接下来，虽然已经完成了交易，可杰克真的不想这么干。不过他是个诚实的人，不会背信食言。但是，在我们握手以后他对我说：“我想你会想要审计过的财务报表。”如果我说是，他一定会说：“那太糟糕了，我们无法达成交易了。”于是我回应道：“我根本不想看到审计过的财务报表——它们最差劲了。”接着杰克又对我说：“我认为你会希望我把保险代理公司也卖给你。”

于是我们又像这样进行了三四个回合，最后杰克屈服了，把生意卖给了我，我知道他其实真的不想这么做。

巴菲特希望他这么做，因为伯克希尔-哈撒韦现在是个他已经部分清算了的差劲的公司，而这是他用这些钱来置换一个大生意的机会。他知道林沃尔特身处佛罗里达州，可能会经过重新考虑而改变主意，所以他想在林沃尔特改变主意之前快速签下合同。两人都只想要一份不超过一页纸的合同。²⁰巴菲特迅速拟定了最后的文件，这笔钱也被存进了美

当林沃尔特一周后从佛罗里达州回来，巴菲特已经准备就绪，就等着最后的文件签署了。可是在最后的各项程序交接、签署合同的会议上，林沃尔特迟到了10分钟。巴菲特和海德后来解释说，这是因为林沃尔特开车在街区转悠想找一个停车收费器。²²林沃尔特总是说，那次就是迟到，没别的。但是，也许他已经意识到实际上没有了公司他也不会过得更好，因而磨磨蹭蹭，为自己产生没有国民赔偿公司而能过得更好的想法而难过。

巴菲特当然充分知道有了这家公司，合伙公司会更好；国民赔偿公司是给他的财富带来巨大推动力的机会。不久之后，他以一个无趣的名字“有关保险公司资本需求的思考”为题写了一篇文章。

“资本”这个词，也就是金钱，是巴菲特在收购国民赔偿公司时考虑的重要问题，因为资本是他的合伙公司的命脉。他从伯克希尔抽出资金，而这部分资金需要被重新投入使用。国民赔偿公司承受了很多风险，需要资本去支撑。“按照大多数标准，”他写道，“国民赔偿公司现在很难动它的资本。而伯克希尔-哈撒韦的富余资源能够让我们继续进取性地使用资本，从长期看，这样做会在国民赔偿公司产生最大的收益……如果承保业务令人失望，伯克希尔-哈撒韦还可以把另外的资本投入国民赔偿公司。”²³

巴菲特已经想出一个完全崭新的生意类型。如果国民赔偿公司挣钱，他可以用这些收益购买其他公司或者股票，而不是放在国民赔偿公司的地下室里冬眠。不过如果狮子把驯狮人吃了，国民赔偿公司也许需要钱去支付给驯狮人的家属。而这些钱可以从别的业务那里回到国民赔偿公司。

把保险业务纳入伯克希尔-哈撒韦这个一团糟的纺织工厂，可以使它的资本达到体内平衡。它可以按照巴菲特的指令对环境做出内生的反应，而不是像一条蜥蜴，天气冷时冬眠，而阳光灿烂时就跑出来找块岩石晒晒太阳。

关键是要正确地给风险定价。因此，他需要杰克·林沃尔特跟着，不要走远。巴菲特付给林沃尔特丰厚的报酬，而且和他结交为朋友。就像联合零售公司有本杰明·罗斯纳一样，他买了一个由能干的经理人运营的

出色的企业。

这两个人经常在加利福尼亚打网球。林沃尔特的着装品位和巴菲特相似，他会穿着他女儿为他织的旧毛线衫抛头露面。他那个生动的绰号“喷气机”杰克被拉长为巨大的字母覆盖在他肚子的部位。一次他和巴菲特在海盗旗饭店吃午饭，一个小孩走过来，问他：“你能为我签名吗，‘喷气机’杰克？”林沃尔特因此而沾沾自喜，这个孩子以为他是个名人——一个宇航员或者电影明星。也许除了小孩没人会那么想，因为他看起来根本不像那类人。但在他的心里，他仍然感觉就像是“喷气机”杰克。

理当如此，因为气质从人内在散发出来，而不是从他的外表。林沃尔特也许已经卖掉了他的公司，不过他已经拿回了一些属于他自己的东西——他用卖公司的一部分钱买了伯克希尔-哈撒韦的股票。²⁴

[1] LSD，一种迷幻药的名称。——译者注

奥马哈，1967~1968

1967年的夏天，自美国南北战争以来最严重的骚乱、抢劫、焚烧浪潮席卷美国。之后，马丁·路德·金说：“我们将面临更多像这个夏天那样的骚乱事件，我们将身处右翼接管的法西斯式的危险之中！”¹由于运动没有取得很大进展，愤怒的金拒绝支持暴力抵抗；一些激进主义分子认为，学生非暴力协调委员会和金博士的南方基督教领袖会议应该针对那个夏天的冲突混乱和焚烧十字架行动做出正面回应。

奥马哈的非暴力积极分子把巴菲特夫妇——他们两个现在在奥马哈都有影响力——纳入了他们的非正式网络。拉克·纽曼（沃伦在奥马哈最好的朋友尼克·纽曼之妻）和苏珊一起工作，她们向基督教青年会和其他组织施压，要求他们给穷苦地区的分支机构更公平的资金份额。通过由非洲裔美国人朋友罗德尼·韦德²管理的联合卫理公会社区中心，苏珊和拉克送黑人小孩参加夏令营，并且为当地高中的学生成立了一个跨种族的对话团体。³韦德慢慢成为巴菲特家的常客。掌管巴菲特结算室的约翰·哈丁为公平居住请愿书收集了成千上万个签名。尼克·纽曼通过发动沃伦参加各种各样的当地人权组织，直接把他带入了斗争。沃伦的角色不是去出劳力，而是去发言。他、纽曼和哈丁曾经在林肯的立法机构门口为“自由售租房屋”做证。苏珊则多次购买房子，为那些想搬到白人社区的黑人挺身而出。⁴

近期，沃伦被介绍给了乔·罗森菲尔德，后者经营总部位于附近的得梅因的青年连锁百货商店。⁵罗森菲尔德和当地以及全美国的政治都有联系，他和巴菲特的政治观点相同。他也是格林奈尔学院的董事，这所学校就像一个小小的激进的孤岛，坐落在艾奥瓦州格林奈尔的一片小村落中间。⁶思想解放的学生们毕业以后倾向于参加社会服务，而学校也一直致力于提高非洲裔美国人的招收率。

格林奈尔学院1846年成立，80多年后几乎破产。自从罗森菲尔德开始捐助以来的20多年里，他已经花了近1 000万美元。⁷他机智敏锐，同

时也被悲伤笼罩，因为在一次交通事故中他失去了唯一的儿子。苏珊很快和他建立了特别的关系。鉴于他们共同的兴趣，罗森菲尔德很自然地把巴菲特夫妇带入他最重要的事业中。

1967年10月，这所学院以“身处变化世界中的文理学院”为主题举办了一个为期三天的集资大会。会上的发言者云集了20世纪60年代文化界耀眼的名人——包括凭借小说《隐形人》获得美国国家图书奖的作家拉尔夫·埃里森，质疑种族作为生物学概念的社会生物学家阿什利·蒙塔古，普及媒体驱动的“地球村”概念的传播理论家马歇尔·麦克鲁汉，当代艺术家罗伯特·劳森伯格，以及退休的哥伦比亚广播公司前任总裁弗雷德·弗兰德利。然而众人期待的演讲者是马丁·路德·金——诺贝尔和平奖获得者可不是艾奥瓦州的常客。⁸罗森菲尔德邀请了巴菲特夫妇来参加大会。为了那个星期天早上的活动，他们和5 000人一起挤在达比体育馆里。

金和莫尔豪斯学院的院长一起前来，后者将为他作介绍。他们晚了好几个小时，国民警卫队员、警察以及私人安保人员从早上10点起就开始加强戒备。在等待的时间里，观众们饿着肚子，变得坐立不安。

最后，马丁·路德·金终于穿着他布道者的长袍走向讲台。他选择的主题是“在革命中保持清醒”。他声若洪钟，开始引用诗人詹姆斯·拉塞尔·洛韦尔诗作《目前的危机》里的诗句，这也是人权运动的圣歌。

绞刑架上永恒的真理，
王座上是永恒的谬误，
然而绞刑架决定了未来，
在芸芸众生背后，
上帝站在阴影里，
驻足观望。⁹

他谈到了受难的意义。受甘地鼓舞而转向非暴力抵抗的他引用了《登山宝训》里的内容：为父受迫害的人有福了，因为天国是他们的；温柔的人有福了，因为他们将继承大地。

苏珊被他充满力量的话语深深感动，她看到自己的丈夫也深受感动。¹⁰巴菲特总是跟有气势、充满魅力的演讲者有共鸣。现在他看到马

丁·路德·金就站在他面前：这个人充满道义勇气，曾经因为自己的信仰被殴打，被投入监狱，被戴上脚镣从事艰苦的劳动，被鞭抽棒打。尽管遭受反对和暴力，而取得的成功有限，他仍然践行其主张将近10年。马丁·路德·金曾经这样描述非暴力的力量：“它是解除对手武装的方法。它揭穿了其道德伪装，削弱了其斗志，唤醒了其良知……甚至即使对手想杀死你，你也要坚定内心的信念。有些事物是如此珍贵，有些事物是如此值得珍视，有些事物是如此有价值，它们值得我们为之牺牲。如果一个人还没有发现他可以为之牺牲的事物，他就是苟且活着。当一个人发现了这一点，他就有了力量。”¹¹

马丁·路德·金是个先知，他看到了荣耀，看到了现实中的邪恶，看到了人们因为面临恐惧而从睡梦中惊醒。他呼吁他的追随者们也置身这个现实中。他说，基督教一直坚称我们心中的十字架重于我们的王冠。他在很多次讲演中重复的一句话打动了巴菲特的心，刺穿了他的理性。¹²

“法律不会改变人的心灵，”他说，“但能阻止人的无情。”

他用他洪亮的声音说出这句话，接着继续讲下去，以这句话作为演讲主题。

苏珊经常对丈夫说，生活里有很多比坐在房间里挣钱更有意义的事情。1967年10月，处于人权斗争痛苦中的巴菲特给合伙人写了一封特别的信，这封信表现出他的想法发生了一些改变。这封信比他每年写给股东们的年度报告要早，里面只展示了他的策略而没有披露这一年即将收获的成果。“在市场行为过度反应的模式里，我的分析方法价值有限，”他接着写道，“和我更年轻和钱更少的时候相比，现在为了得到更加出色的投资业绩，我从自己个人的兴趣出发，使用的方法比以前要少一些强迫性……我和目前的现实不同步。但是有一点我清楚，我不会摒弃先前的方法，因为我理解它的逻辑（尽管我发现运用起来有困难），即使它也许意味着放弃大的、显然很轻易得到的利益，我也不愿使用我根本不了解、尚未有过成功经验因而也许会导致巨大且永久的财产损失的方法。”

他提出“少一些强迫性的方法”的另外一个原因是：个人目标。他说他的个人目标已经开始闯入：“我愿意拥有一个能兼顾大量非经济活动的经济目标……我很有可能限制自己只接触相当简单、安全、有利润且令

人愉悦的投资。”

接下来，巴菲特的举动让合伙人吃了一惊，他把之前设定的每年超过市场10个点的目标下调为5个点——或只挣9%，无论哪一个指标，都是变少了。如果他们能在别的地方找到更好的投资，他们可以走，他不会责备他们。

他明白这是在冒险。一些热门的新共同基金比合伙公司做得好得多，一年之内资金可以翻番。每一年的1月，合伙人们可以加钱或者抽钱。许多其他的船长正预测阳光会更加明媚。

然而在时间安排上，他宣布降低目标最终还是对他有利。1966年道琼斯指数的表现非比寻常的糟糕。¹³一些合伙人被市场的动荡所动摇，建议他卖掉股票。而沃伦不为所动，最后合伙公司以高出36个点的成绩击败道琼斯指数，这是合伙公司成立10年来的最好纪录。“如果你不能加入它，就打败它。”他写道。¹⁴因此，他给合伙人一个拿钱到别的地方的机会，现在是个不错的时机。

这个策略的另一个附带作用是测试他们对他的信任。他们是在不知道他最新一年真正业绩的情况下作决定的。如果他们继续留下来，那是因为他们对他的信任以及他们愿意接受他更适度的目标。每年超过市场5个点，如果在较长的时间内滚动投资，也会产生巨大的财富。（假设道琼斯指数平均每年增长4%，合伙人投入到合伙公司的1 000美元经过20年，每年增长9%，将会变成5 604美元——比投资道琼斯指数挣2 191美元多出3 413美元。）即使本杰明·格雷厄姆以每年超出市场2.5%的业绩打败市场，巴菲特修正后9%的下限还是比拥有一般债券要多赢利2%甚至更多。这样年复一年，而且没有亏钱，最后的结果会让人吃惊。和他在一起，投资人只要承受少量的风险，就能得到惊人的回报。不过，通过调低目标，他已经在心理上比他的合伙人更为从容，结果也反映了这一点。

1968年1月，第一次，投资人没有急着往合伙公司里加钱，反而撤出了160万美元。但这只是一小部分，每30美元中只有不到1美元去了别的地方。几个星期以后，他公布了1967年的业绩，和道琼斯指数19%的升幅相比，合伙公司的涨幅为36%。也就是说，在两年里，巴菲特合伙公司里的1美元增长超过60美分。

他祝愿离开的合伙人一帆风顺，但言语中也许有一些微妙的讽刺意味：“这对他们来讲很好，因为他们中的大多数有能力和动力超过我们的目标，而且我也从努力争取好结果的状态中解放出来，因为在目前的条件下，我也许不能达到那样的业绩。”¹⁵

“金融天才是一个上涨的市场。”正如肯尼思·加布尔雷思后来说的那样。¹⁶

现在，巴菲特有更多的时间追求他所谈到的“个人的兴趣”，而压力较过往更少——至少理论上是这样。金的那次演讲以后，罗森菲尔德轻易地聘请巴菲特成为格林奈尔学院的董事。鉴于巴菲特不喜欢委员会和会议，这足以说明他被这次大会感动得有多深，他和罗森菲尔德的关系有多么亲密。自然而然，他直接进入财务委员会，在那里他发现了一群具有同样思维的人。鲍勃·诺伊斯是主席，他经营一家名叫仙童半导体的公司，专门生产电子产品电路——巴菲特对此知之甚少而且没什么兴趣。诺伊斯是格林奈尔学院的毕业生——他曾经因为偷了一头猪到夏威夷式的晚会上烧烤而被学校开除，这一行为在这个养殖生猪的州是严重的错误——似乎前途不可限量。¹⁷然而“他是一个相当普通的人，看起来一点儿都不像个科学家”，巴菲特说。最重要的是，诺伊斯憎恨等级制度，而对弱者充满爱心，这和格林奈尔的精神是一致的。

巴菲特似乎也感觉到了为人权再多做一些事情的迫切性。他认为他可以利用自己的大脑和金融智慧更好地服务于这项事业。罗森菲尔德开始将巴菲特介绍给民主党人士，巴菲特开始和艾奥瓦州的民主党参议员哈罗德·休斯以及准备竞选参议员的吉恩·格伦打交道。

接着，1968年3月，美国最有争议的人物、亚拉巴马州前州长乔治·华莱士为竞选总统抵达奥马哈城市礼堂。¹⁸

超过5 000人挤进了设计容纳1 400人的空间，人们争相一睹这个7年前竞选州长时在讲台上喊出“现在隔离，明天隔离，永远隔离”的人。¹⁹他的支持者只花了不到8分钟就收集到足够的签名让他有资格在内布拉斯加州获得提名。空气中弥漫着臭气弹的气味。当华莱士开始讲话的时候，示威者们朝讲台上扔棍子、布告碎片、纸饮料杯以及石头。²⁰椅子到处飞舞，木棍打裂了，鲜血飞溅，警察用钉头槌驱赶人群。打斗沿着第16街蔓延，暴徒们把司机从汽车里拖出来殴打。人们开始扔燃烧瓶，火焰在周围肆虐，人行道上满是碎玻璃，抢劫者纷纷涌入商店。几个小

时以后暴力平息了，平静最终降临。接着，一个不当班的警察射杀了一间当铺里的一个16岁黑人男孩，他误以为男孩是抢劫者。²¹

接下来的几天里，高中学生们走出教室，砸窗户、放火。²²几天以后，警察和装备有自动武器的狙击手们出动并逮捕了几个人，其中包括“奥马哈黑豹”组织的成员。²³

整个夏天，种族暴力持续发生，而苏珊一直没有停止活动。她信任她和社区不错的关系，而且没有考虑个人的安危。沃伦并不总知道她做的事情的细节，不过确实感觉到有时她把别人的利益置于自己的利益之上太多了。他自己对暴力的恐惧和对暴民统治的害怕根源于上一辈。

霍华德·巴菲特一次又一次对他的孩子们详述了他在16岁时亲眼见到的一幕——数千人集中到道格拉斯县法院大楼前，他们破门而入，企图对奥马哈市长处以私刑，并且殴打、阉割了一个被指控强奸的上了年纪的黑人。接着，他们把他的尸体拖到大街上，朝尸体射击，并且点火焚烧。法院大楼暴乱是奥马哈历史上最耻辱的事件。许多暴力行径霍华德都没看到，不过亲眼见到这些暴徒把一根街灯柱变成了一个临时绞刑架，奥马哈市长在关键时刻被营救之前，就被一个索套套住脖子悬挂在了绞刑架上。²⁴后来他在医院待了很长时间才恢复过来。在霍华德的余生中，这段记忆一直萦绕在心。²⁵他亲眼看到了正常人、普通人如何瞬间变成一个暴徒，把人性中隐藏最深的部分表现出来。

早在这年之前马丁·路德·金就提出警告，大众社会动荡不安可能会导致法西斯主义。这对沃伦·巴菲特而言并不需要任何解释。他对弱者的支持超出直觉，部分是依靠这种逻辑。很多人认为这种事情在美国是不可思议的，不过看起来不可能的事情一次又一次发生。法律不会改变人的心灵，马丁·路德·金说，但是可以阻止人的无情。不过，无情的人是谁？这个他并没有说。

几个星期后，马丁·路德·金飞往孟菲斯市发表演说。他回忆起在纽约刺伤他的一个妇女，以及总有谣言说有刺客在等着他。“我不知道将会发生什么事情，”他告诉听众，“前面还有困难的日子。但是这些现在对我都无关紧要，因为我已经想开了。”第二天，4月4日，当他站在洛林汽车旅馆的阳台上准备发表演说号召清洁工人的运动时，被子弹射中颈部身亡。²⁶

悲痛、愤怒以及沮丧从美国的黑人社区里涌出，把市中心变成了激战区。

同时，数万名学生在大学校园内举行反对越战的示威游行。越共已经发起了新年攻势，袭击了100个越南南部城市。美国人被一张南越警察局长近距离射杀越共游击队员头部的照片吓坏了，这是共产主义者第一次从抽象的名词变成了具体的人。美国政府拒绝了大多数推迟征兵的要求，最终将中上阶层家庭的儿子们推到了参战的风险中。公众的情绪瞬时改变，开始反对这场战争。而到了马丁·路德·金被害的时候，这个国家感受到革命似乎随时都有可能爆发。

很多人以各种各样的方式表明，他们确实受够了，已经被压制够了。巴菲特的朋友尼克·纽曼突然宣布再也不会参加不接纳犹太人为会员的俱乐部的会议了。²⁷沃伦深为感动，也采取了措施。自他与格雷厄姆和纽曼交往以来，他就脱离了20世纪50年代的种族隔离文化以及他家老一辈人的反犹太主义，而和广大范围内的犹太人建立了友谊和生意联系。甚至在有些想法上，他似乎对犹太人有一种个人的认同感。犹太人被孤立的社会地位和他自己不适应环境的感觉相符合。一段时间以前，他已经悄悄地退出了扶轮社，作为会员资格委员会的成员，他厌恶它的偏见。不过他从来没有告诉任何人理由。现在他的个人计划是帮助他的一个犹太人朋友赫尔曼·戈尔斯坦加入奥马哈俱乐部。

鉴于像奥马哈俱乐部等机构捍卫自己的排外政策的理由之一是“他们有自己的俱乐部，不承认我们”，巴菲特决定请尼克·纽曼提名让他加入全为犹太人的高地乡村俱乐部²⁸。其中有些会员提出反对，使用与奥马哈俱乐部同样的逻辑：因为他们的俱乐部不接受我们，所以我们不得不成立自己的俱乐部，那么现在我们为什么要吸收那些异教徒呢？²⁹但是有一些犹太法师出来干预，反诽谤联盟的一位发言人也代表巴菲特出面了。³⁰巴菲特一旦被接纳，就以自己犹太人俱乐部会员的身份不动声色地攻击奥马哈俱乐部，赫尔曼·戈尔斯坦最终被投票同意加入。这样，会员身份上长期存在的宗教壁垒被打破了。

巴菲特设计了一个聪明的解决方案，可以让俱乐部做正确的事情而不会和任何人发生冲突。这避免了他所害怕的事情，不过也反映了他的推断——也许是正确的——游行和示威并不会改变富商们的想法。

他现在是奥马哈的著名人士，这也起到了作用。他再也不是一个暴

发户，他有影响力。那个曾经为了从奥马哈俱乐部的黑名单上被画掉而到处做工作的人，现在可以单独影响奥马哈最优秀精英机构之一的俱乐部自成立以来最重要的组织改变。

不过巴菲特还想发挥更大作用，而不仅仅是一个当地的名人。他明白，利用他的钱，他可以在国家层面上产生影响，因为1968年是个选举年。为了让当前的总统林登·约翰逊下台——而有利于一位反战的候选人，需要花很多钱。

越战是这场竞选的中心事件，而且，来自明尼苏达州的自由主义参议员吉恩·麦卡锡一开始是唯一愿意在初选中和约翰逊竞争的民主党人。

这场竞选从新罕布什尔州开始，在那里，一支麦卡锡的反战“儿童十字军”派出了将近1万名积极分子和大学生冒着大雪敲开了这个州的几乎每一扇门。他赢得了这个州42%的选票，这是一个表明反对现任总统的强烈信号。很多学生、蓝领工人和反战选民们把麦卡锡看成是一个英雄。巴菲特成为他的内布拉斯加战役的财务主管，他和苏珊参加了一次竞选集会。她笑逐颜开，穿着一件吸引眼球的衣服，戴着印有麦卡锡名字的帽子。

接着约翰逊宣布退出竞选，而约翰·肯尼迪的弟弟罗伯特·肯尼迪加入角逐，他和麦卡锡经历了痛苦的却看不出谁明显领先的竞赛，直到肯尼迪赢得了加利福尼亚州初选的胜利，作为提名候选人他才拥有决定性的领先优势。不过就在胜利的当晚，他被刺客暗杀，24小时后终告不治。接下来，约翰逊的副总统休伯特·汉弗莱宣布参加竞选，他最终赢得了在芝加哥举行的民主党大会的胜利。那是一场乱哄哄的大会，配备棍子和钉头槌的警察和闹事的反战示威者发生了冲突。巴菲特接着支持汉弗莱和共和党的理查德·尼克松竞选，后者赢得了最后的大选。在这以后，麦卡锡好几次改变党派，并且以无党派的身份竞选了几次总统，这削弱了其作为一个严肃的政治家的可靠性。

巴菲特对亲密朋友的忠诚为人所知。然而，在别人的眼里，他对一些关系疏远的人，尤其是公众人物的热情是易变的，会根据他们的境况而此消彼长。在他不安全的感觉里，他经常担心和别人的联系会如何影响他。最终他为和麦卡锡的联系而遗憾，并且淡化处理这种联系。但是他对政治的参与以及承诺提供资金的行为标志着他生活里的重要变化。第一次他留了一点儿空间给投资以外的事情，那就是已经扎根于他家庭

的过去，并且还将延展到未来的未知的“非经济活动”。

简单、安全、有利润且令人愉悦

奥马哈，1968~1969

1968年1月，巴菲特召集追随格雷厄姆的同伴们——这是他第一次将他们聚集在一起——在股票市场变疯狂的过程中举行一个信徒式的会议。“在过去几年里，他们的态度发生了巨大的变化，我认为正在拉霍亚集合的这帮人就是留下来的守护者。”¹他写道。他邀请了格雷厄姆以前的学生比尔·鲁安、沃尔特·施洛斯、马歇尔·温伯格、杰克·亚历山大和汤姆·纳普。他还邀请了查理·芒格（他已经把芒格介绍给格雷厄姆）、芒格的合伙人罗伊·托尔斯以及杰克·亚历山大的合伙人巴迪·福克斯。已经离开芒格的合伙公司而成为特雷迪-布朗公司合伙人的埃德·安德森也在邀请之列，此外还有桑迪·戈特斯曼，关于他，巴菲特告诉格雷厄姆，他是“我的一个好朋友，而且是你的仰慕者”。最后，巴菲特说：“我想你也许记得亨利·勃兰特，他和我们合作得很紧密。”²

巴菲特在类似桑伯恩地图等交易中的合作者，同时也是他婚礼上的伴郎弗雷德·斯坦贝克太忙了没能参加。沃伦结束了哥伦比亚大学的学习几年后，和1949年“内布拉斯加小姐”范尼塔·梅·布朗在纽约重聚，一起吃饭。他们分别带上了苏珊和弗雷德，把这次晚餐变成了两对夫妻的约会。此前，弗雷德通过沃伦至少和范尼塔见过一次面。她那时叫范尼塔·梅·布朗·纳德兰德，因为她曾和纳德兰德家族的成员有过一次短暂的婚姻。这个家族拥有剧院，是美国娱乐界的一分子。晚餐过后，沃伦最内向的朋友弗雷德，就如另外一个朋友评价的那样，“任她摆布”，这似乎也证明了古老的格言“异性相吸”。起初，他们俩的结合看起来就像是沃伦在哥伦比亚学习生涯的迷人后记——从那个时期带入巴菲特夫妇圈子里的一对佳偶。他确实有安排朋友生活的倾向，要求他们和他合伙，把他们安排在自己公司的董事会，通过各种各样的纽带把他们卷进自己的生活。两个朋友的结合感觉上像是对他的赞扬，不过后来证实这是弗雷德一生中作过的最糟糕的决定。

弗雷德和范尼塔一直住在北卡罗来纳州的萨利斯伯里，那是他长大的地方，而且他的家族在那里创立了“Snap Back with Stanback”头痛药

公司。现在弗雷德自己也需要头痛药，因为他正努力从这桩婚姻中抽身出来。范尼塔已经在小小的萨利斯伯里扎根，而且留在那儿用尽她的创造力来让弗雷德苦恼，他们还在法庭上唇枪舌剑。因此，和其他的格雷厄姆追随者不一样，弗雷德对股票市场的兴趣暂时被转移了。同时，市场正变得越来越没有吸引力：上亿美元被人们用来搭所谓专家的便车而涌进市场，其实那些专家自己也没有几年的挣钱经验。超过50只新的投资基金进入市场，还有将近65只正准备进场。³对广大范围内的个人而言，持有股票成为一种时尚，这在美国历史上是第一次。⁴巴菲特形容这段时期和“不断扩散的连锁信[1]”甚至和“躁狂症”相似，大多数人“满怀希望、轻信和贪婪，找个理由就能相信”。⁵

在一个仍然通过纸质票据进行交易，需要运送股票凭证的业务里，交易量已经达到文书工作快把市场压垮的水平。大量的指令被重复或者从未执行，票据放错，要不就扔在垃圾堆里，文件室的股票凭证不见了，推测是被偷了，还有谣言说黑手党已经潜入市场。各种各样的改革在1967年和1968年推进，自动化和电脑化交易系统正在竭力赶上。其中最重要的措施之一是关闭旧的“私下出售”市场。全美证券商协会宣布准备上马一个叫作“纳斯达克”的新系统，为小股票进行报价服务。⁶大多数不在交易所上市的价格不再出现在刚印出数据就不新鲜的粉单上，而是公布出来，并且根据变化随时进行电子更新。做市商们必须站在他们张贴的报价旁，亲手更新。任何有知识、擅长杀价且意志坚强的交易者都不会喜欢这个新系统。在一个已经很困难的市场里面，这将让巴菲特的的工作更加艰难。

沃伦给每一位将到拉霍亚的格雷厄姆追随者发出了指引。“除了1934年版的《证券分析》一书以外，请不要多带任何东西。”他写道。⁷不管他们年龄如何，妻子一律留在家里。

在他的信里，巴菲特提醒他们到这儿来是听格雷厄姆这个伟人，而不是另外什么人的教诲的。这个团队中的几个人——芒格、安德森、鲁安——更健谈。当然，当说到投资的时候，没有人比巴菲特自己更健谈。37岁的他已经有资格称呼他以前的老师“本”（本杰明的昵称）。不过有时他仍然会忘记而称呼“格雷厄姆先生”。因此他必须在一定程度上提醒自己不要总想着去做课堂上最好的学生。

得到这样的指示后，这12个格雷厄姆的崇拜者在科罗拉多酒店聚齐，海湾对面就是圣迭戈。沃伦原本希望在便宜很多的地点如假日酒店

会面。他确信，这个团队的人都明白选择这个度假胜地，来奢侈享受这里的粉红和白色相间的维多利亚甜食是格雷厄姆的主意。

当这12个人抵达圣迭戈时，巨大的风暴已经来临，雨水如鞭，大海翻腾，但是没有人介意，他们来这儿是谈股票的。巴菲特非常骄傲自己能给老师设计一个表示敬意的礼物，而且能有机会给他的新朋友们炫耀本杰明·格雷厄姆的智慧。格雷厄姆来迟了，可毕竟曾经是老师，他一到这儿，立刻给了他们一场测验。

在任何情况下，听格雷厄姆说话都是一件痛苦的事情。每一个句子都很复杂且用了典故。他给他们的测验也一样。“虽然有些复杂,但不是特别复杂——有些是有关法国故事的，或者类似的。不过你可能知道其中一些答案。”巴菲特说。

他们却不这么认为，只有罗伊·托尔斯做对了超过半数的题目。除了有两题他确切知道不正确以外，其他每道题他都回答“正确”，最后他得了11分，总分20分。最后他们才知道这个“小测验”原来是格雷厄姆教学技巧中的一个，是为了告诉人们，即使一个看起来容易的游戏也会被操纵。后来，巴菲特有句名言：知道一个聪明的家伙洗牌作弊并不是必要的保护措施。

在会议的其他时间里，格雷厄姆带着困惑忍受着讨论股票发起、制造业绩、伪造账目、机构投机和“连锁信并购综合征”⁸。不过他再也不参与了；相反，他想猜谜语，而且会饶有兴致地加入脑筋急转弯、词汇或者数字游戏。

然而，巴菲特和以往一样投入，尽管他在1967年10月给合伙人的信中写道，从现在起，他不再把自己局限在“简单、安全、有利润且令人愉悦”的活动里。他从圣迭戈返回奥马哈后，把精力都放在合伙公司的问题上。他需要让合伙人知道他们拥有的一些业务并不怎么样。他在接下来的两封信中给了些微妙的暗示。1967年他详细地描述了纺织业的艰辛，而1968年他没有进一步提及这门业务，尽管伯克希尔工厂的前景和收入并没有改善。多元零售公司的收益由于霍克希尔德-科恩公司的拖累而下降。⁹然而，巴菲特还是没有采取符合逻辑的下一步，出售伯克希尔-哈撒韦或者霍克希尔德-科恩公司。

这里，他的商业直觉和他身上的一些其他特点有冲突：收账的迫切

愿望、被人喜欢的需要、过分避免冲突。在1968年给合伙人的信中，他用错综复杂的解释说明了他的想法：“在生意中，当我和自己喜欢的人打交道时，我发现这对我是种激励（什么事情不这样呢？），而且能获得相宜的资本总体回报（比如10%~20%），为了多挣那么几个百分点而仓促行事是愚蠢的。而且对我而言，在一个合理的回报率下和高品位的人建立愉悦的私人关系，比在更高的回报率下面对可能的愤怒甚至还要糟糕的情况，要明智得多。”¹⁰

不断增多的巴菲特观察家们也许读到这些话很惊讶。他用“总”回报衡量，允许其中一些生意出现比平均水平差的情况。看到巴菲特——曾经像紧紧捏住牙膏管挤牙膏一样，从1美元里要挤出1个百分点的最后1/10这样一个人——对“那么几个百分点”轻蔑地表示不屑是令人震惊的。

可是他的业绩表现让抱怨的人闭上了嘴，因为即使调低了预期，他仍然继续超越了自我。合伙公司自成立12年以来，年平均回报超过31%，而道琼斯指数只有9%。巴菲特一直强调的安全边际总是以对他有利的方式和机会相切。¹¹安全边际对他的平均成功率的累积效应意味着，投资道琼斯指数的1 000美元现在只值2 857美元，而他已经达到这个数字的将近10倍——27 106美元。现在，巴菲特的合伙人相信他给的总是比他承诺的要多。1968年，巴菲特证明了这种业绩表现的可预测性和确定性，而在这乱哄哄的一年里，学生们差点儿接管并关闭了哥伦比亚大学，示威游行的嬉皮士变得更好战，而激进分子差点儿提名一头猪当总统。¹²

不过到了1968年的中期，巴菲特决定抛弃棘手的伯克希尔-哈撒韦——既不简单、安全、有利润，也不令人愉悦的公司——以及不幸的纺织工人。他提出把公司卖给芒格和戈特斯曼。他们来到奥马哈拜访并进行商讨。但是，经过三天的讨论，芒格和戈特斯曼谁都不想买这家巴菲特认为自己没有了它反而能生活得更好的公司。他无法摆脱伯克希尔-哈撒韦。

因为服装部和梭箱织机部不能自给自足，需要花不少钱才能继续经营下去。巴菲特被迫采取行动。对他来说，在没有任何回报希望的前提下配置资本是很大的罪过。他告诉肯·蔡斯该怎么办。蔡斯失望了，不过他还是听从指示，关闭了这两个部门。¹³巴菲特仍然不参与这个过程。

因此，他现在拥有的是一个有两项业务的合伙公司，一项成功——国民赔偿公司，一项失败——伯克希尔-哈撒韦，加上多元零售公司80%的股份，当然，还有广大范围内的其他公司的股份。随着1968年一天天过去，市场中的边缘股票开始下跌；投资者们集中追逐最大、最安全的公司股票。事实上，巴菲特自己也开始购买最平淡无奇、最受欢迎但尚属合理定价的股票：1 800万美元的AT&T公司，960万美元的古德里奇公司，840万美元的AMK集团（后来的“联合商标”），870万美元的琼斯与拉夫林钢铁公司。但最重要的是，他一直在积累更多的伯克希尔-哈撒韦股票——尽管他自己有不购买业绩糟糕股票的原则，尽管这个纺织生意已经深陷泥沼。而在不久之前，他还试图把它卖给芒格和戈特曼，但是既然卖不掉，他似乎又想拥有他能弄到的所有股票。

他和芒格还发现了另一个他们认为有希望的公司，并且正在尽他们所能地买进。这就是蓝筹印花，一个经营印花的公司。他们两个将分别或者一起购买，过了一段时间以后，这家公司将戏剧性地重塑这两个男人的事业。

印花是一种营销赠品。零售商们会将之连同找零一起交给客户。顾客会把这些印花放入抽屉，贴到小册子里。兑换的时候，只要有足够数量的小册子就可以买回来一个烤炉、一根钓鱼竿，或者一副绳球套装。积攒印花带来的小小激动属于一个正在消失的世界：一个节约的世界，一个害怕债务的世界，人们把这些“免费的礼物”看成是对不怕麻烦地收集、保存印花并且从不浪费的奖赏。¹⁴

不过印花并不是真正免费。¹⁵商店支付印花的钱因而会相应提高商品的价格。如果不算加州，印花业的全美领先企业是斯佩雷与哈钦森公司。在加州，一批连锁店成立了自己的印花公司——蓝筹印花公司，并以折扣价卖给自己印花，从而把斯佩雷与哈钦森公司的绿色印花排除在外。¹⁶蓝筹印花公司是典型的垄断经营。

如果你让所有主要的石油公司和食品杂货商都派发一种印花，这就像垄断。人们会不要找零但会拿上印花。殡仪业者也派发印花，妓女们也派发印花。我一直在想，最有趣的事情莫过于妓院老鸨对一个女孩说：“从现在起，你最好发双份印花，甜心。”印花到处存在。每个人都有，人们甚至仿制它们。

1963年，司法部就贸易限制和在加利福尼亚州垄断印花业务而对蓝筹印花公司提起诉讼。¹⁷斯佩雷与哈钦森公司也起诉它。当时股票不景气，已经成立自己的合伙公司——太平洋合伙公司的里克·格林注意到蓝筹印花公司并且告诉了芒格。巴菲特也注意到了。“蓝筹印花公司并没有完美的理念。”查理·芒格承认，不过他们都决定下一个适当的赌注，赌蓝筹印花公司能够走出目前的困境——但斯佩雷与哈钦森公司的法律诉讼是最大的威胁。

他们看中了这家公司，因为它有“浮存金”。印花是预先付过款的，而奖品在之后兑换。在这期间，蓝筹印花公司可以使用这笔钱，有时可用好几年。巴菲特第一次接触这个诱人的概念是通过买GEICO股票，这也是他要拥有国民赔偿公司的部分原因。保险商在被索赔之前能先拿到保费，这意味着他们可以拿这笔钱进行稳定且不断增长的浮存金投资。对于像巴菲特这种对自己的投资能力非常自信的人而言，这样的生意实在诱人。

很多行业都有浮存金。银行的存款也是浮存金。顾客们通常会认为银行把他们的现金放在一个安全的地方是帮了他们的忙，然而银行会把这些存款以他们所能收的最高利率放贷，赚取利润。“浮存金”就是这么回事。

巴菲特、芒格和格林知道如何发现投资机会。如果有人给他们印花，他们会把这个情况倒过来想：“嗯，也许拥有印花公司会更好。”然后他们会搞清楚为什么。他们再也不会花费时间存印花来换取木炭火盆或绳球套装，就和他们不会穿着睡衣去办公室一样。甚至巴菲特——儿童时期是个印花收集者，有时还会梦到数印花，在他的地下室里还有一堆令人伤感的蓝鹰邮票——也愿意拥有该公司的股票，而不是收集蓝筹印花。

1968年，蓝筹印花公司开始解决这场由竞争者提起的诉讼。¹⁸它和司法部达成“和解”，拥有这家公司的食品杂货连锁店将向那些派发印花的零售商出售公司45%的股份。¹⁹为了从食品杂货商那里转移更多的控制权——正是他们给了这家公司不够完美的概念——司法部要求这家公司为它1/3的印花业务另外再找一个买主。然而，看起来蓝筹印花公司已经在这场法律争端中挺了过来。²⁰

芒格的合伙公司已经买了两万股蓝筹印花公司股票，格林买的数量

也差不多。在这个过程中，芒格表现出的对这家公司专有权的态度和巴菲特对伯克希尔-哈撒韦的态度如出一辙。他警告其他人离它远点儿。“我们不希望任何人买蓝筹印花公司，”他告诉人们，“我们不希望别人买这只股票。”²¹

随着市场的上扬，巴菲特把合伙公司的临时现金头寸增加至数千万美元，尽管他还在大量购买股票。他的合伙公司从幸运超级市场和市场篮子公司接收了蓝筹印花公司的股票，另外还有亚历山大市场拥有的股份。然而，他还在接下来的几个月里继续买进，直到合伙公司拥有超过7万股。他也为国民赔偿公司和多元零售公司买了斯里夫提马特商场所持股票的5%，它是蓝筹印花公司最大的股东之一。巴菲特算好了，他最终能让斯里夫提马特商场用蓝筹印花公司的股票换自己的股票。幸运的是，他们主要是基于斯佩雷与哈钦森公司的法律诉讼能和解而下的赌注——否则，时间上的安排和配合将是可怕的。

就在巴菲特、芒格和格林投身于蓝筹印花公司时，公司稳步增长的销售已经到了强弩之末。妇女们开始对坐在家里往小册子里贴印花失去了兴趣。快速发展的妇女解放运动意味着她们能利用时间干更好的事情，也意味着更多的钱以及如果她们想要一个电动搅拌器或一个瑞士火锅套装，就能买下它们，而不是攒印花来换。社会角色和惯例已经颠倒，传统文化被蔑视，以致年轻人断言：“不要相信任何30岁以上的人。”38岁的巴菲特并没有觉得自己老了——他从不觉得自己老——但是“从哲学上说，我是在一个老年人病房里”。他写信告诉合伙人。²²他已经和现代文化与金融活动不合拍了。

1968年在巴黎举行的越南和平谈判的前景启动了市场新一轮喧闹欢腾的反弹。尽管巴菲特为自己骄傲，因为他用很小的风险，培养、照料自己的合伙公司，将之从7个投资人、10.5万美元的资金发展到超过300人、1.05亿美元的资金，但他已经成为市场里的长者，在那些年轻的江湖艺人们面前似乎黯然失色了。他们能用耀眼的数字让几年的价值闪光，会在几乎一夜之间让新的投资者给他们5亿美元。

说到那些正在形成的新科技公司，他似乎显得特别过时，而且处之泰然。他出席格林奈尔学院的会议时，发现学校的理事朋友鲍勃·诺伊斯渴望离开仙童半导体公司。诺伊斯、戈登·摩尔（公司的研发总监）和公司研发部的副总监安迪·格鲁夫基于一个把电路科技延伸至“更高的集成水平”的朦胧计划，决定在加利福尼亚州的山景城成立一家新公司。²³罗

森菲尔德和学校的捐赠基金都各自表示要投资10万美元，还有几十个人帮助为新公司筹集了250万美元——这家公司很快被命名为“英特尔”（Intel），是“集成电子”（Integrated Electronics）的缩写。

巴菲特一直以来对科技股存有偏见，因为他觉得这样的投资没有安全边际。几年以前的1957年，他叔叔弗雷德·巴菲特的妻子凯蒂某一天带着一个问题来到沃伦家——她和弗雷德应不应该投资她的兄弟比尔的新公司？比尔·诺里斯离开了雷明顿-蓝德公司（雷明顿-蓝德公司后来和斯伯利电子公司合并，成为斯伯利-蓝德公司，接着，于1986年和巴勒斯合并，成为尤利西斯公司）的UNIVAC计算机部门，准备创建一家名为“控制数据”的公司和IBM竞争。

沃伦吓了一跳。“比利认为雷明顿-蓝德公司落后于IBM。我认为他疯了。他离开雷明顿-蓝德公司时，有6个小孩，更不用说有钱了。我认为比利离开雷明顿-蓝德公司也不可能变得富有。我想他离开只是因为他感觉不得志。每件事情都必须去纽约得到批准而后再回来。凯蒂婶婶和弗雷德叔叔想在公司初期投资。比利没有钱。从某种意义上说，没有人真正有钱。”是的，除了巴菲特和苏珊。“如果我愿意，我应该可以为它提供一半的资金。但是我非常不看好它，我告诉他们，‘这个项目对我而言没什么价值。谁还需要另外一家计算机公司呢？’”²⁴

但是因为比利是凯蒂的兄弟，这一次，她和弗雷德不听沃伦的建议投资了400美元，以16美分一股的价格买了那些股票。²⁵

这个控制数据公司给投资者的回报并没有改变巴菲特对技术的观点。同时期创建的其他许多科技公司已经失败了。然而出于对罗森菲尔德的尊敬或者出于别的什么原因，巴菲特为格林奈尔学院签署了一项技术投资。²⁶“我们在赌骑师，而不是在赌马”，他就是这么看待它的。²⁷不过，更为重要的是，罗森菲尔德为大学的投资提供担保，这提供了安全边际。尽管巴菲特钦佩诺伊斯，他也没有为合伙公司买进英特尔的股票，从而错过了他生命中最重要投资机会之一。虽然他在困难的环境中已经降低了投资标准——还会再这么做——而他永远都不会作的妥协就是放弃他的安全边际。正是这个特别的品质——如果他不能约束风险，那就会放弃可能的财富——才让他成为沃伦·巴菲特。

但是，现在对他而言，整个市场开始看起来都像英特尔。他在1968年年末的信中清醒地评估说，目前的投资想法正处于低谷。²⁸“怀旧再也

不是以前那个样子了。”他总结道。

正如他后来解释的：“这是一个有好几万亿美元的市场，然而我却找不到聪明地投资1.05亿美元的办法。我知道在一个我认为自己不能做得很好，或者我不得不去做好的环境里，我是不想去管理其他人的钱的。”

他的这个态度和1962年时显著不同，当时市场也是同样在飞涨。两次他都为之叹息。但那时他竭尽全力筹集资金，掩盖了他不能让钱工作的无力。

合伙人被他严厉的措辞和他为他们挣钱的方式之间的反差搞得一头雾水。一些人开始用几乎超常的信心来信任他。巴菲特这种令人沮丧的预测越准，他本人就越具有传奇性。

[1] 连锁信，通常指在一封信里写有恶毒的诅咒，收信人必须转发给他人，否则就会如何如何。——编者注

33 解体

奥马哈，1969

在基威特大厦8楼外面的办公室里，格拉迪丝·凯泽坐在那儿守卫着沃伦·巴菲特的门口。格拉迪丝身材纤瘦、妆容完美，一支接一支的香烟散出的烟雾弥漫在她银色头发的周围。她轻松高效地处理着文书工作，接电话，处理账单以及其他没有意义的琐碎事。¹她禁止任何人进来——有时包括巴菲特的家人。这让苏珊光火，不过有格拉迪丝守卫着这道门，她也毫无办法。

苏珊责怪格拉迪丝。当然，沃伦从来没有给过格拉迪丝一个真正的指令不让苏珊进来。不过，他办公室里的每一个人都知道如何去翻译他不直接说出来而用隐晦方式表达的真正意思。如果他们认为他会不同意，甚至没有人敢咳嗽。仅仅是为了在巴菲特合伙公司工作，人们必须得明白暗示以及手势的意思，它们就像是规则一样。他眉心一跳伴随着“唔……”，意味着“想都不要去想”；“真的吗？”表示“我不同意不过不想直接说”；转过头去、眯起眼睛以及后退意味着“帮帮我，我不行”。格拉迪丝在遵从这些没有明确阐明的要求和指令时，有时就会伤害到其他人的感情。不过她的工作就是保护她的老板，那意味着去做一些他自己不能做的事情。她要足够强硬才能承担这个责任。

在她头上方微黑的墙上悬挂着一些镶了镜框的报纸剪报，提醒人们1929年的大崩盘。办公室里放着磨损的金属家具和一部旧自动收报机。越过格拉迪丝，沿着油毡铺的短短的走廊往里走，里面坐着的是其他知道如何解读巴菲特的暗示和手势的人。左边是比尔·斯科特的小办公室，在那儿他对经纪人叫喊着“快点儿，我很忙”，敦促他们执行巴菲特的交易。走廊的右边是一个装文件的工作室，里面还有一个格拉迪丝放满了百事可乐的小冰箱，兼职记账员多娜·沃尔特斯在工作室里精确地记载合伙公司的档案和准备纳税申报单。²沃尔特斯旁边是约翰·哈丁，他负责合伙人以及合伙公司的事务。格拉迪丝的后面就是巴菲特的王国，有几张斜靠的扶手椅，一张桌子，还有一些报纸和杂志。房间里最显眼的就是他桌子对面墙上霍华德·巴菲特的那幅肖像。

沃伦每天早上来了后，先挂上帽子，然后消失在这个圣殿里阅读。过一会儿他会出现，对格拉迪丝说：“帮我接查理。”然后他关上门，开始打电话。接下来的这一天就是在电话和阅读之间来回切换，深入研究要买的公司和股票。偶尔他会再次出现，告诉比尔·斯科特执行某项交易。

这些日子股票市场高涨，而比尔·斯科特相对没那么忙。巴菲特的口袋里满是国民赔偿公司产生的钱，他正在研究整体收购，因为他们的价格较少受制于投资者突发的念头。他已经发现了位于伊利诺伊州罗克福德的伊利诺伊国民银行和信托公司，这是他见过的最挣钱的银行之一，由71岁的吉恩·阿贝格掌管。巴菲特想让顽固的阿贝格成为交易的一部分。阿贝格和数厕纸的本杰明·罗斯纳相似。巴菲特告诉阿贝格有关他想在这项交易上作的改变，然后说：“我已经把鞋全扔了，我不是只蜈蚣。如果你想朝前走，那就太好了。如果不，我们仍然是朋友。”

他已经把这家银行卖给了另外的某个人。不过买家开始吹毛求疵，他们想要审计而他从来没有审计过，所以他想解除之前的交易。他是相当有优势的，而且他做的每一件事都非常保守，令人难以置信。

他随身带着大约数千美元的现金，在周末为人们兑现支票。他把一张还没有租出去的保险柜数目的明细表随身携带，会在鸡尾酒会上努力租给你一个。提醒你，这可是那时伊利诺伊州第二大城市里最大的银行。他决定每一笔薪水并且以现金形式支付给雇员，因此连信托部门的头儿也不知道他自己的秘书挣多少钱。我到了那儿，给出的价后来证实比另外那个家伙少了100万美元。拥有银行1/4股票的吉恩打电话给最大的股东，后者拥有超过一半的股票。他说：“这个从奥马哈来的年轻人出了这个价，我已经厌倦了某某公司的那些家伙了。如果你想把银行卖给他们，那你就来管，因为我不愿意卖给他们。”

毫无疑问，阿贝格接受了他的报价。和阿贝格的交易确认了巴菲特的直觉：意志坚强、有职业道德的企业家通常对新所有者将如何对待他们和他们的公司更为在意，而不是抓住一场交易里最后的5美分硬币。

不久，巴菲特开始用其通俗的名字“罗克福德银行”称呼伊利诺伊国民银行。在美国财政部确认独占铸币制造权以前，这家银行是特许经营

的。当巴菲特发现它能发行自己的货币时，他着迷了。10美元面额的纸币上印着阿贝格的肖像。现在资本净值超过2 600万美元的巴菲特能够买下他想买的任何东西，但是这点他却做不到。在这件事情上，吉恩·阿贝格做得比他好。他和美国财政部有发行自己的货币的特权，而巴菲特合伙公司或者伯克希尔-哈撒韦却不行。³巴菲特被合法发行印有自己肖像的钞票的想法迷住了，于是他开始往钱包里放上一张罗克福德纸币。

到目前为止，巴菲特还没有想过让自己的肖像印在纸币或者别的什么地方。在他管理合伙公司的时候，他或多或少总想避开公众的注意。确实，有关他家庭的故事和照片已经出现在当地报纸上，这对那些需要隐私的人来说已经有些过分了。⁴不过，除了写给股东们的信，整个60年代他的嘴巴是封住的——他不希望被别人搭便车。他不会谈论他是如何投资的，也不会宣扬他的业绩，这和这个时代的其他资金管理所表现出来的抢眼形成鲜明的对比，后者的自我推销能推进他们快速成名。

甚至当推销自己的机会来到门前的台阶上，他也不会利用。几年以前，证券承销商约翰·卢米斯来基威特大厦拜访巴菲特。他的妻子卡罗尔为《财富》杂志的投资专栏撰稿。她曾经采访过资金管理人比尔·鲁安，他告诉她美国最聪明的投资人住在奥马哈。过了一段时间，她的丈夫来到基威特大厦，自己上楼找到这个有227.5平方英尺的地方，看起来一点儿都不像是这座城里最富有的人之一的办公室。

巴菲特带他到街对面黑石酒店的饭馆。他点了草莓酒，然后告诉卢米斯他做了些什么。卢米斯说起他妻子是一个记者。巴菲特觉得很有趣，他说自己要不是已经成了一个资金管理人，他早就把新闻业当职业追求了。⁵

不久以后，沃伦和苏珊来到纽约，和卢米斯夫妇见了面。“他们带我们去了一个特别的小房间里吃午饭。”巴菲特说。这个来自奥马哈、社会关系良好、投资业绩优异的年轻的资金管理人和这个有抱负、为《财富》工作的记者发现他们有很多共同的品性：热衷于揭露有权有势的人的胡作非为、对细节的着迷、竞争的倾向。卡罗尔个子高挑，体态健美，表情严肃，有着一头棕色的短发。她是个一丝不苟的编辑，难以容忍劣质新闻的态度和巴菲特难以容忍损失金钱的态度一样。他们开始通信，她带他进入了一个一流的新闻工作者的世界。他开始就一些报道的想法给她以帮助。“除了查理，卡罗尔迅速成为我最好的朋友。”他说。⁶首先她没有公开任何有关巴菲特的事情。

然而，到20世纪60年代末，对合伙公司而言，还在上涨的市场令股票投资的可行性降低。在试图购买整个企业的时候，较高知名度带来的优势开始超过买股票的隐秘性带来的优势。也就是在60年代末，巴菲特长久以来对报纸和出版的兴趣与他重设的新投资目标以及想亲自过问的渴望，以某种方式结合起来，这将从根本上改变他的世界。

不久以后，巴菲特就沉迷于新闻业的黑白世界中。一页又一页，报纸覆盖了从报刊发行人那儿送过来的成堆的财务报告。当他睡觉的时候，更多的报纸——从一捆里抽出来折好——在他的梦里飞舞。在大多数焦躁的夜里，他梦到自己小时候当送报员时睡过了头。⁷

巴菲特的财富已经增长到足以买下一家报纸或者杂志，或者两者都买下。然而他的梦想不仅仅是一个投资者，而是一个出版商——具有影响力，并拥有为公众提供消息的手段。大约在1968年左右，他和一些朋友试图买下娱乐报纸《多样化》，不过最后没有成功。⁸后来另外一个熟人关系却带来了意外的收获。经常和苏珊一起去俱乐部听爵士乐的一个朋友斯坦福·利普西有一天出现在沃伦的办公室里，他说他想出售《奥马哈太阳报》。巴菲特立刻表示出兴趣，此前他曾试图买下它。

《奥马哈太阳报》是在周边发行的系列周报。斯坦福和珍妮·布莱克·利普西从她的父亲那里继承了这份报纸。它在奥马哈的近郊发行7个版；它最基本的部分是警情、当地社会新闻、周边企业状况、高中体育，以及关于谁和谁确定恋爱关系之类的八卦新闻，这让它成为父母和孩子的必读报。虽然《奥马哈太阳报》在奥马哈的新闻业中处于劣势，但它的编辑鲍尔·威廉斯专门从事调查性新闻工作，通过刊登当地领先的报纸《奥马哈世界先驱报》覆盖不到的内容与之竞争，一般是揭露城中权贵的罪恶和不端行为。这些内容会冒犯《奥马哈世界先驱报》的主要广告商，通常这些人都避开《奥马哈太阳报》。

巴菲特在奥马哈的社会地位已大幅提升，但他对《奥马哈太阳报》披露丑闻这一面有特别的兴趣。自从为抓住银行抢劫者而收集车牌号码以来，他想过当警察。而且“他总是对报纸怀着巨大的热情”，利普西说，“我凭直觉感到沃伦理解新闻在社会中所扮演的角色。因为一条新公路将穿过我的办公地，所以我必须借一大笔钱买一个新的出版社。我不喜欢《奥马哈太阳报》的商业前景，不过我知道沃伦有足够的钱保证报纸不会因经济状况遭受磨难。不到20分钟，这事就搞定了”。

“我计算我们要为此付125万美元，然后每年可以拿回10万美元。”巴菲特说。回报是8%，和债券的回报差不多——比他预期的从一项收购或者一只股票上挣的要少，而且少得多。此外，长期展望表明回报会下降，而不是增加。但是，合伙公司的钱处于闲置状态，而且他真的想成为一个出版商。“我的交易的一部分是这样，”利普西说，“即使合伙公司已关上了大门，他也要吸纳我进去。”巴菲特太想要《奥马哈太阳报》了，于是他同意了这个条件，而且他知道自己正在开始考虑关闭合伙公司。

1969年1月1日，伯克希尔-哈撒韦成为《奥马哈太阳报》的所有者。但是这份小小的当地报纸只是一个开始：巴菲特想成为全国范围内的出版商。乔·罗森菲尔德把他介绍给西弗吉尼亚州的州务卿杰伊·洛克菲勒，罗森菲尔德认为后者是一颗冉冉升起的政治新星。不久，巴菲特夫妇就在奥马哈招待洛克菲勒夫妇；洛克菲勒又把巴菲特介绍给了查尔斯·彼得斯，后者是一个理想主义者，他的新创杂志《华盛顿月刊》似乎是国家的正确的声音，就重要的思想发表观点。巴菲特和掌管《机构投资者》杂志的吉尔伯特·卡普兰交流以获得对杂志出版的理解。⁹接着他又写信给洛克菲勒：“你已经找到我的弱点了。关于出版业，我没有经验——当我喜欢这个产品时……我要提及的是，我对出版业冒险之旅的热情和我就他们的财务可行性做出的评估刚好成反比。”¹⁰

巴菲特把投资《华盛顿月刊》的想法介绍给弗雷德·斯坦贝克和罗森菲尔德，同时警告他们这不可能是一个挣钱渠道。不过它也许会揭露丑闻，推进理念，唤醒思想——披露该披露的！于是他们投了一些钱。¹¹

《华盛顿月刊》很快完成了最初的资本下注。巴菲特坚持不再多投入5万美元。接着他和彼得斯进行了50分钟的电话会谈。“哦，上帝，”彼得斯说，“作为一项投资，它失败的可能性太大了。他有作为一个强硬的商人的本能，另一方面又有慈善的好市民的天性，二者明显在交战。他担心他的商业声誉受损并且差点儿退出，我慢慢地努力把他拉回来。沃伦一直在找新的似乎合理的逃跑路线，而我总是努力封住出口。令人愉快的是，最后他还是留了下来。”¹²巴菲特增加了条件，要求编辑们必须投入一些钱，同时彼得斯从外部再筹些钱，巴菲特说余下的80%由他来弥补。¹³

彼得斯是一个好记者，但不是一个好会计。他们筹来了资金。支票开出去了，接着好几个月没有人收到《华盛顿月刊》的信件。“他们就这

样消失了，”巴菲特说，“弗雷德·斯坦贝克抱怨这样就会使国税表格晚到，而他不得不修改他的纳税申报。”¹⁴虽然《华盛顿月刊》的内容确实有力度——和巴菲特希望的那样——但这还不够。从一开始 he 就知道杂志不会挣钱，不过他认为它应该对它拥有的钱负责。他对于把斯坦贝克和罗森菲尔德拖进了这样的猎熊活动中而感到难堪。投资者觉得自己被当成了银行柜台出纳。巴菲特希望成为新闻工作的合伙人，而不只是为理想主义提供资金的人。

也许后果复杂难料，但正如巴菲特在1967年10月写给合伙人的信中表示的那样，他正在追求个人关注的事业。同时，市场继续枯竭，机会全无。可是，用部分时间当媒体大亨并没有帮助他适应这个现实。无论其他什么占据了他的时间和精力，他仍对合伙公司全心全意，事实证明“少一点儿强制性的投资方法”并不属于他的本性。于是他开始寻找关掉合伙公司的最好办法。他说他收到了几个人要求购买管理公司的提议，这意味着他可以得到一大笔收益，不过他认为这并不合适。即使是在那个年代，一个资金管理人放弃这么大笔钱也非同寻常。但是，迄今为止，巴菲特并没有显示出想变得更富有的倾向。他总是和他的合伙人站在一边，就像为了他自己的利益一样，为他们的利益而努力。大约在1969年的阵亡将士纪念日前后，巴菲特写信告诉合伙人，仅仅降低目标并没有减轻他思想上的紧迫感：

如果管理合伙公司，我会不由自主地去竞争。我知道我不想一辈子被要超越一个投资野兔的想法完全占据，能够慢下来的唯一途径就是停止。”¹⁵然后他扔出了他的炸弹：他宣布他将在年底发布正式退休通知，并在1970年年初关闭合伙公司。“我不适应这个市场环境，我不想因为费力去玩儿一个我不理解的游戏而破坏相当好的记录。”¹⁶

他将会做什么？

“对这个问题我没有答案，”他写道，“但我知道当我60岁的时候，我应该是在努力达到和自己20岁时不一样的个人目标。”¹⁷

合伙人失望了，一些人还害怕。他们中的许多人像孩子一样天真，比如他的姑姑艾丽斯。他们中有牧师、犹太教士、学校老师、祖母以及岳母。他的声明等于把这些股票推向了市场。他认为这个游戏很快就不

值得再玩了。他已经教甚至是没有经验的人要警惕这个过热的市场。一些人除了他谁也不信。不过“他仅仅是想在一个他觉得机会并不让他感到舒适的环境里操作，”约翰·哈丁表示，“尤其是一件他觉得要花掉他所有时间的事情。”

苏珊很高兴沃伦将要关闭合伙公司，至少为了孩子们的利益考虑。他们非常在意父亲是如何看待他们的。苏茜总是能得到沃伦给孩子们的那那么一点儿关注的绝大部分，而彼得觉得安静地待在后院就很好。但是14岁的豪伊随着一天天长大，变得更狂野不驯了。一直以来他总在寻求和他的父亲有一些情感上的联系，虽然这种联系一直没有降临。苏茜有时会发现一双沾了假血的时装模特的腿从她的衣橱里伸出来。当她约会回家后，豪伊会装扮成大猩猩爬到房顶上监视她。如果她穿着舞会上的裙子出现，他会用厨房水槽里的喷头把她淋湿。一旦他们的父母去纽约，豪伊就抓住机会进行无法无天的尝试。¹⁸沃伦仍然什么事都依赖苏珊，而且认为她能照顾好豪伊和其他孩子，满足他们的需要。但是到现在，苏珊自己已经不再努力去控制孩子，而且早已经抛弃了那些有关婚姻的理想主义期望。就像一个朋友评价的那样，她的注意力正被不断增加的“流浪汉”们所占据，他们出入这座房子，寻求她的帮助，占用她的时间。¹⁹

因为她几乎总是无条件地接受别人，这些“客户”中甚至有过去的重罪犯、骗子、瘾君子，还有一个据说是妓院的经营者。一次又一次，这些人从她这儿骗钱。她真的不介意。巴菲特想到自己被欺骗就会被激怒。不过最后他把这看成是苏珊平时乐善好施的预算中的一部分，甚至把它看作她魅力的一部分。

她的女性朋友圈子继续扩张：贝拉·埃森伯格、尤妮斯·丹尼伯格、珍妮·布莱克·利普西、拉克·纽曼以及其他。虽然沃伦认识她们中的大多数，不过这是苏珊的圈子，不是他的。其他的，如罗德尼和安吉·韦德来自积极分子社团，还有一帮以杜威公园网球场为中心的朋友。当然也少不了家庭成员：利拉，现在罗伊·拉尔夫已经过世，她又用回了巴菲特的姓；弗雷德和凯蒂·巴菲特以及他们的儿子弗里茨，后者娶了巴菲特和苏珊以前的临时保姆帕姆——当然，她现在也是苏珊的朋友。她的侄子汤姆·罗杰斯和比利·罗杰斯经常光顾，还有通过比利认识的当地音乐界的吉他手戴夫·斯特赖克。和他们一样，苏珊的一些朋友是年青一辈的：她和

棒球手鲍勃·杰布森的两个女儿芮妮和安妮特，以及他的妻子沙琳很亲近。她提供奖学金的几个黑人学生受到她的庇护并且不时地过来：罗素·麦格雷戈、帕特·特纳，以及爵士艺人比利·泰勒的儿子德韦恩·泰勒等等。

苏珊虽然慷慨大方，但她也开始需要被关注。根据她的朋友所言，她需要的其实不多，只要她丈夫一点点努力就够了。她不赞成挣钱是人生的目标。因为沃伦缺乏兴趣，所以她远离了旅行、博物馆、剧院、艺术以及其他大多数文化形式，这让她感到生活很贫乏。在公众场合，沃伦热情地赞扬她，可在家里或工作的时候，他会心无旁骛。她说，如果他能努力不时地和她一起去画廊，或者只是因为她想去，就带她去旅行，情况就会大不相同。不过，在她的强烈要求下，当他有时真的应邀露面时，那代表帮她的忙，而不是给她的礼物。

既然苏珊知道沃伦永远不会飞到意大利待上几个星期，她开始单独或者和她的女性朋友一起去旅行，有时去拜访家庭成员——比如伯蒂，她现在住在加利福尼亚州——有时去参加个人成长课程。

一次在芝加哥机场，她坐在凳子上，一个男人停在她面前。“你是苏珊·汤普森吗？”他问。她往上看，对于自己满嘴热狗的形象被人遇见很是尴尬。这个男人是米尔顿·布朗，她高中时的恋人，他们已经好几年没有见过面了。他坐了下来，两人重新熟稔起来。[20](#)

总是希望保持感情联系的苏珊后来说，她的丈夫不缺少感情，他只是割断了他自己的感情。而且看起来肯定的是，他最强烈的感情纽带连接的是他的朋友以及合伙人。对于他们，他有强烈的责任感，他和他们一起创造了一个实际上的家庭。其他的巴菲特们帮不上忙，但他因有那些人的陪伴而神采奕奕，相反他在参加自己的家庭事务时，会表现出尽职但却心事重重。

因此，尽管他准备关闭在过去的13年里花掉了他大多数清醒时间的合伙公司，他还是完全保持着和合伙人的联系，而且似乎有点儿犹豫是否应让他和他们的联系就到此为止。他甚至还帮助他们把钱放在投资好手的手里，给他们再写一封信，一丝不苟地描述他们的选择。

在解释他对他们的付出时，他说：“找其他咨询者比较棘手。当我关闭了我的合伙公司时，我还有这些一直依靠我的合伙人们，我也将分配

很多钱。我觉得有责任至少为他们提供一些备选方案。”

退一步说，对于一个资金管理人而言这是很不寻常的行为。即使本杰明·格雷厄姆接受询问时，也只对少数人这样说过，“哦，买AT&T公司”，只是随意地提到巴菲特而已。而巴菲特却精心指导他的合伙人迈向他们未来的投资生涯。他们中的一些已经去了芒格合伙公司，而他又送了一两个过去。不过芒格对市场有点儿不安。“谁还会去见人，如果你正在令他们失望？”他说，“尤其当你把他们吸收进这样的关系中来时？”他还是缺乏巴菲特推销的才能。

我给合伙人推荐了两个我知道格外好而且诚实的人：桑迪·戈特斯曼和比尔·鲁安。到那时，我已经在投资世界里待了很长一段时间，我认识他们也好些年了。因此，我不仅知道他们的业绩，而且我知道他们是怎么实现这个业绩的，这相当重要。²¹

于是有钱一点儿的合伙人去了戈特斯曼的第一曼哈顿。不过桑迪不想要小鱼，因此巴菲特把剩下的给了鲁安，后者正离开基德尔·皮博迪公司和两个合伙人里克·切尼夫以及西德尼·司特尔斯一起成立自己的投资咨询公司——鲁安-切尼夫-司特尔斯，并且创建了专门接受较小账户的红杉基金。他们雇用了巴菲特合伙公司一旦解散就要失业的约翰·哈丁为新公司管理奥马哈的办事处。卡罗尔·卢米斯的丈夫，证券承销商约翰·卢米斯和巴菲特值得信赖的研究人员亨利·勃兰特一起去了鲁安-切尼夫-司特尔斯——当然是全职。这些联系也让哈丁、卢米斯以及勃兰特保留在巴菲特延伸了的“家庭”里。

巴菲特把鲁安带到奥马哈，并且向合伙人推销红杉基金。他用典型的数学术语肯定了鲁安。按惯例，即使他已经认识鲁安好多年了，他仍然觉得有必要留一条小小的退路，害怕事情并不如所愿而招致责备。他写道：“当判断人的时候，无论如何都不能排除犯错的可能性……（不过）无论从性格还是业绩表现上我都极为看好比尔。”²²

然而当巴菲特为关闭合伙公司作安排时，市场火花将要冷却的第一个迹象出现了。到1969年7月美国军队从越南撤兵为止，道琼斯指数下跌了19%。虽然那个夏天成功登月给了这个国家一次振奋，但华尔街并没有感受到。炙手可热的股票如全国学生营销公司和米尼·佩尔的鸡肉系统公司开始崩溃，它们已经在这个市场积累了巨大的跟风盘，而这个市

场里一半的资金管理人和经纪人在这个行业工作的年限不超过7年。²³

蓝筹印花公司——巴菲特、芒格和格林曾苦心收购这家公司的股票——现在成为一个不同于总体趋势的引人注目的例外。他们三个就公司能否解决和斯佩里与哈钦森公司的反垄断诉讼一直在下赌注。当达成和解后，这只股票——巴菲特的合伙人不知道他们有这只股票——倾泻而出700万美元的利润，而他们不到一年以前的投资额仅为200万美元。²⁴现在蓝筹印花公司决定再次公开发行，作为那个协定的一部分，巴菲特选择出售合伙公司持有的股份。²⁵这似乎表示合伙人将在1969年拥有辉煌的最后一年。

这一年的10月，巴菲特又召集了一次格雷厄姆追随者会议，与会者包括上一年在圣迭戈开会的人，但没有本杰明·格雷厄姆本人。这一次妻子们也被邀请了。虽然她们不参加男人们讨论股票的会议，但她们的存在让气氛更为欢乐，像度假一样。巴菲特把整个安排交给了马歇尔·温伯格，他住在纽约而且喜欢旅行。不过，温伯格也喜欢节俭，并且乘喷气机到处旅行的经验并不比巴菲特多。多方商量后他作了一个不幸的选择，定在殖民地俱乐部，位于度假胜地佛罗里达州的棕榈海滩。在那儿他们被当作乡下人一样招待，甚至连门童都不给他们好脸色看。

第一个晚上吃晚餐时，鲁安报告说，门童把他给的5美元小费还了回来，还语带讥讽地说：“你比我更需要它。”比尔·斯科特给了他的门童一把1角的硬币，他通常把硬币放在口袋里以备为巴菲特打电话。门童出去后把这些零钱全扔在了走廊的地板上。

接下来的5天，这群人忍受着这里糟糕的食物、狭小的房间、强劲的大风以及倾盆大雨。男人们像在教室里一样就座，巴菲特大多数情况下总是坐在前面他一贯的位置上。他们对各种思想反复讨论，用的是从很多年的沟通以及共有的一套概念和价值观念中衍生出的编码简称。²⁶“查理讲了一些令人震惊的故事，”巴菲特后来写道，“我作了同样令人沮丧的结论，（倒是沃尔特·施洛斯）说那两个选址错误并且工厂已经废弃的钢铁公司股票价格仍然在面值以下，所以也不是所有的投资都失败。”²⁷

巴菲特发起了荒岛挑战的讨论。“如果你被迫搁浅滞留在一个荒岛上10年，”他问，“你会投资什么股票？”这个游戏是要找到最强大的特许经营企业，这样的企业受竞争和时间的影 响最小。这就是芒格的大生意

想法。亨利·勃兰特记录着各种各样的答案，巴菲特给出了自己的选择：道琼斯、《华尔街日报》的所有者。他对报纸的兴趣与日俱增，而且变得更强烈。可是奇怪的是，他实际上并没有这只股票。

聚会结束时的情形和刚开始时大致无二，酒店员工表现出更多的无礼，认为自己只是在招待一群市场下跌时三流的股票经纪人而已。²⁸他们甚至把这个格雷厄姆团队从酒店中二楼的珠宝柜旁赶走。最后一天离开的时候，埃德·安德森到前台去问怎样去机场最方便。得到的回答是：我们的大多数客人坐豪华轿车去，可对你们来说，还是叫出租车吧。²⁹

巴菲特继续描述殖民地俱乐部是“一个友好的家庭式的酒店——也就是说，如果你是肯尼迪家族人员的话，他们会很友好”。³⁰这个酒店是“一流地点、末流服务”，安德森说。后来，劳德代尔堡一位持有殖民地俱乐部抵押品的商人就融资交易征求巴菲特的意见。巴菲特告诉这个人，即使不收取费用，他也很高兴提供建议，不过“如果你有机会取消他们的抵押品赎回权，就取消吧”。³¹

应巴菲特邀请来到殖民地俱乐部的还有霍克希尔德-科恩公司的路易斯·科恩。巴菲特已经喜欢上了科恩和他的妻子，他和苏珊曾与他们夫妻俩一起去科苏梅尔度过假。但是邀请他们参加殖民地俱乐部的聚会证实是一件尴尬的事情，因为这个会议刚计划完，巴菲特和芒格就开始意识到霍克希尔德-科恩公司的运作将不会顺利。

“零售业是非常棘手的生意，”查理·芒格说，“我们意识到自己错了。实际上每一个经营很长时间的大的连锁店最终都会陷入麻烦并且很难调整。一个20年里占优势地位的零售商不一定在下一个20年里同样有优势。”他们的经历让他们对零售业小心谨慎——随着时间的流逝，这种谨慎只会增长，不会减弱。

他们想要的是那些能挣钱的生意，那些有某种持续竞争优势以及能够尽可能战胜资本创造和毁灭这一自然周期的生意。佛罗里达州的这次会议后不久，芒格和巴菲特就大概以他们当时的购买价将霍克希尔德-科恩公司卖给了综合超级市场。³²巴菲特想在关闭合伙公司、分配资产之前快速行动，摆脱这家公司的负担。科恩夫妇和这家公司一起从巴菲特夫妇的生活中消失了。³³

为了购买霍克希尔德-科恩公司，当时多元零售公司发行了无担保

债（“公司债”）。巴菲特对此尤其关注，因为这是他第一次公开融资。他对承销商坚持债券要有一些不平常的特点。银行拒绝了，因为新颖的结构将会使债券销售更加困难。

我说：“好，不过债券应该有这个特点。”那是我第一次发行债券，我在债券上加了些承销商无论如何也不会感兴趣的东西。不过这些年我对债券发行想了很多。而且我思考了债券持有人是如何被打动的。

从历史发展上看，债券持有人比股票持有人挣钱少是因为他们偏好更低的风险而放弃了股东持有人拥有的无限的潜在机会。不过，巴菲特知道在真实世界里，这未必正确。

“我加进去的东西中，有一条是，如果我们因为某种理由而不支付债券利息，债券持有人可以接管这家公司的表决控制权，因此他们不必非得通过破产或者类似这样的手段而让生意变得失控。”本杰明·格雷厄姆在《证券分析》中用和对其他主题一样的热情对此有过论述。他描述了法院是如何很少让债券持有人得到支持债券的资产，除非这些资产已经几乎毫无价值。无担保债券的破产接收要经过一套程序，这个过程复杂得让人喘不过气，连细枝末节的问题都不放过，最后的结果就是延迟支付。因此，多元零售公司的公司债也规定，如果公司债发行在外，公司可以不分红，这意味着如果债券利息未结清，债券投资人不能得到利润。

第二个不平常的条款是公司债的利率是8%，但根据公司的收入状况，公司可以多支付1个百分点的利息。

巴菲特还加了第三个条款。因为他认为债券主要是出售给那些了解他或者了解他声誉的人，他希望如果他卖出了多元零售公司足够多的股票而导致他再也不是最大的股东，这些债券是可赎回的。³⁴

“从没有人在契约上加这样的条款。我说，‘你知道，他们有权得到这些。他们也许不想赎回债券，不过如果他们想，他们就有这样的权利。从根本上说，是他们借钱给我。’”当银行家尼尔森·怀尔德抗议这样的条款史无前例并且没有必要时，巴菲特否决了他的意见。³⁵

因为利率升高，而且银行不愿借款，公司债突然成为一种有价值的

廉价融资的方式。然而，因为巴菲特认为今天的1美元总有一天会变成50美元或者100美元，所以似乎他已经在霍克希尔德-科恩公司身上损失了很多钱，因为他丧失了更有效地使用这些钱的机会。他后来就此作了如下总结：

时间是好生意的朋友，是普通生意的敌人。你也许认为这个道理很明显，不过我却艰难地领会了这一点……结束了和霍克希尔德-科恩公司的联姻之后，我的记忆就和乡村歌曲中的丈夫一样：“我的妻子和我最好的朋友跑了，而我依然很想念她……”以合理的价格买一个好公司要远远胜过以一个好价钱买一个合理的公司。查理早就理解了这点，而我是一个迟钝的学习者。不过现在，我们买公司或者普通股票的时候，寻找的是有一流管理的一流生意。那也导向了另一个相关的经验：好骑师要骑好马，而不是骑弩马，才能发挥出色。³⁶

1969年的秋天，巴菲特和芒格还在忙着霍克希尔德-科恩公司交易的事，《福布斯》发表了一篇关于巴菲特的题为“奥马哈如何击败华尔街”的文章。这篇文章以如此醒目的方式开头，以致在后来的几十年里，其他报道巴菲特的作者无不效仿。³⁷

“1957年投入巴菲特合伙公司的1万美元，”《福布斯》说，“现在价值26万美元。”拥有1亿美元资产的合伙公司年均复合增长率为31%。在这12年里“没有哪一年是亏损的……巴菲特凭借坚守基本的投资原则而获得了这样的业绩”。

在更多有关巴菲特的深入报道中，《福布斯》一位不署名的专栏作家这样写道：“巴菲特不是一个简单的人，但他有简单的品位。”

经营合伙公司时，这个拥有简单品位的不简单的巴菲特一直坚持股票交易的保密性，而且从来不在采访中透露消息。然而，现在保密性不再重要了，所以他才和这么一篇关于他自己的高调的文章合作。

文章没有写出，或者暗示出他的资产净值。记者不知道自从巴菲特在1966年向新的合伙人关闭合伙公司大门，他收取的费用经过再投资，在仅仅3年内已经将他的资产净值翻了4倍，达到2 650万美元。因为没有新合伙人的钱来稀释，他在合伙公司资产里的股份已经从19%升至26%。这篇文章举了他的“杂乱无章的老旧的奥马哈房子”³⁸以及简陋的

办公室里缺少计算机和大量员工的事实作为例证。确实，这个品位简单的男人仍然一天啜饮四五瓶百事可乐，在晚宴上会要求提供可乐而非酒，并且如果有比牛排或者汉堡包更复杂的食品供应时，他也只会吃小圆面包。家里无论是谁碰巧在洗衣服，都有可能一把把他抓过来，勒令他赶紧换衣服。他有时仍然会以比流浪汉好不了多少的形象出现在公众场合，而且很少注意到自己的着装。即使住在有两个房间的车库式公寓里他也会高兴，钱只是他的记分卡。而苏珊却很在乎生活质量，认为如果没有派上某种用途，钱毫无意义。

尽管如此，巴菲特夫妇在一段时间里还是过着小康夫妇的生活——当然不是他们可以供得起的那种奢侈生活。苏珊甚至升级了沃伦的汽车，让他开和她一样的凯迪拉克，不过是那种没有任何额外性能的基本配置，而且是她给数英里之内的每一个交易商打电话争取的最便宜的价格。人们发现了他朴素的品位和不断增长的财富之间的反差。他的和蔼、谦虚、才智和稳重让他们毫不紧张。他已经褪去了一些他以前的不知礼节和大部分的傲慢，以及较为明显的感觉不安全的迹象——虽然他对批评的容忍没有增加，但他在学习隐藏自己的不耐烦。对长期的朋友他表现出无比的忠诚，人们尤其会被他内心的诚实所打动。

但是，长期和他在一起的人发现他那松了绑的能量旋风令人疲惫。“永不停歇”，他们窃窃私语，而且当他的注意力走神时，他们有时会感觉到一种带内疚感的轻松。他吸收信息而且动辄拿给朋友们大量的剪报和阅读材料——他认为他们会感兴趣，后来才猛地醒悟过来他们已经远远落后于他的步伐了。他的谈话不像表面上看起来的那么随意。他似乎总要有个目的，而不管对于接受的人来说这个目的是多么费解。人们有时意识到他在设法测试他们。在表面的随意风格下面，巴菲特有让人为之震动的内在张力。

很难想象没有了合伙公司他将如何处理所有的精力和激情，而很多合伙人也发现很难想象如果没有他们怎么办。他们中的很多人已经成为他的追随者而不愿让他离开。他们的不情愿对巴菲特其他家族生意的命运简直是一种讽刺。在巴菲特家的杂货店100周年庆典上，弗雷德·巴菲特表示不想干了，要放弃这家店，可他的儿子们谁都不愿意接手。尽管它每年有50万美元的营业额，但是当弗雷德努力寻找买家的时候，却发现无人问津。

巴菲特家不是社会名流也从来没有举办过真正的大型宴会。但是因为商店和合伙公司都将关门，他们在1969年9月最后一个周末的一个晚上举办了庆祝狂欢会。将近200个不同年龄不同种族的人涌进他们的房子。商人、社会妇女、苏珊的可怜的“客户”、少男少女、因为合伙公司而有钱的朋友、苏茜的女同学们、神父、犹太教士和牧师，以及当地的政客通过一簇簇亮灯，经过一排排放在橱窗里的足有3英尺高的百事可乐瓶子，来到狂欢会现场。苏珊选择了一个纽约主题——Stage Door Deli聚厅的食物和装饰——并且告诉人们要穿得“随意”。从裙裤到正式场合穿的短裙，客人们果然穿得各式各样。半截的啤酒桶里装满了菊花，颜色是她最喜欢的像阳光一样的黄色。一张桌子放在那里，犹如熟食店的手推车，上面摆满了熏牛肉三明治、奶酪，还挂着香肠和一只拔了毛的鸡，以契合当晚的主题。坐在日光浴室旁边的钢琴师鼓励客人们跟着唱。壁球场外的爆米花机散发出的香味欢迎客人们来到临时改成的地下室电影院。壁球场的天花板上跳动着巨大的氦气球。由费尔兹、梅蕙丝以及萝瑞尔和哈迪演的电影放了一整夜。在日光浴室里，当客人们用油彩在两个穿着比基尼的模特身上涂抹时，年迈的弗雷德·巴菲特竭力出来“保护”她们。

“我太高兴了，根本不愿意去想这一切将要结束。”苏珊后来这么说。 39

第四部分 苏珊在歌唱



34

“糖果哈里”

奥马哈，1970~1972春

在狂欢会之后两个月，正当巴菲特正式开始逐步解散合伙公司时，道琼斯指数暴跌至800点以下。一个月后，1970年1月，他的朋友卡罗尔·卢米斯在《财富》杂志发表了一篇关于对冲基金的文章，文中着重强调了巴菲特在合伙公司经营过程中的惊人表现，以及他对股票前景的谨慎看法¹。在这篇文章刊载之前不久，市场正要开始像雪崩一样暴跌时，巴菲特给合伙人们写了一封信，告诉他们持有哪些股票。

- 伯克希尔-哈撒韦，在他看来，每股大约值45美元。²其中，大约16美元来自于纺织厂，他说这个行业不太令人满意，而且在将来也没有什么前景。但是，尽管这只股票占到了总股价的1/3，他也没有将它变现来缓解资金压力。“我喜欢经营纺织厂的人们，”他写道，“他们在市场环境如此恶劣的情况下，仍然努力工作来改善企业的经营。尽管回报率不高，但是只要经营利润率能够保持现有水平，我们还是希望把纺织企业继续维持下去。”伯克希尔-哈撒韦还拥有利益丰厚的保险公司——国民赔偿公司。

- 多元零售公司，他评估每股价值11.50美元到12美元。多元零售公司仅仅包括破旧不堪的联合零售商店，以及来自霍克希尔德-科恩公司的现金和纸币，他计划用来“重新投资在其他经营方式上”。不过他没有详细说明可能会是哪些，只是含蓄地要求那些将要退出的合伙人相信他的判断，就像他们刚加入公司时那样信任他。

- 蓝筹印花公司，首次在他的信中被提到。巴菲特告诉他的合伙人他可能将把他们的这项投资变现，因为公司计划在年底抛售股票。

- 伊利诺伊国民银行及罗克福德信托公司也归伯克希尔-哈撒韦所有。

- 《奥马哈太阳报》，他称之为“在财务上不具重要性”。³

即将解散的合伙人吃惊地发现，通过持有伯克希尔-哈撒韦的股

票，他们拥有了一家优惠券公司、一家银行和一家无关紧要的报纸。⁴现在，他们要做出决定是继续持有这些股票还是清仓，因为它们都可以换成现金。

“他将切开这个馅饼，你将可以首先做出选择。”约翰·哈丁说。对巴菲特而言，这是绝妙的一着。他当然希望他们选择现金，然后把伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司的股票留给他自己。不过，他对他们仍然很诚实。在1969年10月9日的一封信中，他作了一个市场预测，而在这之前他是绝不会这样做的。鉴于市场处于如此高涨的时期，“……在我职业生涯中，这是第一次”，他写道，“我现在相信在专业的股票投资和被动的债券投资之间，对于普通的投资者而言，可供选择的余地太少了。”⁵尽管确实允许他们选择，但这就像最好的资金经理人从债券的收益中挤出几个百分点来一样困难。尽管如此，即将解散的合伙人不应该对手上现金能有多大用抱有太高的期望。

两个月后的12月5日，他就这两只股票的前景作了预测，同时也告诉这些合伙人他自己打算做什么。“我个人的看法是，多元零售公司和伯克希尔公司股票内在价值在未来的几年会有巨大的增长……如果每年不能按照大约10%的速度增长的话，我会感觉很失望。”这是一份重要的声明。他告诉了他们伯克希尔和多元零售公司的业绩不仅要超过债券，甚至要远远超过合伙人从最好的资金经理人那里所期望的收益，这是他在10月份的信中所提到的。

我认为两种证券都应该长期持有，我很高兴能够把我资产净值的相当一部分投资在它们上，我将长期把我的资金投入多元零售公司和伯克希尔公司，这种可能性非常大。⁶

与此同时，巴菲特也专门给合伙人写了一篇关于如何投资债券的文章，再一次展现了他同典型的资金经理人的不同之处。尽管如此，“当我收手时，就会使4个人恐慌，她们都是寡妇。她们只信任我，不相信其他任何人。她们受过男人的欺骗，如果她们的钱损失掉，她们就会觉得再也挣不回来。她们会在半夜给我打电话说‘你要继续帮我们挣钱’之类的话”。⁷

但是如果他不能遵守他的高标准的话，他就会拒绝担当他所认为的受托人的角色。“基本上，如果我是担保人的话，我就不能那样做，因为

我知道这对我曾经是多么艰难。”他说，同时回想起11岁时，当城市服务优先股让他姐姐失望时他的感受。

这个圣诞节，他继续在拉古纳海滩的住所处处理散伙公司的事宜。他已经按照通常的高效率买好了圣诞礼物。对于多数事情，他都有一套规律：他到生产球星卡和纪念品的公司，这是奥马哈最好的服装店，给他们一张不同尺寸衣服的清单，这些衣服是为他生命中所有女士准备的。

我会再去一趟，他们取出这些裙子，我要做出各种各样的决定，给我的姐妹们购买礼物，还有苏珊、格拉迪丝等等。我很喜欢这件事。伯蒂有点儿保守，因此我给她选择的衣服胸口往上提一点儿，而她除了我送的衣服外，不接受其他任何人的。

你知道，衣服比珠宝更能保值。

12月26日，在互赠圣诞礼物之后，他又给合伙人写了一封长信，尽力详细地回答了他们的众多问题。⁸有些合伙人对他提出诘难，他们正在犹豫是否继续持有伯克希尔的股票。如果伯克希尔-哈撒韦纺织厂是这样一个毫无价值的公司，为什么不抛掉它呢？

他写道：“我不希望为了每年额外增加几个百分点的回报而导致严重的生活紊乱。”这是为了回应他在1969年1月份的信中给他们所说的话。但是，由于他的事业的全部意义是在每个年度竭力多增加几个额外百分点的收益，这种理论解释在他早期的职业生涯中是不可思议的。

“《奥马哈太阳报》是什么？”他们问道。每股值1美元，他这样回答，在一定程度上忽略了其他的经济效果。然后，他又作了个人解读。“在传媒领域，我们没有特别的扩张计划。”他写道。⁹

为什么不将伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司的股票上市以便自由交易呢？伯克希尔被牢牢地掌控着，以至于需要“预约”才能交易——这使得其他人很难了解它股票的实际价值。多元零售的股票根本就不上市交易。

紧接着是一份长长的、复杂的解释，在这里，巴菲特认为自由交易和流动的公共市场对这些股票来说可能更无效、更不公平，“富有经验的老练的合伙人可能比初出茅庐的合伙人更有优势”。当然，这样一来，他

那些天真的即将解除合伙关系的人，也更容易摆脱患躁郁症的“市场先生”的魔掌，这位先生有时可能会严重低估股票的价值。这也降低了大批经纪人说服他们卖出股票而去买IBM或者AT&T的可能性。但是，这也意味着巴菲特限制了他合伙人的选择——使他们买卖股票都变得更困难——并且，如果他们真的想卖，也只有卖给他。

作为合伙公司的无限责任合伙人，他总是完全掌控着这两家公司。放弃掌控而由看不见的市场去控制，这对他来说比登天还难。再者，一旦他把这些股票转给他那些即将解除关系的合伙人，有史以来第一次，他自己的利益和他们的利益就可能会相冲突。这使得解释变得更为复杂，之所以不将股票上市，而像舞伴背对背互换位置地跳舞，是基于这样一个事实，巴菲特是所有合伙人中最为老练的。他比其他那些合伙人更具有重要的优势。但是不论他的意图多么真诚，这个决定都加深了他和他们之间潜在的利益冲突。巴菲特的信真挚感人，听起来就像是一个人在竭力说服自己正在做一件认为正确的事情。但是利益冲突肯定会引起愤怒和敌意。任何把股票卖给他后来又后悔的人，事后都明白了一个道理：他比我有优势。

然而，受父亲霍华德的影响，沃伦要用万分的谨慎和正直来行使他们的选择权。他回答下一个问题的方式明确告诉了那些即将解散的合伙人可以期望什么。

我应该持有我的股票吗？他们问道。

巴菲特像以前给公众建议一样，给出了明确而直接的答案。

“我所能说的就是我打算这么做，”他说，“并且我计划购买更多。”¹⁰

即将解散的合伙人也要处理第三只股票。在12月26日的同一封信中，巴菲特告诉他们蓝筹印花公司的交易额急剧下跌。¹¹这只股票在短期内从25美元暴跌至13美元，这是因为西夫韦公司抛弃了蓝筹印花公司的优惠券，它的客户基础正在消失，对于司法部强制要求出售的1/3的业务，没有一个买家看好。在洛杉矶的地方法院，还有两起针对它的诉讼已经立案，一个是由道格拉斯石油公司起诉的，另一个是由许多加油站联合起诉的，他们称蓝筹印花公司违反了《反垄断法》——声称它属于垄断企业——请求3倍赔偿并支付律师费。¹²

然而，甚至当蓝筹印花公司的问题在复杂化、其股价在下跌时，巴菲特仍然在购买其股票而不是出售。他是在为多元零售公司和国民赔偿公司购买，同时也是为伯克希尔旗下的两家小保险公司——内布拉斯加州意外伤亡保险公司和国民火灾海难公司买下的，同时也是为自己和苏珊买下的。

现在这些合伙人知道了巴菲特不打算出售，相反却计划购买更多股票。他们将得到他们所想要的东西——股票或者现金。如果他们拿了钱，巴菲特就会得到股票。如果他们继续持有股票，在一定意义上，他们仍然是他的合伙人。

当巴菲特对人们是否接受和喜欢他而寝食不安时，他仍然把忠诚看得最重。他在周围所有人中遍寻忠诚。合伙人关系的解除就是忠诚测验的一部分，这在他以后的行动中可以清楚地看到。

当合伙关系解除时，巴菲特有了更多的钱可以购买更多的股票，甚至当他们继续持有他的股份时——他自己仍然拥有伯克希尔-哈撒韦18%的股份，多元零售公司20%的股份，蓝筹印花公司2%的股份¹³——截至1969年年底，他和苏珊大概已经拿到了1 600万美元现金。在第二年里，伯克希尔和多元零售公司的股票开始迅速换手，就像一个巨人正在洗牌一样。正如巴菲特所预测的——如果他的合伙人知道后，就规模而言也可能会使他们感觉震惊，因为他利用从合伙人那里得到的现金为自己购买了更多的伯克希尔和多元零售公司的股票。他用伯克希尔的现金来购买其公司的股票，对于多元零售公司，他提出从一些打算交换多元零售公司票据的人手中购买该公司的股票，股息为9%。¹⁴同他交易的人形形色色，从他先前的连襟杜鲁门·伍德，一直到他的第一个投资人霍默·道奇及其儿子诺顿。¹⁵对于那些拒绝这些出价的人，他们不得不心甘情愿继续持有，并且让巴菲特将收益再投资，同时却不用花费一分钱——这就表明了信任对他来说是多么重要。¹⁶

之后，他对那些继续持有股票的人产生了一种无比忠诚的感情——这种忠诚之深沉和强烈，甚至连现代那些标准的首席执行官们也感觉是完全不可思议的。正如他后来所声称的，伯克希尔仍然“像一个合伙公司一样，你基本上和私营企业的股东们血肉相连，他们支持你，并且愿意来奥马哈”。在他看来，要做合伙公司就必须有一系列共同的价值观和兴趣，而不是短期的经济利益。他常说，他总是把合伙人看作家人一样。他的合伙人是一群信任他，而他又愿意为其付出的人。作为回报，他也

期望着他们对他忠诚。

然而，人们做出决定的理由各不相同。有人需要钱，有些人则是在听了比尔·鲁安的演说后就想投资红杉基金。许多人的经纪人都督促他们卖掉纺织厂的股票，因为它既费钱又没什么收益。有些人听从了，有些人则没有。有些专业的投资者还有其他的选择，他们认为卖掉这些业绩平平的股票，他们就会富裕起来。当沃伦亲自前往西海岸并呈上多元零售公司的票据时，埃斯蒂·格雷厄姆的姐姐贝蒂把她的股票卖了；埃斯蒂没有。本杰明·格雷厄姆的表妹罗达·撒纳特以及她的丈夫伯尼也决定不卖。他们说，沃伦要买肯定是对他有利，那就对我们也是有利的，我们干吗卖呢？¹⁷当沃伦把票据给他的姐姐多丽丝时，她也拒绝了，如果他要买，我干吗要卖呢？她也这样想。

有几个合伙人亲自向巴菲特提出了更为尖锐的问题，质疑他对股票走势的判断。他回答说，经过谨慎的思考，他认为股票市场将会好转，不过这需要很长时间。像杰克·亚历山大和马歇尔·温伯格之类的人，都认为自己是优秀投资人，他们分析了那些话之后，就把他们的股票卖给了他。

芒格后来称巴菲特是一个“贪得无厌的收购者”，像约翰·洛克菲勒一样，在缔造其商业帝国之初，大刀阔斧地扫清了一切挡路的人和事。¹⁸一些人常常是事后诸葛亮，感觉受到了歧视、诱惑，甚至误导。有些人自言自语说：事实上，那就是沃伦的风格，我应该早就知道的。

截至1970年年底的时候，许多原来的合伙人都套了现，而沃伦却继续购买更多的股票。他和苏珊在伯克希尔的股份从原来的18%猛增到将近36%，他们在多元零售公司的股份几乎翻了一番，达到了39%。实际上，巴菲特现在已经控制了这两家公司。¹⁹他也购买了大量蓝筹印花公司的股票，使其股份从2%增加到13%。

苏珊对此十分清楚，沃伦打算通过迂回手段控制多元零售公司和伯克希尔-哈撒韦，这就意味着她丈夫第二次“退休”也会步第一次的后尘，原因之一就在于蓝筹印花公司也和伯克希尔-哈撒韦一样面临同样的麻烦。²⁰其业务不是仅仅在萎缩，而是濒临死亡，因此他和芒格不得不购买新的业务以促进其资金增值。

1971年年底，尼克松总统废除了金本位制，导致油价暴涨，全美近

半数的石油公司突然停止发放优惠券。由于通货膨胀，日用品物价飞涨，通过热情服务和发放赠品的方式诱使顾客的传统零售方式被颠覆了。人们都想买最便宜的东西，零售商们扎堆打折促销。²¹家庭主妇们精打细算购物，收集大量优惠券来兑换电煎锅的一切机会全都蒸发了。

之后的一天，巴菲特接到蓝筹印花公司总裁比尔·拉姆齐的电话，告诉他一家洛杉矶的公司，喜诗糖果公司正在寻找买主。巴菲特已经对喜诗公司作过一些研究，他也追踪过芬妮·法默公司²²的业绩，调查过新英格兰糖果糕点公司。不过，糖果公司都很昂贵，到目前为止，他还没有涉足过。“给查理打电话。”他说。²³芒格负责蓝筹印花公司以及他们在西海岸的业务。

喜诗糖果公司成立于1921年，由一位加拿大糖果商创建。其产品采用上等黄油、奶酪、巧克力、水果和坚果为原料，经过精工细作而成，创造了上乘的“喜诗品质”。“二战”期间，喜诗糖果公司没有采用偷工减料的方式应对原料不足问题，而是在商店摆放独具特色的白纸黑字的广告：“糖果售罄，请购买战争债券欢庆圣诞。”²⁴这家公司成了加利福尼亚州的慈善机构。

“喜诗糖果公司在加州获得了无与伦比的声誉，”芒格告诉他，“我们能够以合理的价格得到它，如果谁要同这个品牌竞争的话，肯定要耗费巨资。”埃德·安德森认为这太贵了，但是芒格却极为热心。他和巴菲特考察了这家工厂，芒格说：“一个多么奇妙的企业啊，而且他们的经理查克·哈金斯，非常聪明，我们可以留用。”²⁵

喜诗糖果公司已经公开了初步的交易方案，他们要价3 000万美元，而其资产仅价值500万美元。²⁶关键在于喜诗糖果公司的品牌、声誉和商标——最为重要的是客户的忠诚。例如，苏珊·巴菲特就极为青睐加州的喜诗糖果公司。

他们认为喜诗糖果公司就像一只债券，值得额外支付2 500万美元。如果公司把他们的收益作为“利息”支付，那么这个利息平均达到9%。不仅如此——拥有一家公司要比拥有公债风险更大，并且“利率”还没有保证。但是这个收益还在不断增加，每年平均12%。因此喜诗糖果公司像一只债券，其支付的利息仍在不断增加。²⁷再者：

我们认为它已经揭示了价格的力量，喜诗糖果公司的糖果价

格，与同一时期拉塞尔·斯托弗公司的大概一致，我最为关注的问题是，如果你每一磅提高15美分的话，除了400万美元外，还能多收益250万美元。因此，你所买的对象，如果只是稍微加点儿价，当时就可能给你带来650万或者700万美元的收益。

为了收购这家公司，他们首先要同两个人谈判：第一个是查尔斯·西伊——或者叫“糖果哈里”，巴菲特、芒格和里克·格林这样称呼他，他代表刚刚故去的兄长拉里·西伊经营这家公司。兄弟二人共同拥有该公司，不过一直由拉里经营。

“糖果哈里”确实不想经营喜诗糖果公司，他只对酒和女孩感兴趣，他只想去追女孩。但是，在最后一刻，他有点儿变卦了。里克和查理去见他，查理还发表了一通空前绝后的伟大演说，谈及葡萄和女孩，以及“糖果哈里”应该如何高效地利用时间去追女孩。

另外一个人就是“数字哈里”，哈里·摩尔，公司首席财务官和董事。蓝筹印花公司通过其律师，分析了这笔交易的经济收益，以便说服“数字哈里”，同时，他们也继续劝说“糖果哈里”，称这一交易可以使他获得解脱，因为作为兄长的继承人，他将不得不面临许多潜在的利益冲突。²⁸

蓝筹印花公司的出价为2 500万美元，它的税前收益为400万美元，从巴菲特和芒格第一天买进它开始，这项投资就为他们带来了9%的回报——这还不考虑未来的增长因素。尽管他们认为喜诗糖果公司可能会坚持提高售价二三百万美元，不过这仍然值得，他们的资金回报率仍然可能达到14%：虽然还没有到手，但是这一投资收益率已经相当令人满意了。关键是这一收益是否会继续增长。巴菲特和芒格现在可以松口气了，到目前为止，这项收购工作还没有遇到任何麻烦，他们习惯于出低价，对他们来说，如果按照要价交易是无法接受的。

“你们这些家伙都疯了吧，”芒格的下属艾拉·马歇尔说，“有些东西也是很值钱的，如人员素质、公司品质等等，你们低估了品质。”

“我和沃伦听取了这些批评，”芒格说，“我们改变了想法，最后他们得到的收益正是我们所愿意支付的。”²⁹

当这项交易签约时，巴菲特发现特雷迪-布朗公司早就购买了喜诗

公司1 000股，巴菲特命令公司回购其股票。特雷迪-布朗公司的合伙人知道喜诗公司的价值，认为这个价格太低了，他们拒绝接受，并且就这一问题同巴菲特进行了简短的交涉。他们看不出来为什么要把喜诗公司的股票卖给巴菲特，但是他坚称他比特雷迪-布朗公司更需要这些股票。最后他如愿以偿，他们把股票转让给了他。³⁰

从这项交易签署生效的那一刻起，巴菲特、芒格和格林组成的三驾马车开进了董事会，巴菲特以前所未有的热情投入到了糖果业中，甚至对丹普斯特和伯克希尔-哈撒韦也没有这样过，他在这些公司都是任命代理人经营。他赠送整盒的喜诗糖果给他那些信奉素食主义的亲朋好友。他花费几天的时间，给公司的常务副总裁查克·哈金斯写了一封长信，信中写到他已同全国各地购物中心的老板们谈过了，要在各地设立新的喜诗商店，这些地方包括科罗拉多州的斯普林斯、费耶特维尔和加尔维斯敦等等。他也告诉哈金斯艾奥瓦州除外，因为购物中心的经理们已经告诉他“艾奥瓦人都不喜欢糖果”。³¹他给哈金斯授权，允许他停止每月向“糖果哈里”所谓的众多女友赠送糖果。他开始跟踪糖和可可的期货，当时达到了每磅58美分，已经接近前一年洛克伍德可可豆所创造的价格。³²

巴菲特建议尝试销售预先包装好的糖果，他想知道业绩、预算等大量的财务信息。他写信给哈金斯谈及拉斯韦加斯的一个商店：“当我们选对一个地方时，分析能从这个社区赚到多少美元，真是太有意思了。你的工作十分优秀，使我们的公司更为优异。”巴菲特建议哈金斯要“斟酌一下”广告词，绞尽脑汁构思一条，力争能同可口可乐公司“世界上最好的饮料”，或者康胜啤酒公司³³的“源自落基山脉的纯正山泉”相媲美，就好像哈金斯早上嚼着玉米片就能构思出一条广告语，并且还能像可口可乐公司的广告一样响亮。³⁴一个多年的下属这样描述巴菲特那类似戴尔·卡内基的管理方式：“当他想给你增加工作时，他总是先夸奖你。”³⁵

当横杆每次稍微升高一两英寸，跳高运动员仍然成功跨越时，他就会充满信心，相信自己能够跨越更高的高度，这一效应就像一条细小的水流：它轻柔而又持续不断地给人施加压力，让人感觉十分美妙，最后却会使人疯狂。因此，当巴菲特的注意力减弱时，这是必然的，为他工作的人似乎可以舒口气了。哈金斯受到最初狂热激情的迷惑，一口气替巴菲特同几家糖业贸易杂志签了约。最后，巴菲特的注意力转移到一些新的兴趣上去，他也就终止了这项工作。“查理也许有一天会成为一名糖

果生产商，”他写道，“但是我仍然只会去读这些财务报表。”³⁶他已经发现，自己只是喜欢拥有一家糖果公司，而不是去经营打理。

在家中也差不多，巴菲特会同人开诚布公，坦诚相见，“请来我家做客吧，我真的很想见你”。然后，他又埋头看报去了。当他们真的来了他也顾不上接待，显然他们的出现满足了他的愿望。但是有时他也会滔滔不绝，长篇大论，弄得客人精疲力竭地离去。苏珊已经见识了他那变幻莫测的热情。

沃伦仍然迷恋他的妻子，不断在公开场合称赞她，把她抱在腿上。但是在家中，他总是躲在屋内搞自己的工作，需要被人照顾。苏珊在她的朋友面前称他为一块“冰山”。然而，他们的关系依然如初，没有什么改变——只是她的感觉除外。他很满意，他分析这是因为她喜欢给予，通过接受她的关爱，他也使她感到满足。考虑到他们的过去和她平常的待人接物，以及对他的关心，他没有理由有其他的想法。不过苏珊自己的愿望却改变了。她就像一台具有情感的自动售货机，现在不仅仅要照顾沃伦一个人，还要照顾更多的人。最近，她还照顾过艾丽斯·巴菲特，因为她正在痛苦地与癌症抗争。不过这一次，苏珊也渴望着被别人照顾。

因此，当苏珊的丈夫在奥马哈以外开拓新的业务或者躲在办公室中沉思时，苏珊待在家中的时间越来越少了，她出去吃午饭、晚饭，或者晚上和朋友去爵士乐俱乐部，到处旅游。她现在结交了一大批比她年轻的新朋友。他们十分钦佩她，慷慨而又亲切地公开赞美她，对她充满热情，甚至是坦率的爱慕。但是他们不太像她所收养的孩子，而是更像真正的朋友，就像她所有的朋友一样，都很需要她的关爱。

在家中，苏珊已经开始注意她的儿子彼得了，虽然他沉默寡言，行为怪异，她仍然把他当作朋友、心腹和精神支柱，因为他已经长大，马上就要上中学了。

苏茜现在住在林肯市，上了内布拉斯加大学。豪伊现在刚上高中，苏珊正在致力于把他送进大学。她带他参加辩论会，帮他积蓄能量，在高中履历中增光添彩。沃伦像平常一样，非常高兴委托她担负所有的责任。

无论何时，任何事情只要能够用到他的专业知识和技能，苏珊都能

成功地说服沃伦负起责任，投身进去——而不仅仅是开支票。她的朋友罗德尼·韦德和其他黑人社区的领导想开办一家少数族裔所有的银行，以增强该社区的荣誉，促进北部地区的经济发展。为了促进“黑人资本主义”，他们找到了巴菲特和他的朋友尼克·纽曼，他曾经拉着沃伦一起参与到了当地的民权运动中。³⁷

韦德在奥马哈是一个很受尊重的人，而且巴菲特也喜欢银行，他刚刚加入奥马哈国民银行的董事会，这是该市最大的一家银行，是他长期以来的抱负。³⁸对于任何行业，只要赢利比开支多的，他都有天然的、理性的偏爱。因此，他愿意倾听韦德的话，不过他更想知道少数族裔开银行是否切实可行。由于他们希望这家社区银行能够吸引各种各样的客户，因此他雇用彼得和他的一个朋友坐到另一家少数族裔所有的银行外面，计算有多少人进去，并且按种族进行分类。³⁹彼得的统计让沃伦很乐观，因此，他加入了内布拉斯加州社区银行的董事会并成为一名顾问，同时也邀请了鲁安-切尼夫的约翰·哈丁加入董事会。⁴⁰巴菲特告诉这些创办人，如果他们能以股票的形式从黑人社区筹集到25万美元，董事会的顾问们将筹集同样数额的资金。⁴¹银行在一辆拖车上设立了办公室。“沃伦，你真是聪明啊，”乔·罗森菲尔德说，“当我们邀请人们拿钱来投资时，你在半夜可以开车离开，把整个银行都搬走。”

多数经理和董事会成员——包括巴菲特的棒球球友鲍勃·杰布森——都是黑人，大部分都是生手，为了规避风险，巴菲特采用他的教学方式，竭力去培训这些创办人，使他们掌握严格的借贷标准。他强调银行不是慈善团体或者社会服务机构。他每月都参加银行的董事会议，常常是一直持续到晚上。不过，对于他所拥有的公司，他从来干涉日常的管理工作。⁴²相反，哈丁每天都待在银行里，以确保账目收支平衡。“社区管理层的出发点往往是好的，”哈丁说，“但是没有财务技能。”当人们向巴菲特申请更多的钱来弥补不良贷款时，他严词拒绝了。韦德感觉巴菲特“不理解贫穷的周期规律”，并且“从不明白他作为一个富人在我们这个贫困社区中的角色”。⁴³但是，巴菲特理解这些账目，他知道银行通过放松借贷标准和发放无法回收的贷款，对任何人都是有百害而无一利的，这只能给他们惨痛的财务教训。因此，这家银行勉强维持了几年，而没有一点儿发展。

他寻找机会采用其他的方式来提供帮助。当时，苏珊的一个朋友哈利·史密斯开始把一些黑人小孩的名单转给她，这些孩子都因缺钱而上不

起大学，苏珊开始成千美元地捐助。“我要先问问沃伦。”她反复地说。“苏珊，你也有钱，为什么不自己决定呢？”史密斯吃惊地问道。“不，不行，”苏珊总是这样回答，“必须通过沃伦。”史密斯发现这有点儿不可思议，像苏珊这样富有的人在涉及钱时，还要她的丈夫来作决定。⁴⁴

因此，尽管是苏珊负责家庭的基金，但是他们仍然一起管理基金和捐助活动。如果没有沃伦的阻止，她可能会捐赠巨额的资金。这些基金会提供了小额助学金，不过它没有专业的管理机构。要做好称职的管理工作，需要超前思维：如果将来某一天这些基金全都用尽了会发生什么？不过沃伦感觉，将来的这一天遥遥无期。苏珊此时此刻怀着满腔的激情去帮助别人，不过仍然需要有人为将来未雨绸缪。

一年前，沃伦像许多步入40岁的人一样，身体健康方面敲响了警钟。有一次，他正在加州的撒纳特家吃饭，突然，他的一个手指开始肿胀。原来，当天早上他因小小的感染而服用了双份的潘尼西林，希望能够应付过去。作为外科医生的伯尼·撒纳特怀疑是过敏反应，立即给他服用了抗组胺剂，同时劝说他立即去医院。⁴⁵

巴菲特不想去医院。1971年，他饱受了疾病的折磨，前一段刚刚受到沙门氏菌的困扰。⁴⁶此外，据苏珊说他是一个糟糕的病人，对医生和医院有股莫名的恐惧感。⁴⁷因此，他只是让苏珊开车回到他们夏天度假所租住的家中。但是，他的手指继续肿胀，同时头昏脑涨，病情恶化。她慌忙找到一个医生，请他立即给沃伦医治。不过医生坚持要把他送到急诊室。此时，沃伦已经快失去意识了，急诊室的医生们立即行动，竭尽全力挽救他的生命。

三天后，他还在医院接受治疗。医生告诉他，他很幸运。他对潘尼西林过敏十分严重，如果他再次服用的话，可能会没命。由于他还在恢复中，罗伊和玛莎·托尔斯想让他振作起来，因此给他带了一本《花花公子》杂志。但是，他还是太虚弱，没法自己拿着看，只能让苏珊来帮他翻页。不过苏珊翻得很快，总是遭到沃伦的抱怨。

在经历了这次生死劫后，他回到奥马哈的家中，仍然像以前一样痴迷于他的事业。退休，在巴菲特看来，就是意味着不再充当受托人。只要还有一口气在，他就会一直投资下去。他永远也放弃不了竞争——到现在已经到了难以割舍的地步，以至于有一次，6岁的乔纳森·勃兰特

——他朋友亨利和洛克萨妮·勃兰特的儿子——同他对弈，当沃伦似乎要输时，他怎么也无法忍受了。当比赛接近尾声时，他开始猛烈反攻，直至战胜小乔纳森。⁴⁸

看到丈夫一定要打败小乔纳森·勃兰特，苏珊对沃伦的固执也无可奈何。“无论沃伦想要什么，他都能得到。”她这样描述自己的丈夫。多年前沃伦的小妹伯蒂早就注意到了这一点，他的愿望总能实现。⁴⁹一次，苏珊和一个朋友前往得梅因去拜访一个作家——大屠杀幸存者艾丽·威塞尔。她要在当地的一个犹太人集会上演讲。苏珊在某个朋友家的甜点会上遇到了米尔顿·布朗——他现在就住在那里——他们一谈就是好几个小时。⁵⁰有一阵子，他们对他们的关系突然中断感觉很遗憾。她现在公开征询密友的建议，如果重新开始新的生活是否还来得及。尽管她很少谈论自己的问题，或者表现出自恋倾向，她仍然承认自己的婚姻陷入了危机。虽然她十分不快，但是仍然没有采取行动直接抱怨她的苦楚，或者离家出走。相反，她只是和米尔顿旧情复燃。她似乎日益被加州吸引，她已经爱上这个地方。沃伦一家租住的别墅在拉古纳海滩的翡翠湾，比海平面高50英尺，坐落在一群豪华别墅区中。⁵¹

沃伦尤其不喜欢购买房产。他认为把钱花在这上面等于是浪费，不能有所增值。苏珊不断地向他唠叨钱的问题。“如果我们富有了，”她说，“你就要到那所房子去，找到主人问她愿意卖多少钱。无论她要价多少都要买下来。不过我知道我们现在还不富有。”在他们没完没了的拉锯战中，苏珊最后通常都能够从他那里要到钱。巴菲特最后派遣罗伊·托尔斯的妻子玛莎——一个精明的谈判高手去找房屋的主人洽谈。在同房主讨价还价后，她把价格砍到了15万美元。⁵²罗伊·托尔斯给沃伦打电话，告诉他：“真是个坏消息，你把它买到了。”

35

《奥马哈太阳报》

奥马哈，1971~1973

苏珊开始装饰翡翠湾的别墅，她选用的是休闲藤制家具。她专门为沃伦安装了一条独立的电话线，因为他一到加州，大部分时间要么是看电视里的商业新闻，要么就是打电话。

虽然身在加州，但是在“个人兴趣”和乔·罗森菲尔德的驱使下，他的心思只放在华盛顿和政治选举上。巴菲特曾经宴请过乔治·麦戈文，后者当时是1972年民主党总统竞选人。沃伦也资助过阿拉德·洛文斯坦，后者是前国会议员，以自由主义的“花衣魔笛手”^[1]而著称，洛文斯坦和麦戈文一样，很有号召力，能够激励年轻人以极大的热情投身到民权运动中去。他也支持过约翰·托尼——一个“肯尼迪式的人”，重量级拳击手吉恩·托尼的儿子，成功当选为加州的参议员；¹电影《候选人》的创作灵感就是来自托尼的政治生涯，这部电影描述了一个具有超凡魅力的政治家，“年轻、英俊、自由、完美”，却无法取胜，因为他可能会触犯幕后集团的利益。“候选人”正是巴菲特一贯喜爱的政治家，这些人具有好莱坞明星式的不可言喻的魅力，他们一出现就会激发投票人的热情——不过这次，他希望他所支持的候选人能够获胜。

他想出了一个办法，认为这可能对政治家很有帮助，这就是他所谓的“不适指数”——通货膨胀率和失业率——他曾经把这个秘诀传授给了艾奥瓦州的哈罗德·休斯，他俩是通过罗森菲尔德的介绍而认识的。²

休斯曾经是个卡车司机，也是个酒鬼。他身材高大，声音洪亮，是几十年来最为重要的雄辩家之一。他长得有点儿像约翰尼·卡什，嗓音也很像。他从一个不知名的卡车司机一跃而成为艾奥瓦州的州长，是民主党的大佬之一。乔是他的好朋友，他在参议院中具有举足轻重的影响。因此，我们应该适当给他一些资助，赞助他的总统竞选活动。这是他的一场大战；他坚决反对越南战争，口若悬河，滔滔不绝。

休斯是一个基督教救世主，改过自新的酒鬼，没有上完大学，有时被称为“艾奥瓦州的平民主义者”，会为了去帮助因喝酒而导致危机的人而缺席一次例会。他还成功地阻止了好几位同事的自杀企图。不过，他还是深感内疚，因为有一次他失败了。他具有磁铁般的个人魅力，被认为是一匹黑马和一颗冉冉升起的明星。这种候选人能吸引年轻人、蓝领工人，以及那些本来要投票给麦卡锡的反党分子。换句话说，在众多毫无特色的候选人中，他肩负着平民主义者复兴的伟大希望。当时，其他的民主党候选人都无法获取广泛的支持。这帮人的领袖麦戈文，在全国民意测验中只获得了5%的支持率。³

1971年春，休斯召集了“他最为亲密的六个顾问和助手”，包括巴菲特和乔·罗森菲尔德在内，一起仔细商讨他是否应该谋求提名。⁴

1971年5月底，我们在华盛顿的一家酒店开的这次会议。尽管这些会议大都是预先确定好要做什么了，而且他们早已开始大张旗鼓地准备了，但你还是要全力组织，引领民众。

大概在此次会议之前一个月，休斯出现在了《与媒体见面》^[2]节目中。在节目就要结束时，拉里·史匹瓦克问道：“议员先生，有些人说你对第六感和玄学很感兴趣，你能详细解释一下吗？”休斯正要回答这个问题时，节目突然中断了。⁵

因此，当华盛顿会议即将召开时我说：“议员先生，我一周前看过那个节目，如果别人再那样问你这个问题，我建议在你回答之前，首先向提问者明确指出第六感和玄学完全不同。不要让他们将这两个混淆在一起，以免他们在你的回答中找到破绽，抓住把柄，那样的话，从现在起的这六个月里，他们都可以宣称你是在谈论玄学，而你实际上却是在讲第六感。”

水闸打开了，休斯说：“10年前，当我醒来发现自己躺在一家豪华酒店的浴池里时，我不知道自己在哪里。我不知道我的家人在哪里，也不知道自己是怎么到这里来的，而且我发现自己对任何人都没有用。然后在这个地球上，在那一时刻，我觉醒了，那就是促使我努力为穷人工作的原因。”然后，他又说道：“那个经历来自我的一次幻觉。”

他继续说：“我相信预感，我的女儿在那些小猫还没有出生之前就知道它们的模样，她还给我描述过。而它们出生后确实是那样的。有些人曾经看到过远处正在发生的火灾。”

我说：“议员先生，现在假如我是拉里·史匹瓦克，我要问你的下一个问题是，如果你的女儿告诉你她感觉到苏联正准备向美国发射洲际弹道导弹，你会打算对苏联采取先发制人的策略吗？”

他说：“我会认真考虑这个问题。”

我说：“议员先生，现在假如我是拉里·史匹瓦克，而你就坐在那张桌子旁，并且你面前有一杯水，我问道：‘如果有人说他站在几英尺外，仅仅凭借意念的力量就能移动这杯水，你相信吗？’”他回答说：“是的，我相信。”

屋中到处都是这样的人——有些人把整个职业生涯都献给了这个家伙，比如他的幕僚总长——他们看见自己在白宫里。他们开始拒绝接受他们听到的话，他们正在挥手，却说这没有什么含义。当我继续说时，他们已经迫不及待了。他们打断我说，“不是他说的那样”，“不要担心，有人会来处理的”，并且说亚伯拉罕·林肯也相信这些。很明显，他们已经知道了这些，整个努力付诸东流了。我从来没有见过这样的事情，这真是太蛊惑人了，因为这些家伙已经做了多年的准备工作，而且他们都梦想为一位美国总统服务。

最后，乔说：“议员先生，告诉沃伦如果他再像这样提问的话，你就打算让他消失。”

因此，我说：“议员先生，看看，在美国政治中有各种各样的骗子。你知道，他们假装信仰上帝，他们声称每周日都去教堂。你知道，其实他们一个字也不相信。但是，这确实能起作用。在另一方面，你知道自己非常真诚地相信一些东西，并且你也有自己的原因。但是我敢预言，你可能会失去大概10%的标准民主党人的选票，或者更多的选票，这是你真诚的信仰造成的，而其他人能够得到这些选票，正是因为他没有信仰。这就是现实。”同时，所有这些家伙都会说“不要理他，他知道什么？”但是休斯说他要出去一会儿，当他回来时，他会做出安排来结束他的竞选活动。⁶

在那之后10天这件事就发生了，当时休斯接受《得梅因纪事报》的采访，声称最近刚刚通过灵媒和他已故的哥哥交谈了一个小时。⁷至此，参议员哈罗德·休斯竞选总统的抱负消失了。⁸

哈罗德·休斯事件最后证明是巴菲特多年来希望拥立支持者愿望的最高峰，也是最低谷——部分是由于理查德·尼克松的顺利连任终结了这一

愿望。但是，通过这件事，巴菲特开始认真关注媒体在政治方面的巨大影响力；他想要这种影响力。儿时投递报纸，同《财富》杂志记者卡罗尔·卢米斯多年的友谊，购买《奥马哈太阳报》，寻求购买其他报纸，以及他投资《华盛顿月刊》——巴菲特对出版的兴趣不断增加和膨胀。在20世纪60年代，从肯尼迪总统遇刺身亡到因越战而激发的民权运动，巴菲特通过电视目睹了这一系列的重大事件，同时也认识到了电视的强大影响力。现在，由于电视的收益逐渐明朗，他也想去分享一块蛋糕。

因此，比尔·鲁安在纽约宴请了一位老朋友汤姆·墨菲，后者掌管着大都会传媒公司，这家公司自己拥有广播电台。

墨菲是布鲁克林地区一位法官的儿子，早年在纽约混乱不堪的政治氛围中长大，后来进入哈佛商学院学习，1949年毕业。墨菲下颚宽厚，秃顶，脾气随和，他的职业生涯从经营奥尔巴尼一家破产的电视台开始。为了节约成本，他只把大楼朝向大路的一面上了涂料。然后他开始购买广播电台、有线电视公司和出版社，缔造了一个媒体帝国。在他搬到纽约之前，他招募了另一个哈佛商学院的同学丹·伯克——强生公司首席执行官吉姆·伯克的兄弟。

晚饭后，墨菲同鲁安开始着手制定将巴菲特引进董事会的战略。鲁安说要想打入巴菲特的内心深处，最好的办法就是去奥马哈拜访他。墨菲立即起程前往奥马哈。巴菲特请他吃上等的牛排，然后开车带他回家去见苏珊。到现在，她肯定已经明白接下来是怎么回事了：她的丈夫又有了新的让他痴迷的目标。巴菲特喜欢向别人展现他的标志性东西：办公室，苏珊，有时则是铁路模型。之后，巴菲特和墨菲在地下室的球场打了几场壁球，墨菲穿着他的大皮鞋跑来跑去。墨菲还没有提问，巴菲特就知道他要问什么。“汤姆，你知道，”他说，“我不能成为你们公司的董事，因为那样的话，我必须先在里面有一个重要的职位，而你们的股票太贵。”⁹即使整个市场都在急剧下跌，但投资者仍然热衷于电视股票。有线电视是新兴产业，地方专营权又增强了这些新兴的可视的上市公司的诱惑力，激发了投资者对媒体的兴趣。“你看，”他说，“你从我这里什么也得不到，你的董事会不需要我。”¹⁰

但是，此后当墨菲要进行交易时，他都会先给巴菲特打电话。刚刚40出头的巴菲特有些受宠若惊，在墨菲身上也花费了无数时间。甚至在他快50岁时，他还认为，“这个家伙是老了”，但是“他洞悉世事百态”。“我对墨菲也是肃然起敬，”巴菲特说，“我认为他是最优秀的商人

之一。”一天晚上，墨菲在家中给巴菲特打电话，首次向他提供商机——沃思堡电视台正在出售，¹¹不过巴菲特拒绝了。也不知道是因为什么原因，他想不起来了——后来他称这是他职业生涯中最大的失误之一。¹²

其实，巴菲特真正想要的是成为一个出版商。事实上，他认为自己获悉了一个热点内幕新闻，但是，当他把这个线索告诉《华盛顿月刊》的编辑时，他们嗤之以鼻，置之不理。后来，《华盛顿月刊》的出版商查尔斯·彼得斯说：“我可以十分肯定地说，这些编辑十分反感投资人给他们打电话，告诉他们怎么做新闻。”他们告诉彼得斯，“对《华盛顿月刊》来说，这不是真正的新闻”，彼得斯没有强求他们。后来，巴菲特转向《奥马哈太阳报》，可能它不如全国性报纸有影响，不过总比没有报纸报道好吧。当事情水落石出后，彼得斯气急败坏地说：“我应该把手下这些家伙都枪毙了。”

巴菲特所谓的内幕新闻涉及一家儿童城，这曾经是奥马哈一家很有名望的慈善机构，现在却变得十分贪婪。儿童城由一个名叫爱德华·弗拉纳根的传教士于1917年创建，它为无家可归的年轻人提供栖息之地，帮助拯救孤儿，避免青少年虚度人生、流荡、犯罪或者吸毒。巴菲特说：“爱德华·弗拉纳根的事迹在该城广为传颂，他一次如果挣到5美元，就会立即花在孤儿们身上。然后，当他挣到90美元时，收养的孩子已经达到25个。”¹³儿童城在成立初期常常面临经济困境，不过它还是生存了下来。到1934年时，它已经在距奥马哈城10英里的地方拥有了一块160英亩的校园，包括学校、宿舍、教堂、餐厅和体育设施。在霍华德·巴菲特的帮助下，儿童城于1934年开办了自己的邮局以便筹集资金。¹⁴到1936年时，这里已经成了一个行政村庄。后来到1938年，儿童城因在斯宾塞·特雷西和米奇·鲁尼主演的奥斯卡获奖影片中露面而声名大噪。

当一个专业的募款人员特德·米勒看到这部电影后，立即有了一个想法，要把儿童城的募捐活动变成一个轰动全美的运动。儿童城，现在自称为“小鬼之城”，在每年的圣诞节时，都会发出数百万封信，信中写道，“当您在欢庆圣诞时，还有许多无家可归被遗弃的孩子们无法享受这种欢乐……”，同时附上电影中一幕著名场景，一个街头顽童抱着一个小孩，嘴里说着一句经典台词：“他一点儿也不重，爸爸……他是我弟弟。”

人们少则寄来1美元，但集腋成裘，这数百万封信合起来收回的捐款还是非常可观的。¹⁵儿童城利用这笔钱，大肆扩张，校园扩大到了1

300英亩，建造了体育场、纪念品商店、农场（可以雇用孩子们工作），还建有职业培训设施。弗拉纳根神父于1948年去世，在他的继承人尼古拉斯·威格纳主教的经营下，这笔资金不断增加。它现在实际上成了一个圣地，吸引着全国的游客前来参观。

我曾经听说在圣诞节来临前好几周，美国国民银行就要增派人手来处理捐给儿童城的汇款。当然，我也目睹它正在一步步坠入贪婪的深渊。

在弗拉纳根创建儿童城的初期，他查询过法庭的记录，接收了一些冥顽不化的少年犯，甚至还有几个杀人犯。但是到了1971年，儿童城开始筛选进入这里的人，将精神失常、智力迟钝和有严重违法犯罪行为的人排除在外；它基本上只接受那些“无家可归”的男孩，并且不能有其他严重的问题。¹⁶儿童城可以容纳1 000人，却雇用了600多人来照顾665名男孩。¹⁷然而，这样一个庞大的机构，却只是收容男孩，并且与世隔绝，营造了一种类似监管甚至监狱的环境，这种方式似乎已经过时了。¹⁸孩子们依据钟声行动：第一声钟声响起时，他们要在巨大的餐厅祈祷；第二声时坐下；第三声时开始吃饭；到第四声响起时，无论吃完与否，都要放下刀叉；第五声时站起来祈祷；听到第六声时就要立即冲出餐厅。他们的邮件要接受审查，一个月只允许接待访客一次，并且还要由工作人员选择，不能自己挑选。他们从事着琐碎的工作，基本上没有什么创造性，也不能和女孩接触。儿童城只重视培养低等的职业技能，如采摘豆子和搭建鸟巢。

1971年7月的一个傍晚，在巴菲特家中，沃伦同《奥马哈太阳报》的编辑保罗·威廉姆斯一起分析儿童城的问题，并且决定深入调查它是如何筹集资金以及如何花费的。《奥马哈太阳报》已经就该事件作过一系列的报道，并且收到了儿童城的辩解——“我们不讨论经济问题。”¹⁹现在威廉姆斯派三个报社记者，韦斯·艾弗森、道格·史密斯和米克·鲁德开始了秘密调查工作“项目B”，计划组织一次详细的调查。²⁰他们发现儿童城收到的公开宣传材料声称儿童城没有从教会、联邦或者州政府获取任何资金支持，记者米克·鲁德顺藤摸瓜，在林肯市内布拉斯加州议会大厦记录中发现这是假的。²¹这使得他们开始怀疑儿童城的其他问题。

通过其他的基本报道，他们得到了该机构的房产税记录、教育情况记录以及公司的条例。他们发现儿童城同州福利部门的关系长期以来都

很紧张；儿童城当时的负责人威格纳主教拒绝参加由外部机构组织的评审工作，只听取自己员工的建议。²²威廉姆斯通过国会的资源获取关于儿童城邮局的报告，他发现每年通过该邮局发出的募捐信大概有340万封到500万封之间。这是一个惊人的数目，其他机构的募捐人告诉他们，基于这样一个数目，儿童城一年至少可以筹集1 000万美元。巴菲特利用自己的财务知识，分析出它的运营成本连其中的一半也不到。²³儿童城筹集资金的速度比花钱的速度快。它在1948年经历了一次巨大的扩张，假如从那以后起，它每年积攒500万美元的话，巴菲特估计这么多年来它至少积累了1亿美元的剩余资金。但是，到目前为止还没有证据可以证明这一点。

巴菲特已经加入了当地的都市联盟。通过这一关系，他结识了当地的一名外科医生克劳德·奥甘医生，后者是儿童城唯一一位黑人董事。巴菲特认为这个医生是一个正派的人。

我们在街道对面的黑石酒店吃早饭。我不停地讲啊讲，想从他那里获取一些信息。他无法告诉我详细情况，但是，他也说我没有错。他甚至做得更好，尽管我无法从他那里获取任何数字，但是他让我明白这里一定有故事。

奥甘医生开始悄悄地指引调查团队，帮助他们继续跟踪事态的发展，同时又没有泄露机密情报。²⁴记者们开始找城里的人谈话，但是却毫无进展；儿童城的大部分员工都不敢说真话。巴菲特穿着破旧的网球鞋，被虫子蛀坏的毛衣，裤子上还沾着粉笔屑，指挥着几个记者，在奥马哈城四处游荡。²⁵“这真是太不可思议了，”他说，“无论与《天使神差》中的女记者相对应的男主人公是干什么的，那就是我。”到现在沃伦也已经接纳了苏珊的朋友斯坦·利普西，他当时是《奥马哈太阳报》的出版商，也是巴菲特的一个新朋友，他们开始一起慢跑，在他的地下室打壁球。

然后，沃伦突发奇想。他知道国会刚刚通过一项法律，其中有一款是要求非营利组织向美国国税局提交纳税申报单。

我正在费城的家里为巴菲特基金会填写“990报表”，突然脑中一闪——如果我要递交纳税申报单，他们也许也要报税。²⁶

记者们顺藤摸瓜，找到了费城国税局的990报表，焦急地等待了20多天，直到工作人员从成堆的文件中翻出这些档案。²⁷

两天后，包裹抵达奥马哈。保罗·威廉姆斯已经雇用了一位新的总编助理兰迪·布朗，专门帮助处理儿童城事件，整个团队成了四人组合。“我第一天工作，就看见桌上的990报表。”布朗说。²⁸巴菲特当时刚刚购买了喜诗公司，正忙着给全北美的朋友邮寄整箱的糖果。然而，儿童城萦绕在他的心头，他也亲自来帮助布朗分析这些文件。确定无疑，儿童城净值2.09亿美元，而且每年还在以1 800万美元的速度递增，这相当于它每年开支的4倍。巴菲特兴奋不已。在他的一生中，他一直在等着修女犯罪，并通过分析指纹来揭露这一罪行，现在他却利用纳税申报单突然抓住了一个双手沾满罪恶的主教。

他们把办公桌、文件柜搬到威廉姆斯的地下娱乐室中，并且扯了三条电话线。最后，“我们追踪到一切，事情水落石出了”，利普西说，“不过，我们没法查清他们在瑞士的两个银行账号”。《奥马哈太阳报》的记者们对自己的发现十分震惊，儿童城收到的捐款规模是圣母大学的3倍。保守估计，每个男孩可以分到20万美元。米克·鲁德戏称它是“小鬼之城，高额收益”，²⁹这个赚钱机器每年能够带来2 500万美元的收益，可以用投资的收益轻松囊括所有的开支，根本不需要再筹集一分钱。³⁰报道整合在一起后，报道小组在黑石酒店召开了一次会议，就在巴菲特办公室对面的街上。巧合的是，儿童城的董事会也同时在该酒店的一间会议室举行。记者们蹑手蹑脚地走进去，希望不会被看见。³¹这一阴谋已经十分明显，现在他们开始思考下面这些问题：儿童城打算怎么处理所有这些资金？为什么它要继续筹钱呢？调查的最后一个环节就是找出这些问题的答案。

作为儿童城的管理人员，74岁的尼古拉斯·威格纳主教现在负责筹款工作。主教此时已经获悉《奥马哈太阳报》正在调查他们，儿童城已经开始匆忙着手进行改革。但是这些记者很自信地确认这位主教还不知道他们已经得到了儿童城的纳税申报单。他们害怕在这一报道上败给《奥马哈世界先驱报》，因为一旦它意识到这是一个多么重大的新闻的话，它就可能利用其更为丰富的资源突然出击。他们更为担心的是，儿童城可能突然会同《奥马哈世界先驱报》合作，给它提供独家新闻，预先发动攻势，发布对儿童城有利的报道。³²

记者们密谋如何采访威格纳和他的上级，希恩大主教。米克·鲁德，

三十来岁，留着齐肩卷发，八字胡，一副吊儿郎当样，前去采访威格纳。一看到威格纳，鲁德禁不住深感情。威格纳满脸皱纹，秃顶，穿着主教的长袍，伸着脖子，就像一只老迈的海龟。这位主教看起来十分憔悴，毕竟已经历经大大小小15次手术的折磨。随着采访的进行，他喋喋不休地讲着，同时否认接受了政府的资金。当被问起筹集的资金问题时，他说：“我们一直都是负债累累。”鲁德明白没有一句是真话，就结束了采访，带着录音带直接回到威廉姆斯的地下室。威廉姆斯把录音带整理出来后，立即把它放到保险柜中。

当鲁德在采访威格纳时，威廉姆斯正在盯着大主教，他们想在采访威格纳的同时对他进行采访，但是无法安排在同一天。希恩——在这一点上可能被暗示过——证实了威格纳的陈述，但拒绝进一步发表意见。当这些资料到手之后，报道小组的记者们带着摄像师来到儿童城的筹款办公室。它位于奥马哈一家带有“富国银行”标识的大楼里，而不在儿童城里。他们不请自入，抓拍了几张成排女士工作的照片，她们正在打印筹款信和给捐赠人的感谢信。他们也设法采访了几个资金筹集人，不过他们都说：“不要在你们的文章里提到筹集资金的事宜，以免公众轻易形成错误的观念，导致他们认为我们很富有，我们想让人们认为是男孩们邮寄的这些信。”³³

同时，其他记者突然出现在董事大会上。这些董事大都没有颠覆这一神圣机构的动机。他们包括：掌管儿童城投资收益的银行家，一个建筑师的儿子（这位建筑师建造了儿童城校园，同时其公司正在为儿童城建造其他的建筑），为所有男孩提供服装的经销商，以及处理儿童城法律事务的律师。他们中的多数人除了同儿童城的经济利益相关外，所有人都感觉很荣幸能够成为内布拉斯加最受人尊敬的机构的董事，同时还能够为他奉献微薄之力。威格纳认为他们都是一群讨厌的人，并且告诉鲁德说，“他们从来没有做过太多的好事”，“他们一点儿也不了解社会福利事业……他们也根本不懂教育”。³⁴据威廉姆斯讲，不论他们实际上知道多少，董事会对记者们的提问反应不一，从“吃惊到无知或者完全不懂”都有。³⁵儿童城的另外一个管理人员事后才明白过来，说：“董事会没有完全尽到为威格纳主教服务的职责……他们应该早就向他建议，减缓筹集资金的速度。”³⁶

这真是太具有讽刺意义了。正是儿童城贫困的背景导致威格纳开始筹集资金，正如兰迪·布朗所说的，就好像“狼在门口一样”。³⁷也正是这

一原因麻痹了董事会成员，使他们在监管威格纳的行为时没有质疑这是否合理。但是沃伦·巴菲特，在同样环境中出来的人，要替他们打破它。在巴菲特看来，这样的犯罪不仅仅在于贪婪地筹集资金，更是由于把这些资金随意堆在那里而没有合理地使用。儿童城甚至连预算都没有。³⁸ 巴菲特认为这种罪孽是对信用责任的抛弃，没有合理地代表他人行使管理这些资金的权力。

记者们整个周末都在兴奋地写这篇新闻报道。巴菲特和利普西一点点地读着。“我们只是一家毫不起眼的小报”，巴菲特说，但是却要按照著名的全国性报纸的新闻报道标准去写。最后，他们聚集在保罗·威廉姆斯家的客厅里，把所有的资料铺在地上，绞尽脑汁构思标题。最后他们把大标题定为：“儿童城：美国最富有之城？”一篇长达8页的专题报道出现在了报纸上，同时还有一些相关的花絮新闻，报道以《圣经·路加福音》（16：2）中“把你所经管的交代明白”开篇。

在报道登载前一天，星期三的下午，威廉姆斯把稿件送到了美联社、合众国际社、《奥马哈世界先驱报》和电视台。第二天，1972年3月30日，巴菲特将来回忆起来时仍会认为这是他一生中重要的一天。该报道不仅实现了他的愿望——像教会一样去经营商业活动，而且它还以《圣经》中最受人喜爱的思想——管理工作来开篇，通过这面镜子他看到了职责、道德或者义务，以及重要职位的责任。到那一周结束的时候，新闻通讯社已经将儿童城的报道传遍了全国，成了全国性的丑闻。³⁹ 星期六，儿童城的董事们召开紧急会议，决定停止所有的筹资活动，包括春季已经印好并已装进信封的所有信件。⁴⁰ 借助先进的传播方式，调查报道产生了深远的影响，立即推动了全美非政府组织监管方式的改革。这一报道被《时代周刊》、《新闻周刊》、《编辑和出版人》和《洛杉矶时报》等其他媒体转载。⁴¹ 在儿童城丑闻曝光之后，有人立即对26家类似的机构作了一个非正式调查，结果发现超过1/3的机构称他们的筹款活动受到了影响。⁴²

与此同时，威格纳的接任者弗朗西斯·施密特主教已经开始负起责任来。他迅速给儿童城的支持者们致信，说：“《奥马哈太阳报》只是‘一份购物指南，里面刊登的都是黄色新闻、偏见、嫉妒’，据我所知，这篇报道充满了狭隘和偏执。”他还指出他们的动机是反天主教的偏见。事实上，这些记者们早就竭尽全力避免出现这种偏见。另外，施密特还说这篇报道充斥着“卑鄙可耻的含沙射影”，之所以这样是因为“这是一份由庸

俗编辑组成的廉价报纸，而它的老板却是一个富得流油的家伙”。⁴³威格纳仍然顽固不化。“儿童城，”他说，“仍然会存在，而那堆黄色垃圾——所谓的《奥马哈太阳报》——却会被忘掉。”⁴⁴对写信询问儿童城丑闻的人，威格纳都发送了一份相同的信，告诉他们《奥马哈太阳报》的报道在传播“耸人听闻的地方八卦”，并且说儿童城目前不再接受捐款，因为“我们的资产和设施已经增值了好几倍……因此可以满足我们的开支”。⁴⁵这些信件打印在普通纸上，在最下面都写着“您的捐款符合减税的要求”，并且“我们从不雇用募捐人或者筹资机构——我们不支付佣金”。

在《奥马哈太阳报》的报道刊登几个月后，奥马哈新闻俱乐部举行年度演出活动，一组歌手为奥马哈的名人们（有几个来自其他城市）表演节目。他们用歌声来讽刺威格纳主教和儿童城：

大约在50年前，
我们建造了一座儿童城。
我们呼吁人们都来捐款，
钱财滚滚而来。
我们请求人们救济，
汇款纷至沓来。
我们这些无家可归的孤儿们
全都获得了慷慨的资助。
沃伦·巴菲特刚一出现，
我们的资金就被曝光，
所有的财源全都中断。

（合唱）

谁在从中作梗，
搅乱了威格纳主教的募捐箱？
现在我们成了过街老鼠，

好像我们会传播天花一样。
你可知道，这是个阴谋诡计，
沃伦·巴菲特，
你为什么要搅乱威格纳主教的募捐箱？

从好莱坞来了一些家伙，
拍了一部电影；
米奇·鲁尼向人们展示，
他们应该把钱花到哪里。
斯宾塞·特雷西用她万分的虔诚
扮演自己的角色；
我们卖掉无数的爆米花，
只是为了购买AT&T。
我们把锡杯传到各地，
让人们安乐富足地生活；
沃伦·巴菲特突然出现，
查清了我们的资产负债表。
我们建造了豪华的别墅，
用来给这些孩子们上课。
星期五不是去钓鱼，
而是在温室中吃野鸡。
我们总是向别人诉苦哭穷，
但是我们从来没有欠过债。
最后算出来了，
每个人都能分到20万美元。
巴菲特吹响了笛声，
全凭满怀恶意和嫉妒的一时之兴；
他肯定在心中盘算，

巴菲特从来没有感觉看纳税申报单是如此有意思，他想做个备忘录，把事件的进展记录下来，只是为了证明《奥马哈太阳报》不会像主教所预计的那样被遗忘。代表新闻界最高荣誉的普利策奖，“开始使我激动不已”，他说。⁴⁷他让保罗·威廉姆斯开始填写申请表。威廉姆斯为巴菲特准备了一份详细的大纲，把他描述成一个有自己的战略思想、有着长期报纸管理经验的人。“在一个国家，经济因素不可避免地导致每个城市只能拥有一家日报”，巴菲特写道，《奥马哈太阳报》提交的申请中应该强调“对另一家印刷媒体的需要”。另外一家报纸，甚至只是郊区的周报，也会增加“处于困扰中的巨人哥利亚的价值”——但是，主流报纸都害怕这么做，因为这样“可能看起来很傻”。⁴⁸

米克·鲁德写了一篇关于儿童城的追踪报道，这招致威格纳主教在采访中指责这些报道含有种族歧视，同时这篇报道也揭露了湖边儿童城的孤儿们种植大麻的丑闻。保罗·威廉姆斯把这篇稿子给枪毙了，他说《奥马哈太阳报》还要走阳关道，在某种程度上要避免以后的报道受到影响，同时也是为了避免让人们感觉他们有反天主教的倾向。此时，普利策奖即将揭晓。“太糟糕了。”鲁德在日记中自言自语道。⁴⁹

《奥马哈太阳报》的记者们知道普利策奖的竞争太激烈了。他们要和《华盛顿邮报》的调查性新闻记者卡尔·伯恩斯坦和鲍勃·伍德沃德竞争，后者追踪一起发生在民主党全国委员会总部的普通盗窃案，当时正值1972年尼克松与麦戈文争夺总统候选人资格，最后却发现这是一起巨大的政治间谍案和故意破坏行动。不过《奥马哈太阳报》在1972年也很有实力竞争这一新闻界最高奖项。

1973年3月，美国职业新闻工作者协会和全国新闻协会，授予《奥马哈太阳报》公共服务方面的最高奖励；《华盛顿邮报》获调查报告奖。在颁奖典礼之前的一次鸡尾酒会上，当斯坦和珍妮·利普西在人群中挤来挤去，希望能够一睹卡尔·伯恩斯坦和鲍勃·伍德华德的风采时，珍妮用胳膊肘碰了一下她的丈夫说：“我敢和你打赌，我要赌100美元，你一定会获普利策奖。”几周后消息传来，《奥马哈太阳报》获得了普利策地方调查报道奖。整个报社沸腾了，人们欢欣鼓舞。⁵⁰这一次，它同获得公共服务奖的《华盛顿邮报》平起平坐了。苏珊·巴菲特举行了一次庆祝晚会，她制作了一个写有“太阳报普利策奖”字样的巨大点心，放在家

中。在晚会上他们也庆祝一些其他的胜利。儿童城开始在一些项目上进行投资，并且迅速组建了一个中心，对儿童的听力和言语缺陷进行研究和治疗。还算幸运，它还是起到了一些作用。儿童城从现在开始有了预算，并且向公众公开其财务状况。

那一年他们没有像往年一样邮寄圣诞节筹款信，只是寄了一封圣诞贺卡表示感谢，同时也附上了希恩大主教的一封信，信中“十分遗憾地”宣布，威格纳主教由于“健康原因”而不得不退休。尽管他确实十分憔悴和虚弱，《奥马哈太阳报》那些尖刻的记者们却认为“这是因为他所读到的报道”而导致的。⁵¹

1974年的复活节，杰克·林沃特尔转给沃伦一封信的副本，这是威格纳神父（已经不是主教了）写的信。信中不再说那些无家可归被遗弃的孤儿们没有快乐的圣诞节了，相反，信中详细地介绍了儿童城刚刚参与的一些投资巨大的新项目，以及他们打算雇用专家“以帮助我们计划未来”。⁵²在这封信之后，他们仍然收到了360万美元的捐款，但因为受到丑闻的影响，同上一年的最高值相比少了很多。

因此，这一事件的结局和其他的一样：一种复杂的胜利，为了应对公开的尴尬，一方面加以掩盖，一方面加以改革，却没有完全改变体制。虽然儿童城最后又获得了董事会和管理层的信任，但这不是一天就实现的，董事会的利益冲突并没有消失，至少没有立即消失。

甚至《奥马哈太阳报》的荣誉也是昙花一现。它的经营状况并不景气，这个爱揭丑的编辑保罗·威廉姆斯在荣获普利策奖后不久就退休了。那些调查新闻记者也一个个另谋高就，跳槽到了其他报社和通讯社。除非巴菲特甘愿它继续赔钱，《奥马哈太阳报》的经济状况无法让它像过去一样支撑未来的发展。《华盛顿月刊》已经证明了这一点——即使大报也是如此——巴菲特也不会这样做的。在一定意义上，《奥马哈太阳报》是他的“烟蒂”之一，他已经吸进了最后一大口。

在另一种意义上，和其他事情相比，他从《奥马哈太阳报》中所获得的短暂声誉只是他的副产品。最近，因为其他原因，巴菲特已经在投资者的头脑中引发了一场震荡。一个叫乔治·古德曼的作家以亚当·斯密为笔名出版了一本题为“超级金钱”的书，猛烈抨击了20世纪60年代股票市场的泡沫。这本书十分畅销，卖出了100多万册。⁵³这一泡沫突然把基金经理们送到最高点，然后几乎在一夜之间，泡沫破灭，将他们抛进低

谷，就好像他们的发动机突然没油了。他们被描述成了“长角魔兽”，引诱普通投资者的可恶家伙。但是当讲到本杰明·格雷厄姆和巴菲特时，古德曼知道他遇到了两个非常与众不同的人物，他花费了整整一章来写这两个人，把他们写得光彩夺目。

古德曼十分敬重精通拉丁语和法语的格雷厄姆，曾经受到他的热情款待。但是当格雷厄姆出现在《超级金钱》一书中时，形象却不佳，说起话来有些矫揉造作，话语中透露着一种自我讽刺的感觉。而巴菲特却是另一副模样：全美国一流的投资专家，极其喜爱百事可乐，独自一人经营着自己的事业，远离华尔街的那些撒旦们。巴菲特同格雷厄姆一起出现在书中，就像一块两英寸厚的丁字牛排同一块鹅肝酱放在同一个盘子里。人人都想要牛排。

这本书的所有评论者都提到了巴菲特。华尔街资深作家约翰·布鲁克斯称他为“巴比伦的清教徒”，身边却围满了“贪婪、蓄短连鬓胡子的证券投资巫师”。⁵⁴一夜之间，巴菲特成了明星。

甚至在奥马哈，《超级金钱》也引发了小小的轰动。在这本畅销书中，巴菲特被加冕为“投资之王”。他现在是人们常挂在嘴边的“那个沃伦·巴菲特”。

[1] 花衣魔笛手，一句常用的政治宣传语，通常用来指代那些善开空头支票的领导者。它用幽默而有力的方法暗示如果你盲目地跟随、支持这样的政治人物，就会和传说中的老鼠一样，结果是自寻死路。据传，在德国普鲁士的哈梅林曾发生鼠疫，民众死伤极多，居民们束手无策。后来，来了一位法力高强的魔笛手，身穿红黄相间的及地长袍，自称能铲除老鼠。镇子里的当权者们答应给他金银财宝作为答谢，魔笛手便吹起神奇的笛子，结果全村的老鼠都在笛声的指引下跑到了河里，全部被铲除。但是那些见利忘义的当权者们却没有兑现承诺，拒绝付给他酬劳。为了报复，花衣魔笛手又吹起神奇的笛子，全村的小孩都跟着他走了，从此无影无踪。——译者注

[2] 《与媒体见面》，美国国家广播公司制作的新闻访谈节目。该节目是全世界播映史上最长久的节目，从1947年11月6日首映持续播出至今。这也是美国收视率最高的晨间访谈节目。该节目专注于专访国家领袖或是谈论政治、经济、外交和其他公共政策。——译者注

36

两只落汤鸡

奥马哈、华盛顿哥伦比亚特区，1971

长期以来，巴菲特一直渴望在出版领域占据一席之地。自从报纸出现以来，大多数都是由一些家族控制，直到最近才有要出售的企业，并且看起来还很便宜。他和查理·芒格也开始了一个接一个的收购活动。他们尝试着从斯科里普斯·霍华德那里购买《辛辛那提问讯报》，不过没有成功。¹他们还打算为蓝筹印花公司买进斯科里普斯家族的另一家企业——新墨西哥论坛公司，该公司旗下拥有《阿尔伯克基论坛报》²——最后也以失败而告终。

1971年，《华盛顿月刊》的出版商查理·彼得斯接到了巴菲特打来的电话，请求他牵线，帮巴菲特和芒格结识《华盛顿邮报》的出版商凯瑟琳·格雷厄姆。巴菲特说他和芒格已经购买了《纽约客》的股票，并且想把这份杂志整个买进。他们已经同《纽约客》的董事长——该杂志的一个大股东——彼得·弗里茨曼谈过了，他也想出售自己的股份。不过他们需要一个合伙人一起购买该杂志，他们认为《华盛顿邮报》可能是最佳的选择。

接到这个电话，彼得斯并不感到吃惊。他转念一想，认为巴菲特肯定是对《华盛顿邮报》的股票感兴趣，因为格雷厄姆家族正在让公司上市。他之所以继续持有《华盛顿月刊》，也许正是因为最近有些报纸正在公开发行股票。如果能够以《华盛顿月刊》为突破口打进《华盛顿邮报》，那么所有在它上面花费的投资也算物有所值了。

在1971年《华盛顿邮报》即将公开发行股票时，³彼得斯安排了一次会面，探讨双方合作购买《纽约客》的事宜。巴菲特从来没有购买过公开发行的股票，因为他感觉这些股票都是被大肆鼓吹和宣传出来的；它们的价格被高估了，同那些不受人喜爱的“烟蒂”或者价值洼地正好相反，如他和芒格购买的美国运通公司或喜诗糖果公司的股票。因此，巴菲特并不打算购买《华盛顿邮报》的股票。但是他和芒格仍然飞到了华盛顿，在《华盛顿邮报》的总部同凯瑟琳·格雷厄姆会面。那是一座8层

高的白色哥特式大楼，建造于20世纪50年代，正面高悬“华盛顿邮报”几个大字。

尽管凯瑟琳·格雷厄姆是《华盛顿邮报》的出版商，但是接管该报时已经不年轻了。8年前她开始接管该报，当时她46岁，一个寡妇，带着4个孩子，从来没有经营过报纸。现在她已经全力以赴，在投资者和新闻界的不断质疑之下，仍然能够勇敢地迎接挑战，管理一家上市公司。

查理和我同她进行了一次短暂的接触，只有20分钟。我不知道她是个什么样的人。我不知道她会害怕自己的公司。那天正下着大雨，因此我们进去时就像两只落汤鸡，你能想象出来我们当时的寒酸样子。

在她的办公室落座后，她对我们十分热情，然后她建议我们去见见董事长弗里茨·毕比，他是纽约真正起推动作用的人，我们听从了她的建议。但是，我们没有取得任何进展。

当时，格雷厄姆对购买《纽约客》不感兴趣，巴菲特的这次造访无功而返。这次会面，也没有留下任何她和巴菲特将来会成为好朋友的迹象。不管怎么说，他在她心中没有留下什么印象。对巴菲特来说，尽管她仍然是个漂亮的女士，但是他还没有发现她有什么特别吸引人的地方，这可能是因为巴菲特喜欢像戴茜·梅尔那样温柔贤惠而又体贴关爱的女人。再者，他们的背景也有天壤之别。

凯瑟琳·格雷厄姆出生于一个富有的家庭，之后不久就迎来了咆哮的20世纪20年代。父亲吉恩·梅耶是犹太人，一个投资家和《华盛顿邮报》的出版商。母亲艾格尼丝是上流社会出名的交际家，只关心自己的事情。家里人在背后都叫她“大艾格”，因为她个子高挑，随着年龄的增长，她的腰身也不断变粗。艾格尼丝之所以嫁给这个犹太人，至少在一定程度上是看中了他的钱财。不过和她的丈夫和5个孩子完全不同，她极其喜爱中国艺术、音乐、文学和其他艺术。他们在基梭山拥有一座粉中带灰色的别墅，俯瞰着威彻斯特县的拜瑞湖。另外，他们在纽约第五大道还有一套公寓，在华盛顿特区另有一座巨大的维多利亚风格的房子。他们轮流在这三个住所居住。

凯瑟琳最初几年是由母亲照顾的，她们住在基梭山的别墅里。这里被人们称为“农场”，因为它包括一个巨大的果园兼花园兼牛奶场，还有

一个古老的农舍，这个农舍是农场工人们的单身宿舍。餐桌上的每样蔬菜、每个水果都来自周围的农地和果园。凯瑟琳吃的肉来自农场自己养的猪和鸡，喝的牛奶来自农场的泽西种乳牛。每天每个房间的桌子上都摆满了鲜花，甚至在华盛顿的家中也有从基梭山的花园快递过去的鲜花。威彻斯特县别墅的墙上挂满了中国的名画；里面还有当时地位和身份的象征：一个室内游泳池，一条保龄球道，一个网球场以及一架巨大的管风琴。

凯瑟琳可以从一群骏马中选择自己的坐骑，这群马英俊高大，足以和灰姑娘的马队相媲美。她常常到处度假，有一次甚至跑到德国去拜访阿尔伯特·爱因斯坦。有时艾格尼丝会带着孩子们去野营，教他们独立生活的能力；他们大概要带5个农场的雇工、11匹鞍马和17匹驮马随行。

但是孩子们要见他们的母亲还必须预约。他们要狼吞虎咽地吃饭，因为当仆人在长长的餐桌上上菜时，要先给艾格尼丝盛。当仆人开始给其他人盛菜时，她已经开始吃了；而且她自己一吃完，就要求把其他人的盘子也迅速撤走。她自己也承认，她不爱自己的孩子。她让奶妈、家庭教师和骑师来照顾他们；她把孩子们打发到夏令营、寄宿学校和舞蹈班。他们唯一的玩伴是他们自己，以及仆人的孩子们。艾格尼丝常常醉酒，同许多名人调情和交往（不过只是柏拉图式的精神恋爱）。她瞧不起其他任何妇女，包括自己的女儿。她竟然拿凯瑟琳同美国的甜心宝贝秀兰·邓波儿相比，后者是一位集唱歌、跳舞和甜蜜微笑为一身的美国童星，长着满头金色卷发。⁴“如果我说我喜欢《三个火枪手》，”格雷厄姆回忆道，“她会说我不可能真正读懂它，除非我能够像她一样读了法文原版。”⁵凯瑟琳所接受的训练就像是杂交的兰花一样，美丽而又娇生惯养，其潜力常常受到严厉的指责，或者是被忽视。然而，当她到华盛顿特区的马德拉学校上学时，却突然学会了招人喜爱的技能，并且被选为班长——在那时这是很令人吃惊的事，因为她具有一半犹太人血统。

在信奉新教的基梭山家中，他们过着与世隔绝的生活。因为艾格尼丝坚决主张要把孩子们培养成新教徒——尽管这违犯了当时的宗教习俗——他们甚至忽视了他们的父亲是犹太人这一事实，格雷厄姆不明白他们为什么要与世隔绝。后来她在瓦萨尔学院上学时，有一次感到非常震惊，不知所措。当时一位朋友向她道歉，因为有人在她面前发表了一通贬低犹太人的言论。她事后才醒悟过来，她在血统上的冲突“要么使你具有超强的生存能力，要么使你乱成一团”。⁶

凯瑟琳从母亲那里学会了对小事不拘一格，慷慨大方，害怕受欺骗，不愿轻易放弃以及对他人持怀疑态度，认为别人都想利用她。据她自己描述，她也形成了喜爱指挥人的倾向。⁷然而，在别人看来，她天真质朴，坦率正直，慷慨大方，心胸开阔。不过她似乎都不承认这些优点。

尽管她的父亲公务繁忙，对人冷淡，对她却很支持，因而她似乎感觉和他更亲近些。为了吉恩·梅耶，她把热情投在了经济学上——最后这些知识也用上了，从来没有任何浪费。她父亲在经济学方面很有天赋，再加上他付出了大量的时间、金钱和精力，从而拯救了奄奄一息的《华盛顿邮报》，使它继续生存发展下去。当时，凯瑟琳正在日渐长大成人，而这家报纸在首都华盛顿地区的五家报纸中仍然排在最后，远远落后于主流报纸《华盛顿明星晚报》。⁸但是到了1942年，当梅耶开始考虑退休时，凯瑟琳当医生的哥哥比尔没有兴趣经营一家不赢利的报纸，因此责任落在了凯瑟琳和她的新婚丈夫菲利普·格雷厄姆身上。凯瑟琳迷上了菲利普，她认为自己没有什么能力，就理所当然地接受了父亲的决定，把《华盛顿邮报》近2/3有表决权的股份转给了菲利普，授予他绝对的控股权。梅耶之所以这么做，是因为他认为男人不应该为自己的妻子工作。剩下的股份由凯瑟琳拥有。⁹

尽管梅耶热切希望把这份报纸继续创办下去，但是当菲利普·格雷厄姆接手后，事态立即失去了控制。编辑部和发行部的几位员工一天的大部分时间不是在赌赛马，就是在喝酒。当梅耶不在城里时，办公室勤杂工每天所做的第一件事就是给每个人送半品脱的白酒和一份《每日赛讯》。¹⁰

菲利普·格雷厄姆着手对此进行整顿，并且开始加大政治报道的版面，培养报纸的特性，同时用强硬自由的声音加强社论版的力度。他收购了《新闻周刊》和几家电视台，这都表明他是一个出色的出版商。但是随着时间的推移，酗酒狂欢、脾气暴躁、情绪不稳以及冷酷的幽默感，使他变得越来越古怪，尤其是对他妻子常常毫不留情地讽刺抨击。当凯瑟琳体重增加时，他称她为“肥猪”，并且给她买了一个瓷猪。她很少为自己考虑，以至于她还认为这个玩笑很有趣，把这个瓷猪放在了显眼的地方。

“我很害羞，”她说，“我害怕被别人抛弃了，因为我会惹他们厌烦。当我们一起出去时，我从不说话；我都让他说……他真的很聪明、很风

趣，是个不可思议的多面手。”¹¹

她的丈夫利用了她的恐惧感。当他们和朋友一起外出时，只要她一开口讲话，他就盯着她。她感觉到他似乎在告诉她，她讲话太多，正在使人生厌。她也认为自己不善于交际，永远也不能达到别人的期望，更不可能像秀兰·邓波儿一样迷人。毫无疑问，随着时间的推移，她不再公开讲话，总是让菲利普替她出面。¹²她变得非常没有安全感，甚至在聚会前会恶心呕吐。据有人称，菲利普私下里对她更恶劣。¹³她的4个孩子全都见证过父亲对他们母亲的伤害。他喝得酩酊大醉，回来就发酒疯，吓得她浑身发抖，不知所措。

她从来没有和菲利普对着干过，甚至当他和一群女人鬼混时也没有，这其中可能还包括杰克·肯尼迪的情妇。¹⁴相反，她维护他，帮他辩护，称他具有个性魅力，聪明能干，又有智慧，容易遭到别人的嫉妒。他的行为越是残暴，她越是想取悦他。¹⁵“我认为菲利普差不多把我给改造了，”她说，“我的兴趣提高了，我也更加自信。”¹⁶他认为她嫁给他十分幸运，而她也这么想。他最终弃她而去，投入《新闻周刊》编辑罗宾·韦伯的怀中。当她的一个朋友知道此事后，对她说：“太好了！”她当时就目瞪口呆。她从来没有想过离开了菲利普她的生活会更美好。但是，他随后就开始想方设法将报纸从她手中夺走，毕竟他控制了2/3的股份。凯瑟琳十分害怕会丢掉家族的报业。

1963年，当她正在同菲利普争夺报纸的控制权时，他在一次公开活动中突然病倒，被诊断为躁郁症，送到了一家精神病医院治疗。六周后，他借口周末回家休养逃离医院。他回到坐落于弗吉尼亚州格伦韦尔比的家中。周六，他和凯瑟琳一起吃了午饭，然后他在楼下一间浴室中开枪自杀，时年48岁。当时她正在楼上的卧室睡午觉。

他一自杀，报纸就归凯瑟琳所有，威胁消失了。虽然她十分害怕掌管这份报纸，但是当有人建议她卖掉报纸时，她却下定决心自己来管理；她要接手管理工作，直到她的孩子长大成人来接替她。“我对管理一无所知，”她说，“我甚至对复杂的编辑问题一点儿都不懂，我不知道秘书是干什么的，我不知道哪些事情重要，哪些不重要。更糟糕的是，我根本分不清事情的轻重缓急。”

尽管格雷厄姆有时已经能够表现出坚定的信心，但是在工作中，她仍然需要依赖别人，因为她不断地重新思考和质疑自己的决定。¹⁷“我不

断地从那些经营报纸的报业人身上学习管理，”她写道，“当然，他们都是男人。”但是她从来没有信任过他们或者其他——当然了，她身边的人没有一个用值得信赖的方式对待过她。她会试探性地把信任放在某个人身上，然后转念一想，又收了回来。时而热情时而冷淡，对手下人不满意，导致她在公司获得了一个可怕的声誉。而她却又总是在寻求建议。

“有时一天要做出好几个决策，而她根本不确定怎么进行——常常是很难做出决定——她会打电话给董事们、朋友们，她认为他们可能会有相关的经历，能够给她一些建议。这一方面是为了得到建议，来帮她处理问题，同时也是为了看看哪个朋友的建议更合理，以后好再次向他们求助。”¹⁸

最开始，她常常依赖弗里茨·毕比律师——《华盛顿邮报》的董事长。他在凯瑟琳刚刚接管这份新工作之初，就给她很大的支持。¹⁹当时，《华盛顿邮报》依然是华盛顿地区三家仅存报纸中发行量最小的一份，年收入仅8 500万美元，利润仅400万美元。

她渐渐地适应了自己的角色。她和主编本·布拉德利都很有远见，把竞争对手《纽约时报》作为自己的标准，想办成一家全国性的报纸。布拉德利出生于波士顿的盎格鲁-撒克逊基督教新教家庭，毕业于哈佛大学，第一任妻子是美国一位参议员的千金。他曾经在情报机构工作过，然后转行当记者。风趣，聪明，有时还有点儿出人意料的尖刻，同他的个人背景很不相符。在格雷厄姆的鼎力相助下，他发挥了最佳的能力——鼓励记者在宽松的环境中自由发挥，同时参与激烈的竞争。不久之后，《华盛顿邮报》就以严谨的新闻风格而著称。在她接管报纸三年后，就力荐布拉德利为总编辑。

1970年，凯瑟琳的母亲艾格尼丝在病床上去世，她终于从母亲的专横之中解脱出来。当时正是劳动节的那个周末，凯瑟琳前往基梭山的别墅休假。仆人告诉她艾格尼丝一直没有按铃让人送晚饭过去，凯瑟琳立即上楼到母亲的卧室看看是怎么回事，结果发现她躺在床上，“全身僵硬冰冷”，格雷厄姆在自传中这样写道。她没有哭，尽管有时一些庸俗不堪的小说和电影都能引得她泪流满面，并且有时在生气或者受伤时她也会流泪——她在自传中这样解释——然而当任何人死时，她从来不会哭泣。²⁰尽管艾格尼丝·梅耶的去世减轻了格雷厄姆的重负，但并没有消除她的不安全感。

1971年3月，反对越南战争的运动正如火如荼地进行着，《纽约时报》突然刊载了一份五角大楼的秘密档案——这是份绝密档案，是前国防部长罗伯特·麦克纳马拉所撰写的越南政策报告。它揭示了政府从一开始就在欺骗公众，并将残忍地把国家引入无底深渊。²¹该文件分47卷，共7 000余页，它最终得出的结论是政府在欺诈和愚弄美国公众。6月13日星期日，《纽约时报》开始刊登该文件。

6月15日，大约是巴菲特和芒格在华盛顿格雷厄姆的办公室和她会面之后的两个星期，联邦地区法院下达了一道禁令，禁止进一步刊登该文件。这是有史以来美国法官第一次禁止报纸刊载报道，引发了公众对宪法问题的巨大争议。

《华盛顿邮报》认为这一消息很有价值，决定插手五角大楼文件。通过消息灵通人士的不懈努力和接触，一位编辑追踪到了这些文件的来源——丹尼尔·埃尔斯伯格，一位越战问题专家。于是，这位编辑立即带着一个空箱子飞到波士顿，把这份五角大楼文件带回了华盛顿。

此时，格雷厄姆已经掌握了一些做出版商的基本原则，尽管她仍然对别人的意见言听计从，有点儿局促不安。再者，“我们正要公开上市，但是我们的股票还没有开始出售”，她回忆道，“对一个公司来说，这是一个非常敏感的时期，如果我们被告上法庭或者被禁止发行，就会受到毁灭性的打击……商人们都说要么别登，要么再等一天；律师们说不要登；另一部电话的话筒里编辑们却对你说，你不得不登”。

“如果我们不刊登，那我就辞职，”本·布拉德利说，“很多人都会辞职。”

“每个人都知道我们得到了那些文件，”格雷厄姆后来写道，“在《纽约时报》被迫停止刊载后，继续保持这种冲劲十分重要，因为问题是政府是否有权事先限制媒体的新闻报道。而且我也感觉到正如本所说的，如果我们屈服的话，就会打击编辑们的意气与斗志，新闻的道德底线就会沦丧，我们的一举一动都会产生重要的影响。”

6月的一天，格雷厄姆正在乔治敦公寓的阳台上欣赏美丽的午后风景，突然有个电话打进来。她走进书房，在一个小沙发上坐下，然后拿起电话。电话是《华盛顿邮报》的董事长弗里茨·毕比打来的。他告诉她说：“恐怕你要作决定了。”格雷厄姆问毕比他会怎么做，他回答说他不

会刊登。

“为什么我们不能等一天呢？”格雷厄姆问道，“这个问题《纽约时报》都讨论了三个月。”接着布拉德利和其他的编辑也打来了电话。他们说：据谣传很多人都知道我们得到了文件，社内社外的记者们都在盯着我们，我们必须行动，并且我们必须今晚就行动。

当时，《华盛顿邮报》的总裁保罗·伊格内修斯也在书房中，就站在格雷厄姆的身边。她说：“我只有1分钟的时间来决定。”

因此她要琢磨弗里茨·毕比的话。他刚才不紧不慢地说他想他不会，同时又表示如果她决定做出不同的选择，他也会支持她的。

“我说：‘好吧好吧，就这么定了，刊登。’然后，我挂断了电话。”²²

在那一刻，这个在做出每个决定都要向别人寻求建议的女人意识到，只有她才能做出选择；当被迫深入下去形成自己的意见时，她发现自己确实知道该怎么做。

在那个下午即将结束时，政府向法院起诉《华盛顿邮报》。第二天，6月21日，杰哈德·格泽尔大法官裁决支持报纸，拒绝签发禁令禁止它继续刊登五角大楼文件。不到两周之后，最高法院支持他的裁决，并且称政府不应该以“沉重负担”为由要求司法裁决，以国家安全为由禁止报纸出版。

随着在五角大楼文件事件的胜利，《华盛顿邮报》开始蜕变，从一家只刊登地方新闻的地方报纸，一跃而成为一家重要的全国性大报。

“她的作用，”记者鲍勃·伍德沃德写道，“就是不断提高跳高的横杆，轻柔而又残酷。”²³

37

新闻记者

华盛顿哥伦比亚特区，1973

大概两年后，《华盛顿邮报》正在深入挖掘报道“水门事件”；而在奥马哈，《奥马哈太阳报》的记者们却正惬意地沐浴在曝光儿童城丑闻的荣耀中。对“水门事件”的报道始于1972年6月，当时发生了一起普通的非法闯入案，伍德沃德和伯恩斯坦通过其中一个窃贼携带的支票，竟然追踪到了尼克松竞选连任委员会的成员。通过联邦调查局一位代号“深喉”的秘密线人透露消息，他们对这起丑闻连续报道了好几个月。在当时除鲍勃·伍德沃德外没有人知道他是谁，直到33年后，他的名字才被公布于众。他不断地给这两位记者传送关于总统竞选连任委员会的情报，以及中央情报局和联邦调查局的多位高官给这些窃贼提供资金支持和帮助的情报。但是，其他报纸基本上都忽略了这一丑闻，公众也没有太在意。当年秋天，尼克松以极大的优势竞选成功，连任总统。同时，他坚决否认和非法闯入案有牵连。在五角大楼文件事件上，尼克松领导下的白宫政府已经同《华盛顿邮报》结下了深仇大恨，此时更是对该报大加批驳和威胁，称“水门事件”只是一件“三流的盗窃案”，根本不值一提。尼克松竞选连任委员会的主席约翰·米切尔同时也是尼克松政府的司法部长，他警告伍德沃德和伯恩斯坦，如果《华盛顿邮报》继续报道该事件的话，凯瑟琳会“自讨苦吃，是没有好果子的”。一位同当局有关联的华尔街朋友也向她建议，“不要一意孤行”。

1973年年初，理查德·尼克松的朋友，一位共和党的募捐者反对向《华盛顿邮报》在佛罗里达州的两家电视台继续签发执照，这很有可能是出于政治原因，这一挑战威胁到了公司一半的赢利，是个致命的打击。¹公司的股票从每股36美元暴跌至16美元。

虽然荣获过普利策奖，虽然“水门事件”中的窃贼已经被判有罪并被送进了监狱，虽然有很多证据显示尼克松政府的多位高官与非法闯入案有染，格雷厄姆仍然在不断地反复掂量，是否报纸正在被利用或者误导。²现在，她的大部分时间和精力都花费在应付这些使人焦头烂额的麻烦上。她的董事长弗里茨·毕比身陷癌症的困扰，身体正在迅速垮掉，³

而她现在急需权威人士的支持和帮助。她迅速向董事会的另一位成员安德烈·梅耶求助，他是拉扎德兄弟投资银行的高级合伙人。

梅耶是一个睚眦必报、讳莫如深、欺上瞒下而又残酷成性的人，常常“猛烈抨击诽谤他人”。他以“华尔街银行界的毕加索”和“无比贪财”而著称，被称为20世纪最为伟大的投资银行家；据他的同事称，他是“一个天才的赚钱专家”。⁴他也是一个有着广泛社会关系的人，曾经警告过格雷厄姆，在“水门事件”上不要一意孤行。他“有能力在危急时刻结交很多人，这样就能激发他们的忠诚，并且在将来给他提供绝好的机会”，拉扎德的一位前主管这样描述他。⁵他很快就结识了格雷厄姆，并且开始和她一起出入饭店、聚会以及剧院了。

1973年5月1日，毕比去世了。一周后，他的律师乔治·吉莱斯皮（同时也是格雷厄姆的私人律师和顾问），开始处理他的遗产。吉莱斯皮获悉奥马哈城的一位大投资家曾经购买过《华盛顿邮报》的股票，因此，在缅因州的避暑别墅里，他给巴菲特打了个电话，告诉他毕比名下的5万股股票正要出售。巴菲特立即抓住这个机会，全部吃进。

如果价格合适，巴菲特几乎会为伯克希尔-哈撒韦买进所有的报纸。当联合出版社的银行家，《波士顿环球报》的出版商，正在想方设法出售公司股份时，巴菲特打破了他多年来从不购买公开发行股票的惯例，以低价吃进联合出版社4%的股份，使伯克希尔一举成为它最大的股东。他又一口气购买了电话亭报纸公司、斯克里普斯·霍华德以及哈特汉克斯通信公司的股票，这是它位于圣安东尼奥的一家分公司。《奥马哈太阳报》荣获普利策奖，打通了他向新闻界进军的通路，他可以以出版商的身份与同行攀谈。他同《韦尔明顿新闻周刊》的所有人聊天，商谈购买该报的事宜。报纸类股票实在是太便宜了，这是因为投资人没有看到它们的价值，然而报纸的主人们并不是愚昧无知的。巴菲特和芒格不得不同他们竞争，他们整体买进的努力最终成了泡影。

不过，到1973年晚春时节，巴菲特所持有的《华盛顿邮报》的股票已经超过了5%。⁶因此，他给格雷厄姆写了一封信。她总是害怕失去公司，即使毕比和吉莱斯皮将《华盛顿邮报》的股票分成两种，在市场上公开交易的股票永远都不能威胁到她的控制权，恶意的收购根本不可能发生。⁷巴菲特在信中告诉她，他拥有《华盛顿邮报》的23万股股票。他的信没有墨守成规写成标准的文件格式，而是以私人信函的口气，自我吹捧他们在新闻出版上的共同兴趣，并且特别强调了《奥马哈太阳

报》获普利策奖这件事。这封信这样开头：

这一购买活动对我来说代表着极大的责任和义务——真诚地表达了我们的极大热爱，不仅仅是对《华盛顿邮报》公司，更是对您这位首席执行官。这里特别向您书面保证，我承认《华盛顿邮报》是由格雷厄姆控制并管理的。这对我来说也是再合适不过了。⁸

然而，格雷厄姆仍然十分恐慌，她四处寻求建议。

“有时，”她手下的一位记者吉姆·霍格兰写道，“她会被江湖骗子的伎俩所欺骗，尤其是如果他们十分擅长愚弄和奉承时。”⁹她很容易附和别人，并且“很容易被别人的大话打动”，另一个记者这样说。¹⁰再者，她出于本能也在追寻妇女的平等——她曾经资助过格洛里亚·斯泰纳姆的《女士杂志》；她也曾经大声斥责过男人，因为每当她寻求专业人员的帮助时，好像所有的社会成员都是男人一样；她也曾经对拒绝批准女孩送报的《华盛顿邮报》执行官大发雷霆。然而，在她的内心深处，她仍然认为男人精通所有的商业活动。因此，当安德烈·梅耶“生气了”，并且告诉她巴菲特对她不怀好意时，她没有忽视他的见解。¹¹格雷厄姆的另外一个朋友鲍勃·阿布德，是芝加哥大学董事会成员，他也警告她小心点儿。她同样很重视他的建议。

安德烈·梅耶真的认为他控制了一切，对于像凯瑟琳这样的女人，他感觉很容易——他甚至会让她感觉到连上厕所这样的事也要事先征得他的同意，他就是这种风格。安德烈多次作为她的新老板来找我，因为我购买了这只股票。这些家伙全都不愿意我进入核心层里，因为这会削弱他们的权力。

她对任何人操纵她的想法都十分敏感，无论是政治原因还是报纸方面的，这是可以理解的。世界上每个人都想利用她，对此，她已经习以为常了。唯一能够制服凯瑟琳的办法就是利用她的恐惧。如果你想彻底改变她，就必须利用她的不安全感。尽管她知道你在利用她，但是她还是无法抗拒。

“她常常犹豫不决，”《华盛顿邮报》的董事会成员阿贾伊·米勒说，“她对人常常反复无常，她会受到威胁和伤害，她在生意上会被某些人压得喘不过气来。”她遇到一些人后，短时间内就会被他们搞得有点神魂颠倒，认为他们知道所有的答案。她认为男人知道所有关于商业的

事情，而妇女对此一无所知。追根究底，这才是问题的真正所在。她的母亲、她的丈夫都这么告诉她，一次又一次地反复这么对她说。¹²

格雷厄姆竭尽所能去了解巴菲特。她几乎想不起来他们在两年前还有过短暂的接触。¹³她和同事们买来几本《超级金钱》，狼吞虎咽地读了关于他的那一章，边读边想，这个来自内布拉斯加的家伙会给他们带来什么呢？那些对巴菲特充满敌意的人，找出了《福布斯》9月1日的那一期，上面有一篇未署名的文章，是关于巴菲特购买圣何塞自来水厂股票的报道。这篇文章打破了《超级金钱》一书所描述的神秘男人身上的光环，在上面投下了一丝阴影。

《福布斯》杂志刊登的这篇文章格调完全变了，与两年前刊登的那些赞誉文章迥然不同。文中写到一位圣何塞自来水厂的股东想转让自己的股票，他去找公司的一位董事，这位董事又把他介绍给了巴菲特。这篇文章暗示巴菲特肯定知道该市正在谋划一次交易来接管自来水厂，而且比他出的价格还要高——仅仅是因为一位董事把一个卖主介绍给了他。他既然有这种关系，那么他肯定知道内情——对吧？文章结尾写道：“……美国证券交易所，以及美国证券交易委员会旧金山办公室正在对此事进行调查和询问。”¹⁴

但是，一位董事把一位股票卖主推荐给买主，这并没有什么违法的。¹⁵而且，的确还没有达成什么交易。然而，对于那些十分关注他的人来说，他们会发现，这是自从《超级金钱》以来，他的名字再次出现在公众眼中，十分显著。¹⁶巴菲特感觉就像猫抓柱子一样。尽管这些报道都没有事实证据，但是如果把它们放在一起组成一系列连续报道的话，就会毁掉他刚刚积累的一世英名。他不是那种暴跳如雷、大喊大叫的人，相反，他十分谨慎和精明。他很聪明，尽管十分生气，也没有轻率地指责杂志，谴责这位匿名记者。他想要获得补偿和清白，因此，他利用这个机会，给该杂志的出版商马尔科姆·福布斯写了一封信，希望引起他的注意。这封信的措辞恰当，探讨了新闻中的一些失误，并且对该杂志多年来在调查报道方面所作的成就大加赞扬——不过很不幸，关于圣何塞自来水厂的报道例外——同时，他也提到了《奥马哈太阳报》荣获普利策奖一事。¹⁷同一天，他也给编辑们写了一封措辞严厉的信，没有阿谀奉承，只是陈述事实，表明自己的无辜。

在确信无误之后，《福布斯》杂志发表了更正声明。不过，巴菲特知道几乎没有人会去读这份更正声明的，它肯定无法消除当初报道所产

生的影响。因此，他派代理人——忠实的比尔·鲁安去见那些编辑们。不是去抱怨，而是去向他们引荐作为专家的巴菲特，并转告他们巴菲特可以为杂志写一篇关于投资的文章。¹⁸然而，这一提议立即被拒绝了。

巴菲特现在有了新的理由——对新闻报道中的偏见义愤填膺——这是根据他的正义感和对新闻的一般兴趣而产生的。记者可以通过推断或者疏忽，没有精确核实，就发布虚假的报道，这快要把他逼疯了。他知道甚至善意的新闻出版机构，也会为了维护编辑部的士气和新闻独立而陷入极度愤怒之中，替自己记者的那些可疑行为辩护。这一姿态，他后来明白了，在《华盛顿邮报》被称为“防御性蹲伏姿态”。¹⁹

最终，他只好转而求助于一个非营利组织——全国新闻协会，该组织主要仲裁新闻报道中的违法行为。该协会认为，媒体已经被垄断企业所支配，操控在少数人手中；缺乏竞争意味着新闻自由权利赋予出版商的是“不负责任的权力”。该协会提出要对那些受害者进行补偿，因为他们遭到了“诽谤、歪曲、污蔑以及不公正的嘲讽，或者是记者们偏听偏信忽视了他们的合理意见”。很不幸，这些垄断报纸和操控媒体的少数人没有兴趣刊登新闻协会的裁决，因为这份裁决暴露了他们记者的偏见、粗心大意和不称职。最终，新闻协会还是彻底失败，偃旗息鼓了，因为没人理会它的裁决。一次又一次，那些理应刊载这些裁决的自由而独立的媒体对此置之不理。²⁰

全国新闻协会发起的是一次很有意义的改革运动，也许是有点儿超前了，就像其他许多巴菲特投入精力的事业一样。但是到1973年时，苏珊·巴菲特已经见证了他一次又一次全身心投入的新的改革行动或者想法有时会完全改变他身后的世界。尽管有的人会随着时间的推移而转移兴趣，但是她嫁给的这个腼腆、没有安全感的男人却抓住了一个又一个困扰他的想法。他的爱好十分广泛，从孩提时代收集汽车牌照，一直到现在对新闻媒体的欺诈行为进行改革，然而其中有三个角色一直没有改变过。第一，他是不屈不挠的收藏家，不断扩张他的财富、人脉和影响；第二，他是布道者，在讲坛上传播理念；第三，他是警察，惩治那些坏家伙。

最完美的事业就是能够使他同时集三者为一身：传道、扮演警察，同时又能像收银员一样收钱。而这个完美的事业就是报纸。这就是为什么他会把《奥马哈太阳报》看作一把银勺，而且还想拥有更多的报纸。

但是，他和芒格收购主流都市报的希望全都破灭了。现在，凯瑟琳·格雷厄姆正好是个突破口。她一谈到公司的事就不知所措，摇摆不定，被周围那些人操控着，不断受到打击，正在到处寻找可以拯救她的心腹。尽管她惊惶不安，柔弱无比，但是因为她掌控着《华盛顿邮报》，已经成为西半球最有权力的人之一，而巴菲特总是对这些人有一种强烈的兴趣。

格雷厄姆有点儿怕他，便问乔治·吉莱斯皮他是否十分狡猾。她不能再失误了。几年来，尼克松当局一直在全力打压《华盛顿邮报》。参议院“水门事件”委员会正在举行听证会。伍德沃德和伯恩斯坦已经被列入尼克松的“敌人名单”。最新发现的几盘录音带显示尼克松总统也被牵涉进来了，他之前曾经拒绝交代一些情报，并宣称自己有豁免权，而这些情报正好可以澄清该事件的来龙去脉。格雷厄姆每天都在处理“水门事件”。在一定意义上，她已经把《华盛顿邮报》的命运押在了这一赌注上。

她极其看重吉莱斯皮的意见。他已经为格雷厄姆家族服务多年，是一位值得信赖的老律师。他在卡拉瓦什·斯韦因·摩尔事务所工作长达28年之久，曾经起草过吉恩·梅耶的遗嘱，见证过那位日益衰弱的老人的签名。“他打算接管《华盛顿邮报》。”对于巴菲特她这样说。“凯瑟琳，他不可能接管《华盛顿邮报》的，”吉莱斯皮说，“想都别想，根本不可能。无论他持有多少B股都没有用。他没有权力，如果他持有了绝大多数B股的话，他唯一能做的就是把自己送进董事会。”

吉莱斯皮已经给圣何塞自来水管厂的董事长打过电话，确认过巴菲特没有获得任何内部消息。他明确表明不同意安德烈·梅耶的观点。考虑到梅耶的地位以及他和凯瑟琳之间的关系，这样说是冒一定风险的。他告诉她，和巴菲特谈一谈，结识他对她很有好处。²¹

于是格雷厄姆给巴菲特回了封信。她在口述这封信时，浑身都在颤抖。信中提议他们在加州见一面，因为当年夏天早些时候她要到那里出差。他热切地表示同意。最后，她出现在了《洛杉矶时报》的办公室里，这是《华盛顿邮报》在西海岸新闻业务上的合伙人。她看起来和两年前没有什么两样：衣着得体完美，毫无瑕疵，短发亮丽而富有光泽，双唇微翘，露着甜蜜的微笑。当格雷厄姆看见巴菲特时，她说，他的“奇特外表令她十分吃惊”。

“在我妈妈的一生中，她最为幸福和苦恼的，”她的儿子唐说，“就是她对品位的高标准。她习惯了上流社会的生活，认为衣着和吃饭都有恰当的方式，所有人都会对此十分注意的。然而到了沃伦这里，她所有的标准都乱了套，而他还一点儿也不在乎。”²²他穿得很不得体，衣服好像是从别人那里借来的；长长的头发，好像很久没有理过；走路也不稳当。“他和我见过的任何华尔街的人或者商业大亨都不一样，”她后来写道，“相反，他的举止好像是来自西部地区的农村一样，但是他那不同寻常的古怪特性吸引着我——聪明而又幽默。我从一开始就喜欢上了他。”²³

不过在那时，这当然没有显露出来。相反，她惊恐不已，对他和她自己都没有什么信心。

当我第一次见凯瑟琳时，她小心翼翼，还有点儿恐慌。她被我吓坏了，但也对我充满好奇。关于凯瑟琳，有一点很值得称道，她不是那种面无表情、一本正经的人。

巴菲特明白，尽管格雷厄姆到现在已经有了近十年的经验，但是她对商业和金融仍然一窍不通；同时他也知道，她一直认为那些董事和经理们在经营管理上都高她一筹。他告诉格雷厄姆，他认为华尔街没有看到《华盛顿邮报》的真正价值。她的戒备心理慢慢松弛下来，她用贵妇人惯有的语气邀请他几周后到华盛顿拜访她。

沃伦和苏珊于11月4日晚上抵达华盛顿，比约定的见面时间提前了一天。他们乘出租车抵达麦迪逊酒店，正对着《华盛顿邮报》的总部。当他们办理入住手续时，却发现印刷工人工会正在组织罢工活动。由于有传言说这些印刷工人携带着武器，因此，联邦警察正在驱赶这些罢工的印刷工人。骚乱、刺眼的强光和摄像机不断出现，一直持续到拂晓。再加上政治上的打压，此时的《华盛顿邮报》已经到了最危急的时刻，面临着关闭的危险，而这正是工会所希望的。副总统斯皮罗·阿格纽已经受到了刑事调查，20多天前，他突然对逃税的指控供认不讳，然后就辞职了。“水门事件”丑闻已经成了爆炸性的危机。在阿格纽辞职后两周，美国总检察长艾利奥特·理查森和副总检察长威廉·拉克尔肖斯同时辞职，以抗议尼克松总统，因为他下令解雇特别调查人阿奇博尔德·考克斯——他受命深入调查这一丑闻，现在却要被撤职了。不管怎么说尼克松还是下达了命令，这后来以“周六夜间屠杀”而闻名于世。²⁴总统干扰政府司

法部门的独立，这是“水门事件”的转折点，在接下来的两周内引发了大批公众对他的反对。国会弹劾总统的压力迅速增加。

在巴菲特抵达后的第一个早上，格雷厄姆同多数经理一起工作到早上6点，连夜赶印第二天的报纸。他们刚拖着疲惫不堪的身体出来，就遇到了巴菲特。在这种场合迎接自己的新股东，她非常尴尬、紧张，不知道接下来的会见会怎么样。不过她已经安排好了午宴，本·布拉德利、梅格·格林菲尔德、霍华德·西蒙斯以及她本人都将出席。

格雷厄姆把梅格·格林菲尔德看作她最为亲密的朋友，并称她是“一个孤独的堡垒……没有人真正了解梅格”。她是《华盛顿邮报》社论版的编辑，身体矮胖，有着一头短短的黑发，以及一张平淡而又严肃的脸。她十分幽默、诚实、坚强、彬彬有礼、端庄谦逊。²⁵

霍华德·西蒙斯是《华盛顿邮报》的主编，他以机智地挖苦取笑格雷厄姆而著称。“霍华德·西蒙斯常常说你不要等死了再写讣告。他是个很棒的家伙，但是有点儿坏。他常常欺负凯瑟琳。”²⁶

“我们一起吃午饭，谈生意，聊媒体的特性。我能看出来，即使她拥有了所有的A股，她仍然会害怕我。我是指，他们的一生都在围绕着股票思考问题，不断进行防御。因此我谈了关于无形资产的摊销如何对媒体造成更大的困难，因为他们为了信誉而付出了很多，如果他们太看重价值评估，就会产生问题。”（注：如果一个公司的账面价值是100万美元，一个买家支付了300万美元，其余的200万美元就是无形资产的价值。）巴菲特竭力使格雷厄姆安心，他称如果要接管媒体公司是非常困难的，因为财务状况会给意欲购买的人带来很大的负担。“接着凯瑟琳开始炫耀了，她说，‘是的，无形资产的摊销给我们也带来了问题’，或者一些类似这样的话。霍华德盯着她的眼睛看着，并且问，‘凯瑟琳，什么是无形资产的摊销？’”

那一刻，真是太好了，机会难得。她惊呆了，一动不动。霍华德非常高兴把她问倒了。然后我插话了，给霍华德解释什么是无形资产的摊销。我刚说完，凯瑟琳就说：“对极了！”

巴菲特很喜欢深谋远虑的西蒙斯，他做事简洁明了，常常婉转而又巧妙地击破格雷厄姆的防御工事。格雷厄姆脸上开始露出一丝丝的微

笑。“从那一刻起，我们成了好朋友，我是兰斯洛特[1]，那是我一生中最为重要的时刻之一，帮她反败为胜。”²⁷

午饭后，巴菲特同格雷厄姆谈了大概一个小时，然后他再次向她做出书面保证。“我说，‘凯瑟琳，乔治·吉莱斯皮设计的A股给了你绝对的控制权。但是，’我接着说，‘我也知道在这个世界上，控制权对你太重要了，不论你已经得到了什么，你还是会担心的。它是你整个的生命。’然后，我又接着说，‘我要告诉你，即使这些牙齿对你来说看起来像是小红帽中的狼牙，它们真的只是婴儿的乳牙，并且我们还要把它们拔出来。在今天下午交易之前，我们书面确定一些事情，如果没有你的同意，我不会再多买进一股。’我知道这是唯一可以使她安心的办法。”当天下午，巴菲特用10 627 605美元购买了该公司12%的股份，同时和格雷厄姆签署了一份协议，保证没有经过她的同意不再购买《华盛顿邮报》的股票。

当天晚上，巴菲特夫妇参加了格雷厄姆的著名晚宴。这一次，有40位客人为沃伦和苏珊接风洗尘。尽管格雷厄姆常常没有安全感，但她仍被认为是华盛顿最伟大的女主人，毕竟她知道如何帮助别人放松和享受。那天晚上，尽管她十分劳累，甚至还想取消这一晚宴，“她为我举办了一场小的宴会，那是她的酬谢方式。而且，她举办晚宴时，可以请到任何她想请的人。任何人，包括美国总统。”

“她到世界各地旅行，因此她会到处找机会宴请别人，”唐·格雷厄姆说，“如果她去了马来西亚，正好总理也在那里，她就会宴请他。大使会查一查他们上次做了什么，发现总是在格雷厄姆夫人家中吃饭，那么这一次他们也会这么做。有人要出书了，有人要过生日了，她都会设宴款待，因为她喜欢宴请别人。”格雷厄姆用宴请作为结交新朋友的方式，同时也给人们彼此认识的机会。“她会容忍各个政府的人员，”唐说，²⁸尤其是理查德·尼克松政府的。除国务卿亨利·基辛格外，格雷厄姆还交到了几个朋友，基辛格不得不为同她交往而辩解。

当我和苏珊在麦迪逊酒店时，大概在5点左右，突然有人悄悄地通过门缝塞进来一些东西，是关于这次宴会的，我在数周前就被邀请了。最下面写着“请着正装”。不用说，我是没有的。因此这个来自内布拉斯加的可怜家伙，只能穿着商务装出席宴会了。他要参加一个为他接风的正式宴会，现在他却是唯一一个没有穿礼服打黑领结的家伙。于是我慌忙给她的秘书打电话。

她的秘书是个非常善良的女孩。她说，好吧，让我们想想办法吧。我立即走上街去找找看哪家商店仍然营业，好租借一件礼服。但是很不幸，没有一家开门。

格雷厄姆的助理莉斯·希尔顿给当地另外一家商店打电话，终于找到了一身合适的礼服。29

巴菲特夫妇从麦迪逊酒店出发，出租车从大使馆路一栋栋的官邸中穿梭而过，然后驶向Q大街，从历史上著名的橡树山公墓穿过，菲利普·格雷厄姆就安息在这里。在拐角处，他们穿过一排建造于19世纪的别墅群，每座都带有修剪整齐的花园。那是11月初，树叶闪耀着黄褐色和金色的光辉。出租车开进乔治敦就像穿过边境进入了一个殖民时代的城镇。汽车驶入公墓的一角，开始穿行于敦巴顿橡树园树木茂密的小山上，这是一片10英亩的联邦财产，曾经举办过成立联合国的筹备大会。

30

出租车在拐角处向左一转，从两根石柱中间穿过，眼前立刻呈现出一片惊人的景象。出租车开始沿着一片铺满白色鹅卵石的小道颠簸前行，巴菲特夫妇抬眼去看，只见远处一座宏伟的乳白色别墅——三层高，乔治王朝时代的风格，绿色的双坡屋顶——坐落在一片广阔的草地之中，一直延伸到乔治敦的敦巴顿岩石的顶上。因此这座别墅可以俯瞰到整个公墓。在右面，穿过山下一片浓密的树林，不远的地方就是巴菲特位于春谷的老房子。再远一点儿就是邓雷镇，当年巴菲特在威彻斯特县上学时曾经在那里送过报，从西尔斯商店偷过高尔夫球。

格雷厄姆在正门迎接巴菲特夫妇，并把他们带到其他的客人当中，他们正在客厅喝鸡尾酒。乳白色的墙上挂满了亚洲的艺术品，这都是她母亲的收藏品，蓝色天鹅绒的窗帘，还有雷诺阿的油画和阿尔布雷特·丢勒的版画。格雷厄姆开始向其他客人介绍巴菲特。“她把我光辉的一面告诉了他们，”巴菲特说，“她想尽一切办法使我感觉舒服，然而我却感觉非常不舒服。”

他从来没有参加过这样正式而豪华的晚宴。当鸡尾酒会结束后，他们穿过大堂来到一个巨大的餐厅，这是格雷厄姆举行那些著名宴会的地方。青铜烛台上闪耀着锥形的烛光，与镶板的墙相映生辉，这使得巴菲特感觉更不自在。这种布置比客厅的甚至更加吓人。圆圆的核桃木餐桌上摆放着水晶烛台和纹章瓷，闪闪发光，不过格雷厄姆所邀请的客人使

得这些壮丽的景色全都黯然失色。任何时候，这里都能挤满一群达官显贵，包括美国总统、外国领导人、外交官、政府高官、两党的国会议员、大律师，以及她的那些多年好友——埃德·威廉姆斯、斯科蒂·赖斯顿、波莉·威斯纳，³¹还有许多像巴菲特夫妇这样的人，因为各种各样的原因，只要适合这一场合或者她很感兴趣，就会被邀请来。

巴菲特发现紧挨着自己的是埃德蒙·马斯基的妻子简，一个再合适不过的晚宴搭档，因为巴菲特曾经在奥马哈招待过她的丈夫。在他的另一边是芭芭拉·布什^[2]，其丈夫是美国驻联合国大使，很快将转任美国驻北京联络处主任，这是一个重要的职位，在新中国和美国重建外交关系中具有举足轻重的作用。格雷厄姆按了一下铃，示意厨房的仆人上菜，仆人们开始在古老的乔治时代的桌子旁不断穿梭。沃伦尽量让自己不对这些繁缛礼节感觉目瞪口呆。“苏珊坐在另一处，紧挨着某个参议员，他不断挑逗她，把手放在她的腿上。而我，却像是要死了一样，因为我不知道对这些人说点儿什么。芭芭拉·布什真是再好不过了，她能看出来我非常不自在。”

仆人开始按照美国版的俄罗斯方式上菜。第一道菜后是一道鱼，然后是主菜，全都盛在盘子里，客人自己取。一道道的菜进行着，倒酒的声音夹杂在这些华盛顿人的交谈声中。仆人们不断送上或拿走一些不常见的高档银质器具，如鱼刀等。仆人端上来的菜，他一点儿都没动，倒的酒也一口没喝，他发现这顿饭更为复杂和令人生厌。格雷厄姆的其他客人都非常放松和舒服。到了上甜点时，巴菲特已经完全崩溃了。接着又是咖啡，他仍然没有喝。到了晚会的最后一刻，他的不自在已经成了恐惧，因为格雷厄姆站起来，向她的主宾发表了一番祝酒词。她肯定是事先写好的，祝酒词风趣诙谐，优美精练，专门针对主宾而定。她在说话时口齿清晰，非常富有个人魅力，只不过有点儿缺乏自信。而主宾也应该站起来回应这一祝酒词。

“我根本没有勇气站起来发表祝酒词，而我又必须这样做，我完全把它搞砸了。我感觉太不舒服了。我甚至想呕吐，真的是这样。我无法站在那里，面对着一半的客人去讲话。我不擅长这种事。”他一心想着逃离。后来，他和苏珊终于可以说再见了。他们感觉在他们走后很久，乔治敦的人仍会继续嘲笑他这个来自内布拉斯加的乡巴佬。

当我们要离开时，那位参议员仍然在恭维苏珊，他十分专心和

认真地向她介绍如何去参议院，怎么到他的办公室找他。他边走边说，太过于专心了，以至于打开一个卫生间的门并走了进去。这就是我在华盛顿的登场亮相。

尽管格雷厄姆夫人身边的上流社会使巴菲特十分不自在并备受打击，但是他从来没有掩饰过自己的热情和兴趣。因此，很快苏珊·巴菲特就发现，她的丈夫对这个世界有着更多的需要。

[1] 兰斯洛特，Sir Lancelot，亚瑟王圆桌骑士中的第一勇士，他与王后格温娜维尔的恋情导致了他与亚瑟王之间的战争。——译者注

[2] 芭芭拉·布什，未来的小布什总统的妈妈，老布什总统的夫人。——译者注

奥马哈，1973~1974

到1973年巴菲特同凯瑟琳·格雷厄姆一起吃饭时，他已经不再只是一个购买报纸股票的投资者，在一定程度上他已经成了一个商业大亨。伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司都归他所有，查理·芒格则是蓝筹印花公司的沙皇。

这三家公司之间盘根错节的所有关系巩固了巴菲特和芒格的商业关系，与一位伟大的投资者所缔造的商业帝国的雏形十分相似。这位投资者就是巴菲特特别崇拜的戈登·华莱士。¹他的公司——美国制造公司就像一个俄罗斯套娃，一层一层地打开，会发现里面是一个又一个的公司：梅根泰勒·莱诺铸排机公司、吊车公司、电子自动照明公司。这些公司的股票都公开交易，因为尽管华莱士控制着这些公司，但是他又没有完全拥有其中的任何一家。从巴菲特刚开始踏入投资行业之初，他就十分崇拜华莱士的这种模式。他思考如何从华莱士所购买的股票中获取最大收益。他不断向朋友谈起华莱士。“唯一的办法就是站在大树底下乘凉。”他这样说。²

华莱士有一家封闭型的小投资公司，叫“世纪投资人公司”，它需要向美国证券交易委员会提交交易报告。当他能以很低的折扣购买一家公司的股票时，他就进行一连串的收购，一家接一家，最后收购了大公司梅根泰勒·莱诺铸排机公司，而该公司2/3的股份又由美国制造公司持有。那个时候，你不用向证券交易委员会提交报告，也不用公布你所购买的股票，因此没有人会知道。于是他就一直不断地买下去，直到获得控股权。他购买了电子自动照明公司的控股权，一部分就是通过梅根泰勒·莱诺铸排机公司运作的。对于吊车公司的管道供应分公司，他也是这么做的；还有一家韦伯斯特烟草公司，从价格上看它们都很便宜。一切东西都打折出售，并且你可以不断地购买它们，每次你的购买都能让你赚更多的钱。通常我会购买它们中的一些。和华莱士一样，我也持有梅根泰勒·莱诺铸排机公司的股票，我也有电子自动照明公司，我还有美国制造。³那么价

值从哪里产生呢？总是有人问这个问题。但是你只要感觉到你和那个聪明的家伙在一起，那么你就知道你的收购最终都会产生价值的。

早些时候，他还到华莱士在波士顿的怀特-韦尔德公司的办公室去见他。⁴

我有点儿担心，因此我说：“华莱士先生，我希望能够请教您一些问题。”他说：“问吧！”我立刻开始思考问题。他对我很好。我追随他已经有10~15年。他有点儿像格雷厄姆，非常像。除了我之外，没有人注意到他。他是我所喜欢的那种类型，同时也是我那一时间的模仿对象。用这种方法赚钱很容易理解，同时也是很保险的。尽管这不一定能使你赚到大钱，但是你知道你一定会赚钱。⁵

让沃伦感兴趣的是华莱士的购买模式：一个公司可以用合法的方式去购买另一家公司的低价股票。

你知道，你不用考虑每一件事，牛顿曾经说过：“如果说我看得比别人更远，那是因为我站在了巨人的肩上。”站在别人的肩上无可厚非。⁶

最后，华莱士把他的帝国合并成一个大公司——埃尔特拉公司——由梅根泰勒·莱诺铸排机公司和电子自动照明公司合并而成。现在它的股票是比尔·鲁安最喜爱的，因为这家公司的收益每年以15%的速度递增。

⁷

巴菲特和芒格的公司开始有点儿像合并前的埃尔特拉公司了——伯克希尔-哈撒韦是多元零售公司最大的股东，同时也持有蓝筹印花公司的股票。这几家公司又都持有一些未上市公司的股份。例如，蓝筹印花公司拥有喜诗糖果公司，它的利润十分可观，甚至可以弥补日益萎缩的印花业务的损失。芒格现在打算为蓝筹印花公司购买一家濒临停业的投资公司——原始资本基金（Source Capital）——近20%的股份。“我们以其资产价值的折扣价买入。”芒格说，“有两个卖主真是浑蛋，我们最初还定了一个‘拒绝浑蛋原则’，我们最基本的原则就是——不同浑蛋交易。因此，当沃伦听说原始资本基金后说：‘现在我明白了这两个浑蛋是个例外。’”⁸

20%的股份举足轻重，但是不足以掌握原始资本基金的控股权。芒格带着一个新的优秀管理团队——包括吉姆·杰布森和乔治·米凯利斯——进驻原始资本基金的董事会，他们开始清算其资本组合。

然而，原始资本基金只是个无关紧要的公司。巴菲特和芒格一直都在继续寻找着新的目标，尤其是像喜诗糖果这样的公司，能给蓝筹印花公司带来更大的利润。他们在西海岸发现了一家濒临倒闭的经营储蓄和贷款业务的公司——韦斯科金融公司。当时一位股票经纪人给巴菲特打电话，告诉他韦斯科金融公司的股票正在低价出售，在同芒格简短协商之后，他们抓住了机会——为蓝筹印花公司买进这些股票。⁹之后不久，韦斯科金融公司宣布他们打算同圣巴巴拉金融公司合并。圣巴巴拉公司的股票十分抢手，它的管理方式咄咄逼人，是华尔街喜欢的类型。分析师认为圣巴巴拉给韦斯科金融公司开出的价格太高了。¹⁰然而，巴菲特和芒格的观点却正好相反。他们认为圣巴巴拉的股票价格似乎被高估了，而韦斯科金融公司的股票则似乎被低估了。¹¹巴菲特极其生气，他读过这些条款后，几乎不敢相信。“难道他们脑子进水了？”他问道。¹²

韦斯科金融公司是由卡斯珀家族创建的，位于帕萨迪纳，那里是芒格的家乡。它拥有互助储蓄银行，从事储蓄和借贷业务。“二战”后，在美军从亚洲战场撤回并开始大兴土木的建设热潮中，该公司生意兴隆。尽管如此，韦斯科金融公司从来没有抓住机会谋求增长。不过它的利润十分可观，因为其运营成本很低。¹³

贝蒂·卡斯珀·彼得斯——创立该公司的家族的董事会成员中唯一一位既对董事管理工作感兴趣又有执行能力的人——感觉韦斯科金融公司的高管们从来都没有重视过她，他们常常反对她的建议，总是认为他们自己能让公司获得发展。但事实上，他们利用她家的产业作为入场券，去赞助玫瑰碗剧场和玫瑰游行活动。¹⁴彼得斯衣着优雅，颧骨高突，曾经是一位艺术史专业的学生，有正在上学的孩子，没有商业背景，大部分时间都在纳帕打理自家的葡萄园。现在，她每周三都要开车来到帕萨迪纳参加董事会议。她发现，经营储蓄和借贷业务一点儿也不像是玩儿魔术。她找到所有能够得到的相关资料，坐下来认真研究，并且想把它们弄清楚。

她越研究越沮丧，最后决定合并。她知道圣巴巴拉的出价并不合理，但是公司的所有管理人员个个都是四十来岁，年富力强，而且咄咄逼人。尽管他们常常在乡村俱乐部聚会以迎合她的口味，但他们都精力

充沛，手中掌控着分公司，做着他们认为应该做的事情。

当合并宣布时，蓝筹印花公司已经拥有了韦斯科金融公司8%的股份。芒格认为如果继续购买韦斯科金融公司的股票，就可以掌握足够的股份，以阻止圣巴巴拉的合并企图。不过后来他发现，这需要50%的股份，风险太高了。芒格对于这项工作的激情比巴菲特更高，因为蓝筹印花公司是他合股经营的公司最为重要的投资。他督促着收购继续进行，但是巴菲特认为50%这个门槛太高了，想退缩。¹⁵

此后不久，芒格去拜访韦斯科金融公司的首席执行官路易斯·文森蒂，想说服他放弃同圣巴巴拉的合并。¹⁶然而文森蒂却像清理头皮屑一样把他打发走了——这不是一件容易的事情。

然而，芒格和巴菲特不想发起一场竞争性的恶意收购。再者，芒格也想象不出这样做有什么必要。他给文森蒂写信，提出了他们的解决方案。¹⁷他以为他精妙的推理可以使文森蒂回心转意。他认为韦斯科金融公司以这样的低价出售是错误的，文森蒂应该能够看到这一点。因此，芒格告诉文森蒂说他喜欢韦斯科金融公司的管理方式，并且文森蒂正是巴菲特和芒格中意的总裁人选。他这样对文森蒂说：“你已经和别的女孩约会了，因此我们不能再和你谈了，但是如果你是自由的，你就是我们所喜爱的那种人。”¹⁸

芒格具有古老的、本杰明·富兰克林式的道德意识以及贵族般的高贵风范，他认为从事商业的绅士们都应该按照道义行事，这对文森蒂来说肯定是古怪至极。不过文森蒂透露说贝蒂·彼得斯是对并购起决定作用的人。

蓝筹印花公司的首席执行官芒格派唐·科普尔前去拜会彼得斯。她把他看成了一个无关轻重的小人物，把他打发走了，使他空手而归，一无所获。¹⁹现在需要大人物出面了。在科普尔被打发走后不到10分钟，巴菲特给彼得斯打了个电话。彼得斯刚刚读完了乔治·古德曼《超级金钱》一书中关于巴菲特的章节，这是她丈夫送给她的圣诞礼物。“你就是《超级金钱》里的那个沃伦·巴菲特吗？”她问道。巴菲特承认那就是他，据乔治·古德曼描述，他代表了冷静和条理性思考的胜利，他容不得胡说、愚蠢和荒唐的作为。彼得斯同意24小时后在旧金山机场与巴菲特见面，她会带着三个孩子一起在环球航空公司的一个贵宾休息室里等他。

会见时，巴菲特手中端着百事可乐，充分发挥了他的聪明才智。记录显示他提问时尽量采用温和、平淡的语气。他们谈了三个小时，大部分在谈论奥马哈，因为彼得斯的母亲曾经在那里长大。他们也谈论了政治。彼得斯一直都是坚定的民主党人，对巴菲特的看法非常欣赏。最后，他说：“即使保守地估计，贝蒂，我认为我能让韦斯科金融公司的前景比合并的前景更好。既然你都打算放弃公司了，为什么不让我们试一试呢？”

彼得斯被巴菲特说服了，认为他可能有能力比圣巴巴拉那些办事不牢的年轻人做得更好。实际上，她现在的担心是如果她把赌注都押在他的身上，万一他发生了意外怎么办。他告诉她，他还有一位和自己能力相当的合伙人，如果真的发生了他被卡车撞伤之类的事情，他的合伙人可以掌管伯克希尔-哈撒韦，同时负责打理他们家族的股票事宜。

当彼得斯再次前往帕萨迪纳时，她同巴菲特和芒格在古老而又富丽堂皇的亨廷顿饭店一起吃早饭，以便认识一下巴菲特那位神秘的合伙人。巴菲特和芒格两人都要求和韦斯科金融公司的董事们见见面。彼得斯接着做了一个勇敢的举动——她宁可在董事会上让人们觉得她反复无常，也不希望公司犯严重的错误——她参加了下一次董事会，并且要求董事们改弦易辙，停止合并，同巴菲特和芒格接触。然而，董事们却对此大加反对，并且想要召开一次特别董事会议对此项提议投票表决，要“想尽一切努力促成同圣巴巴拉公司的合并”。²⁰

但是他们却犯了一个致命的错误，他们忘了谁是公司真正的主人。彼得斯带着巴菲特和芒格去见她的兄弟们，争取他们的支持。等到一周后董事们再次开会，并重申他们的立场时，彼得斯做出了一个决定，秘密地把她的全家都召集过来，一起投票反对与圣巴巴拉的合并交易。

“接下来我的工作，”彼得斯说，“回到帕萨迪纳那间召开董事会议的秘密而封闭的会议室，告诉这些保守沉闷的绅士们，包括管理人员，我们决定放弃同圣巴巴拉的合并交易。”当她回到这座西班牙风格的大楼时，她看了看大楼会议室外面的窗户以及下面的喷泉。“如果窗户开着，”她说，“他们可能会把我扔出去。我知道每个人都会在心里说，‘天哪，这就是让一个女人进董事会的后果吗？’”²¹

华尔街也这样认为。当消息传到华尔街时，韦斯科金融公司的股票从最高时的18美元猛跌到了11美元，一位分析师认为韦斯科金融公司的

管理层“顽固不化，没有进取精神”。另一个声称，圣巴巴拉给韦斯科金融公司开价太高了，一个“沉睡多年、管理保守的公司”怎么可能值这么多？另一个人干脆称它为“垃圾”。²²

考虑到彼得斯的勇气，巴菲特和芒格感觉欠她很大的人情。²³他们也决定购买韦斯科金融公司，并且认为很有可能继续雇用文森蒂进行管理。然而，很明显，到那时文森蒂不会像小羊羔跟在母羊身后那样跟在他们的身后欢呼雀跃。因此，他们降低了收购的条件，告诉他们的代理人，仅此一次，在价格上可以慷慨一些。蓝筹印花公司以每股17美元收购了韦斯科金融公司的股票——这个价格是与圣巴巴拉合并失败之前的平均价格。

“我承认这么做十分古怪，让人费解，”芒格说，“我们故意把价格定得稍微高些，因为我们认为是我们把合并搞砸了。如果在这种背景下，我们以低价购买其股票，未免有趁火打劫之嫌。当然了，没有人理解我们的用意。他们认为我们这样做肯定是有什不光彩的企图。如果我们把合并搞砸了然后以低价购买股票，恐怕会给文森蒂留下很坏的印象。看起来好像只有上帝知道是怎么回事，我们想让路易成为我们长期的合作伙伴，为此，我们竭力表现得好些。”²⁴

截至1973年3月，蓝筹印花公司已经持有了韦斯科金融公司25%的股份。并且，巴菲特从来没有停止购买蓝筹印花的股票，他继续持有更多的股票。一年前，他已经用多元零售公司所拥有的斯瑞福特马特电脑公司的股票来交换更多的蓝筹印花公司的股票。巴菲特现在实际上已经成为蓝筹印花公司的最大股东，他持有的股票包括公开持有的13%的股份，以及他通过伯克希尔和多元零售公司所持有的35%的股份。蓝筹印花公司开始正式购买韦斯科金融公司的股票，这次是以15美元一股现金购入的，直到持有的股票超过半数。²⁵数周之内，芒格就为文森蒂描绘出了公司的发展蓝图，²⁶毫不奇怪，这很像巴菲特对伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司所做的那样。韦斯科金融公司——现在由芒格担任董事长——就像一个新的俄罗斯套娃一样，同其他的组合起来²⁷——不过这次是放在了蓝筹印花公司里面。

紧接着，在蓝筹印花公司购买了韦斯科金融公司大多数的股票之后不久，整个股票市场开始崩溃。²⁸巴菲特购买的《华盛顿邮报》的股票，价值缩水1/4。²⁹要在平时，他肯定会再多买进一些。但是，他已经向格雷厄姆保证过不再购买了。不过，他把它推荐给了他的朋友们。

因此，巴菲特没有再多买进《华盛顿邮报》的股票——他总是相信专注——寻找新的机会，以更快的速度填满他的篮子，然后寻找更多其他的股票：他购买了美国普利斯托公司（压力锅和爆米花锅的制造商）的股票；³¹他也购买了大量沃纳多房产信托公司的股票，并且一举把自己送进了董事会。³²

巴菲特在伯克希尔-哈撒韦有一群坚定不移的股东，他们理解他的投资方式，并且从来不质疑他的判断。因此，他可以大胆地忽视市场的存在，也不用担心他的投资组合在市场萧条中不可避免地遭遇股票价值的大量缩水。而其他就没有这么幸运了。比尔·鲁安的红杉基金经历了可怕的一年，他的主要经济资助人——鲍勃·马洛特明显很不高兴。马洛特在哈佛大学时就认识鲁安，并且当鲁安在纽约基德尔·皮博迪工作时，曾经和他合租过一套公寓。但是马洛特信任巴菲特的投资方法，他请求巴菲特帮助他处理FMC公司的养老基金，那是他要购买的公司。因此巴菲特去了圣迭戈，在那里待了几天，采访那些投资经理们，并把他的理念解释给那些FMC的投资人听。在这一过程中，他把他们转变为了格雷厄姆的追随者，并最终取得了令人欣喜的效果。开始时，他拒绝亲自管理这一投资组合——不过最后他还是同意管理其中的一部分。³³然而，他在接受这一请求的同时，也提出了一个条件：FMC的优先权排在最后——在伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司，以及苏珊·巴菲特的后面。精明的马洛特迫切地想抓住这个机会，他觉得自己在这一点上不能再犯错误了：只要巴菲特愿意做，即使只有一丝希望，他也要尽力去争取。³⁴

除了要对FMC、沃纳多、蓝筹印花公司和韦斯科金融公司尽职尽责外，巴菲特现在更多的时间是在到处奔波。他忙着讨好凯瑟琳·格雷厄姆，并且已经给她留下了非常好的印象，她也开始给他打电话征求建议了。苏珊开始在奥马哈到处奔走，忙着履行她在城市联盟的董事职责，她不断地授予奖学金，着手她最新的改革运动，成立了未来中央委员会，将她的母校——中心高中制定的用公共汽车（或校车）接送儿童上学的制度废除了（指美国学校为平衡黑人和白人学童比例，用车接送外区儿童上学）。³⁵

在1973年这一年，甚至连小狗汉密尔顿都觉察到了这个往昔疯狂、

吵闹的家，现在变得寂静和空荡了。³⁶豪伊在距奥马哈275英里的奥古斯塔纳学院学习。苏茜不喜欢林肯分校，已经转到了加州大学欧文分校，现在主修刑事司法学。³⁷彼得从来不需要他人的关注，他现在正在读高二。苏珊考虑要搬到加州去，因此已经带彼得去奥兰治县的中学考察过了。他们现在还在奥马哈，不过彼得大部分的时间都是在地下室中度过的——苏珊培养了他对摄影的兴趣，在地下室给他建了一个暗房。

38

许多晚上常常都是苏珊一个人待在房间里，聆听音乐，消磨时光，把思绪放飞到其他地方。³⁹她喜欢威斯·蒙哥马利的爵士吉他乐以及黑人的灵骚乐——如诱惑乐队，她认为他们的歌声表达了男人们所渴望的世界。⁴⁰她也读书，比如《我知道为何笼鸟歌唱》，那是玛雅·安格洛的自传体小说，描述了她与种族歧视、性骚扰斗争的故事，以及她早年在监狱中的反抗活动。“她老是觉得自己被迫禁锢在一个地方。”彼得说。这不足为奇，因为她小时候体弱多病，常常闭门不出，同时她也常常看到姐姐因犯错误而被锁进小屋里。苏珊渴望浪漫，但是现在她也知道永远不可能再和米尔顿结为夫妻了。然而，她也无法下定决心永远不再同米尔顿联系。

现在，在杜威公园的网球场上，她经常花很长的时间同那些比她年轻的人们一起打球。其中一个就是教练约翰·麦凯布，他性格温和，像她一样忧郁，多少还有点儿脆弱，这一点和她大多数孤独的朋友一样，但是她似乎尤其喜欢他。⁴¹既然苏珊找到了外出的理由，大部分时间都不在家里，家中的喧闹声也开始减弱了。她的那些追随者们随着她到处游荡，家中也很少再出现整天狂欢的场面。彼得从来都不在意父母的生活方式，现在也只是注意到家中逐渐变得安静了。放学回家后，他抱着汉密尔顿玩一会儿，自己弄点儿晚饭吃，然后就到楼下的暗房去了。⁴²

沃伦对于婚姻的认识从来没有改变过，尽管婚姻本身正在发生无情的变化。当他在家时，苏珊仍然像以前那样为他操劳。他看到她那么快乐，那么忙碌，他从心里觉得快乐，只要她继续照顾他就行——而他也认为这会让她感觉充实。据他所知，这样的平衡心态仍然在发挥作用。

1973年年底，“退休”的沃伦正在全速进行投资，而市场正处于急速下跌之中。在大都会传媒公司和《华盛顿邮报》的影响下，同时由于他

同凯瑟琳·格雷厄姆的友谊日益加深，他对媒体的兴趣在过去的几年中不断增强，现在他已经对媒体有了全方位的深入了解和认识。一天晚上，在拉古纳海滩，巴菲特、卡罗尔·卢米斯以及巴菲特的朋友迪克·霍兰德共进晚餐，迪克从事广告业，席间他们不断问他各种关于广告的问题。“无论他做什么，”迪克回忆道，“我总能感觉到他肯定是又在酝酿什么了。”他们四个人在谈论生意，而苏珊和玛丽·霍兰德却在里屋自娱自乐。在得到充分的解答之后，巴菲特给他的经纪人打电话，一下买进300万美元的广告业股票，其中有国际公众公司、智威汤逊公司以及奥美广告公司，作为控制媒体的另一种方式。由于这些股票的价值都被低估了，因此他只需要支付不到其收益的3倍就行了。

然而，当巴菲特在继续买进时，他所持有的大多数股票都在持续缩水。到1974年年初，他花费5 000万美元买进的股票，价值已经减少了1/4。伯克希尔的股价也开始下滑，跌至每股64美元。先前一些继续持有股票的合伙人开始担心他们是否犯了错误。

巴菲特的看法却正好相反，他想买进更多伯克希尔和蓝筹印花公司的股票。但是，“我已经弹尽粮绝了，我从合伙人那里筹集到的1 600万美元全都用来购买伯克希尔和蓝筹印花公司的股票。因此，突然之间，我发现自己一贫如洗。我每年从伯克希尔-哈撒韦支取5万美元的薪水，同时也从FMC公司获得一些顾问费。⁴³但是，我的个人净资产又一次要从零开始积累了。”

他现在的的确非常富有，但却是“现金穷人”。然而，他所控制的公司，尤其是伯克希尔-哈撒韦，却有大量的现金可以购买股票。为了将伯克希尔的一些资金转移到多元零售公司，巴菲特创建了一家再保险公司——一个为其他保险公司提供担保的公司⁴⁴——归多元零售公司所有。这就是内布拉斯加再保险公司，该公司同意接受国民赔偿公司的部分业务，收取保费，支付赔偿。因为国民赔偿公司的利润十分可观，积累了大量的浮存金——在理赔之前的保费（现金）——因此把部分业务转给多元零售公司就像把一根管道接入了现金流一样。随着时间的推进，它会给多元零售公司带来数以百万美元的资金。⁴⁵

巴菲特开始为多元零售公司购买股票。他主要模仿华莱士的模式，他购买了蓝筹印花公司和伯克希尔-哈撒韦的股票。很快，多元零售公司就拥有了伯克希尔10%的股份。这几乎就像是伯克希尔在回购自己的股票——但这么说又不是完全正确，多元零售公司和伯克希尔的主人不

是同一个人。巴菲特仍然不允许他的朋友们购买伯克希尔——而他、芒格和戈特斯曼却都是多元零售公司的合伙人。⁴⁶

当时，尽管这三个人在业务上互相支持，有时还交换股票，但是他们的兴趣并非全都一致。后来芒格在审查时被问道他是不是巴菲特的“另一个自我”，芒格说“不是”。他承认两人的行为模式和说话方式有些相似，但是“我从来不会去做次要合伙人”，他说，“我喜欢有自己的活动范围”。⁴⁷芒格说，曾经有一次，他发现了一批蓝筹印花公司的股票，他和戈特斯曼想以多元零售公司的名义买进。巴菲特却想为伯克希尔-哈撒韦买进这批股票。不过，在弄清楚谁更需要它之后，芒格和戈特斯曼的联合力量在一定程度上压倒了巴菲特，多元零售公司得到了这批股票。

⁴⁸

然而，巴菲特拥有多元零售公司43%的股份，因此伯克希尔的购买活动几乎可以为他的股份增加5个百分点。通过多元零售公司购买的好处也很明显，因为这不会提高伯克希尔的股票价格，几乎不会有人注意到这一点。⁴⁹

但是究竟为什么他想要买进这只股票呢？

“伯克希尔的股票价值不超过40美元。你不可能把纺织厂和保险业务卖出更高的价格。一半的钱都被投进了不赚钱的业务中：40美元中的20美元都不赚钱。我不知道该怎么做，我真的不知道。我的意思是，我已经相当富有了。但是实际上，我在赌我能够做些什么。我在赌我自己。尽管这听起来傲慢自大，但是任何人只要认为它值40美元以上就是在给我钱，因为这个公司根本不值那么多。”

除了投资外，他不知道自己将要做什么。从新贝德福德归来的维恩·麦肯齐成了伯克希尔的财务主管，他认为对巴菲特来说，“这看起来像一场很有意思的游戏，他所想做的就是巩固自己的控制权”。正是如此，并且他采用的方式让人感觉他总是在投资——作为一个收藏家、一个秘密购买人，为了避免消息被泄露给其他四处寻觅购买信息的人。但是，作为伯克希尔-哈撒韦和多元零售公司的董事长，他大部分的股票也是一次又一次从他先前的那些合伙人手里购买的。尽管完全合法，这却不完全是光明正大的行为。但是在他看来，他们愿意出售，这也能结束他对他们的特别责任。

巴菲特也一直在购买蓝筹印花公司的股票，尽管到目前为止，它仍

然主要是芒格的属地。不过，它拥有的所有行业中利润最大的部分是喜诗公司。现在，巴菲特开始盯上了蓝筹印花公司的股票，就像一只大白鲨在追赶一只肥胖的海豹一样。由于巴菲特有更多的资金支持，因此他可以不断地买进蓝筹印花公司的股票，很快他的股份就超过了其合伙人——芒格和里克·格林的联合股份，里克是芒格在太平洋海岸交易所的同事，现在自己也经营一家投资合伙公司。

巴菲特想尽一切办法，到处买进蓝筹印花公司的股票。他从蓝筹印花公司的管理人员以及其他董事手中购买，其中一个韦恩·格里芬，他要价10.25美元一股，而巴菲特的出价为10美元。他们在电话中陷入了僵局，巴菲特回忆说，格里芬建议他们掷硬币作决定。格里芬的提议让巴菲特十分吃惊，因为在没有亲眼所见的情况下他居然敢这么做。仅仅从这一事件，巴菲特就认识到，格里芬不仅信任他，而且也已经把自己“巴菲特化”了。格里芬赌正面。很明显，如果他以这种方式打赌，就表明他愿意接受10美元的价钱，而他也确实答应了。

不过，巴菲特把所有的股票都积累了起来，这同他所购买的那些低价的“烟蒂”型股票不一样。两个大问号摆在了蓝筹印花公司、多元零售公司和伯克希尔面前。由于巴菲特巩固了对三家公司的控制权，现在所有那些从保险业务中涌入伯克希尔和多元零售公司的资金，应该能够得到充分的利用。对蓝筹印花公司法律问题的猜测也应该可以真相大白了。

截至1973年年底，蓝筹印花公司已经解决了11起诉讼，只剩下最后一起了。⁵⁰司法部的裁决要求它放弃1/3的业务。那不是一件很容易的事情，因为“总统对食物价格的冻结对我们来说又是一个致命的打击，”唐·科普尔写道，“食品商们大声抗议，纷纷号称损失巨大，都要破产了。”⁵¹通货膨胀失去控制，尼克松总统采取价格管制的政策想抑制通货膨胀，他通过冻结消费品的价格来控制其他商品价格的增加。经济活动进入了一个新的时代。

印花业务消亡了，但是巴菲特这位永不满足的受让人还有股票在手。在一系列的回旋交易后，蓝筹印花公司已经同华莱士所创建的公司一样，拥有了一系列的俄罗斯套娃。“它们的原理相同。”巴菲特说，他指的是所有这些他通过间接购买股份而到手的钱袋。现在他持有伯克希尔40%以上的股份，蓝筹印花公司25%以上的股份。尽管这些股票的交易价格都很低，但是他仍然能资助更多的交易，购买更多的股票，因为

所有这些套娃都有自己的充电电池——浮存金，在支付理赔之前，这些现金可以用来投资。这种创新极大地促进了交易活动。

在这些多灾多难的日子里，这些公司的业务经营也得到了改善。除喜诗公司外，伯克希尔不仅拥有庞大的发电机——国民赔偿公司，而且还拥有一串小保险公司。巴菲特希望它们最终都能够转变为小发电站，他正在努力对它们进行强制性的改革，使它们走上正轨。同时，不堪重负的霍克希尔德-科恩公司已经消失了，巴菲特不断地削减纺织厂的投资。

但是，从总体来看，伯克希尔、多元零售公司和蓝筹印花公司真正的价值在于两点：第一点就是自我平衡的经营模式——将浮存金转移到控股公司，以便它根据环境的变化做出相应的内部反应和调整；第二点就是组合的力量，因为浮存金和投资会随着时间的推移而不断翻番。

巴菲特模式的经验和优点是前无古人后无来者的创举，怎么夸赞它都不为过。“那是教科书上所说的资本分配的黄金时代。”他说。

时机的选择十分重要。来自保险公司的资金不断注入伯克希尔和多元零售公司，同时，市场正在崩溃，这种环境正是巴菲特最喜欢的。对于在1974年年底之前他所缔造的庞大的企业帝国，尽管他还没有明确做出决定下一步怎么办，但是有两点他是肯定的：其一就是这种模式的威力，其二就是他娴熟的操控技巧。最为重要的是，他对自己充满信心。

“我一直如此，”他说，“一直。”

39 大力士

奥马哈、洛杉矶，1973~1976

经受了1929年的股市崩盘而东山再起的人凤毛麟角，而霍华德·巴菲特就跻身其中。现在，他的儿子正在从20世纪第二次经济大崩溃中冉冉升起。¹不过，世界已经改变了；现在不仅是演员，甚至连商界的人士也能成为明星。在美国媒体飞速发展的同时，巴菲特已经关闭了他的合伙公司，此时有线电视开始繁荣，报业公司即将上市，广告业仍然处在黄金时期，它们把庞大的观众群作为产品在销售。每个星期二的晚上，几乎举国上下都会坐在电视机前，观看《幸福时光》节目。

出于对媒体的天然兴趣，巴菲特也进入了媒体行业，成为一名投资人。借助1969年《福布斯》的报道以及后来《超级金钱》一书的热销，他得以声名远扬，他也开始了一种全新的、“后合伙人时代”的生活。在谨慎地利用媒体提升了自己的形象后，他也开始享受这一成果了。现在，他不仅是一位媒体投资人，更是媒体关注的对象；他一点儿也不比凯瑟琳·格雷厄姆逊色，而且她现在也十分关注他，并且认真看待他，还要把他引入美国最为重要的一份报纸的经营轨道中。

格雷厄姆像对待其他那些权威人士一样，经常向巴菲特求助，而巴菲特几乎不需要激励。

有一次，她要到纽约证券分析师协会发表演讲，我赶到了她在纽约的寓所，帮她撰写讲稿，那是一个周日的早上。她十分紧张，几近崩溃。所有那些男人们都要出席，而且她必须站在前面讲话，这使她很恐惧。在公共场合演讲对她来说一直都不是一件轻松的事情。最有意思的是，她是个极为幽默、聪明机智的人，但是一站到人群面前却会战栗不已，不知所措。尤其是，如果她知道她要问她数字问题的时候。

正如罗伯特·雷德福所说的，格雷厄姆“出身名门，口风很紧”，不给人一丝窥探其个人隐私的机会。他是在第一次见过她之后在一次采访

中这样说的，他因拍摄关于“水门事件”的电影《惊天大阴谋》而前去拜访她。因此，雷德福自言自语道：“为什么她还要不断去演讲和接受奖赏呢？”²

格雷厄姆在联合国广场酒店的高层有一套豪华公寓，俯瞰着纽约的东河，墙上挂满了艾格尼丝·梅耶所收藏的亚洲艺术品，在这里，巴菲特和格雷厄姆开始工作。

她不断猜想他们会提出的问题，诸如新闻纸多少钱一吨，她认为这简直就是个测验。然后我说，这没什么关系。别人多少钱买，你也多少钱买，那又怎样呢？但是这确实是个大问题，她被说服了。我尽力避免让她死记那些事实。只要有个主题就行了。

格雷厄姆想说做好新闻的同时也要取得可观的利润。巴菲特听到这一想法“扑哧”笑了，重新为她定位：

你知道，好的新闻并不一定产生可观的利润，她脑子里全都是这些没用的东西，我要竭尽全力去说服她，使她相信自己比所有那些坐在那里的愚蠢男人聪明，正是这一点从一开始把我们拉在了一起。

巴菲特成了凯瑟琳·格雷厄姆的私人戴尔·卡内基训练师，他的建议使她反败为胜，扭转局势。他和其他所有人一样，都会同情那些在人群面前不知所措、战栗不已的人。再者，由于苏珊多年来的精心指导，他已经学会了更微妙的为人处世方式。他知道如何预见他们的反应，并且以非胁迫性的方式表达出来。他以前的信总是语言拘谨，现在用词恰当熟练，巧妙而富有感染力。他已经学会了倾听，学会了对别人表现出兴趣，还能同其他人谈论股票之外的事情。这都帮他赢得了格雷厄姆的青睐。

在一切准备就绪并且进行彩排之后，格雷厄姆说她当天晚上要去詹尼·阿涅利家参加晚会。“你会发现这很有趣，”她说，“为什么不和我一起去呢？”巴菲特一直强调说他在这些盛大的场合感觉十分不舒服，并且称他对这些活动一点儿也提不起兴趣。不过，这次他没有拒绝格雷厄姆，而是同意和她一起去。那天晚上，他离开房间，开车接上格雷厄姆，然后一同前往晚会。

我们真是很不合适的一对儿——她55岁，而我则40岁出头，我们一进入这座公寓——这不仅仅是一座公寓，更像一座三层的豪宅，十分巨大——每个人都向凯瑟琳鞠躬致敬，跟她套近乎，简直就是电影《甜蜜生活》中舞会场景的再现。我是跑龙套的角色，像裸盆栽植物一样杵在那里。如果你以慢镜头的方式放映，你就能看得清清楚楚。詹尼·阿涅利，菲亚特的总裁，以及他的妻子马雷拉都没有来。这几乎像一场化装舞会，但事实上它不是。

在见识了一个全新的格雷厄姆之后，巴菲特回到了奥马哈。他继续从个人的角度不断地加深对她的认识，他总是看到她自相矛盾的一面——“恐惧而又任性，高贵而又民主，常常被她最为关心的人所伤害”。他感觉很奇怪，在她的丈夫自杀10年之后，她还在不断谈起他。

当你第一次见她时，她常常会不由自主地谈起菲利普的事，就像查理一样，很快就会就一个话题说一通。而且她说起他时，所用的词语你几乎都不敢相信，要知道他曾经对她十分恶劣。不过，在我更深入地了解她之后，她告诉了我关于他以及他们之间的所有事情。她已经发现，她不可能与他在同一层面上对话。她感觉自己是个骗子，甚至是在假装同他住在同一屋檐下。他们常常和肯尼迪夫妇聚会，而她常常感觉自己不应该出现在那里。那时，他所说的任何话都很有趣，所做的任何事都很正确。当 he 要从她面前夺走孩子们时，她甚至都没法阻止他——我是说，整个事情她都没法阻止。

格雷厄姆从小受到母亲残暴、冷淡的对待，长大后又遭受躁狂症丈夫多年的折磨，这对她造成了很大的后遗症，而巴菲特的成长背景与她类似，这种同病相怜好像暗示了他们未来会有不同寻常的关系。他知道如何对待她才能使她感觉不到威胁。1974年春天时，她开始向他寻求建议，并且逐渐冷淡了原来的那些人。反过来，他也抓住这个机会，一举成为《华盛顿邮报》首席执行官的业务指导，好像他一生都在等待着主演《卖花女》，去调教自己的那个伊莉莎·多莉特。他比亨利·希金斯更有耐心，他慢慢地训练她，督促她和她的儿子唐读一些有益而有趣的文章。

随着巴菲特的影响逐渐增强，格雷厄姆注意到“沃伦说”这个词使董事会的一些成员感觉不舒服。³不过，巴菲特一直希望能够受邀加入董事会。当汤姆·墨菲提议请巴菲特加入大都会传媒公司的董事会时，他断然

拒绝了，他正在等《华盛顿邮报》的邀请。⁴墨菲忠实地向格雷厄姆传达了这一信息，她“感觉自己太笨了”，竟然都没有想到这一点。⁵

苏珊认为她的丈夫不能再承担更多的商业责任了，他应该把他们的股票卖出去一部分，把钱用在更崇高的事业上。当他们俩在华盛顿坐出租车时，她谈到了慈善家斯图尔德·莫特，他掌管着斯图尔德·莫特慈善信托基金会，为和平、裁军、人口和计划生育事业做出了巨大的贡献。巴菲特夫妇现在比莫特富有得多，他起家时只有2 500万美元。“你为什么不退休呢？”苏珊说，“斯图尔德·莫特现在就从事着这些事业，每天都不用去工作。”但沃伦是不可能退休的。他坚信自己的眼光——现在的5 000万美元将来有一天能够升值到5亿美元。尽管如此，他并没有完全从家庭生活中脱离出来，也没有对妻子的话置之不理。通过与苏珊的交流，他感觉到了她希望从生活中获取更多的东西。随着彼得升入高中，沃伦对她说：“苏珊，想象一下你是一个工作了23年之后又丢掉饭碗的人，现在你打算做什么呢？”

她的回答是唱歌。她的侄子比利·罗杰斯已经给她准备了一些吉他录音带，可以把她的歌声录下来，然后欣赏。罗杰斯曾经在奥马哈的蛤蟆先生乐队、面条厂乐队和其他的俱乐部演奏爵士吉他。在他的引荐下，苏珊很快就常常出现在当地的音乐会上。不过，当她第一次登台表演时，“我恐惧极了，真的恐惧，”她说，“我真是糟透了”。她前一次公开登台演出是在10年前，那是中心高中的一场慈善义演。因此，她开始练习，并且学习当代的爱情歌曲和民谣。苏珊作为歌手首次登台出场是在那年的7月，当时是在翡翠湾的私人聚会上，观众都是一些老朋友。“他们似乎非常喜欢。”她说。⁶当她丈夫的朋友对她的才能大加赞扬时，她看到他十分兴奋。

虽然巴菲特夫妇那年夏天是在翡翠湾度过的，但是沃伦仍然邀请格雷厄姆来他家做客，当时她正好到洛杉矶参加分析师大会。巴菲特预感到她可能会谈到让他加入《华盛顿邮报》董事会的事宜，便提前几天回到了基威特大厦的办公室，既高兴又兴奋，就像圣诞前夜的小孩子一样。⁷

巴菲特在翡翠湾的别墅与一条陡峭的车道相连，离海滩不远，有点儿让人感觉不像是自己的家，而像是出租的房屋，缺少家庭的温馨。沃

伦不知道这里会给格雷厄姆留下什么样的印象，毕竟她有好几座装修精致、无可挑剔的豪华别墅，并且在格伦韦尔比有个农场，在马撒葡萄园还有座海景豪宅。

不管怎样，很显然他向他的妻子反复强调，他们要尽最大的努力使格雷厄姆满意。在格雷厄姆抵达后的第一个早上，苏珊破天荒地起了个大早，像模像样地做起了家务：她为三人做了一顿丰盛的早餐，巴菲特夫妇二人都假装这是他们的惯常生活。接下来，她的丈夫就整天围着格雷厄姆转，同她谈论报纸、新闻、政治，提及每一个能使她邀请他进入董事会的机会。

有时，他会放下报纸，穿上一件为格雷厄姆这次拜访而特别购买的游泳衣，以及一把崭新的遮阳伞，同她一起离开屋子，沿着一条陡峭的小路，走到大概100码远的海边，和家人一起享受海滨之乐。对于大海，他之前一直是这样认为的：“我认为住在海边确实是个诱人的享受，晚上听着海浪的声音很有趣，诸如此类的事情吧。但是要真的在海里游泳玩乐——我感觉，还是等到年老以后再说吧。”但是现在，在岸边的沙滩坐了一会儿后，看着清澈的海水，他也勇敢地迈入了太平洋中。据说，当苏珊和巴菲特的孩子们看到这奇怪的一幕，“全都笑得人仰马翻”。

苏珊对这位不同寻常的客人有什么想法，我们还不知道。但是沃伦对此的解释却有迹可循。“一切都是为了凯瑟琳，”他说，“都是为了她。”

在星期日的早晨，他们放弃了这种客套虚礼，苏珊在半睡半醒中给格雷厄姆做了熏肉和鸡蛋，而自己却什么也没有吃，沃伦坐在旁边，用勺子从一个瓶里挖出阿华田巧克力粉。⁸早饭后，他和格雷厄姆又开始膝谈心。有时候，格雷厄姆会告诉他，她想让他进入董事会，不过要等待恰当的时机。她知道，有些董事会成员，如安德鲁·梅耶可能不欢迎巴菲特加入董事会。接着他问，“什么时候才是恰当的时机呢？”，迫使她下定决心。因此，他们很快达成协议，同意巴菲特加入《华盛顿邮报》的董事会，他喜出望外。

那天下午，巴菲特离开翡翠湾，亲自开车送格雷厄姆去洛杉矶机场。“在去机场的路上，突然间，她看着我，那眼神就像一个3岁的小孩子一样。她的声音也变了，她说，基本上就像在祈求一样，‘要对我好一

点儿，不要伤害我。’我后来才明白，菲利普以及报社的有些人，为了实现自己的目的或者仅仅是出于乐趣，会不断打击她，只是为了看着她崩溃。就菲利普而言，这是残酷的习惯，而其他人们则是为了操控她。这样做非常容易，因为她还是很容易上当的。”

1974年9月11日，巴菲特正式加入了《华盛顿邮报》的董事会，摇身一变，从一个奥马哈的明星投资经理人，成为世界上最重要的一家媒体公司的正式顾问。尽管刚刚加入该公司董事会，他仍然能够看见格雷厄姆习惯性地向其他的董事们祈求帮助。巴菲特认为不应该这样做，作为一名首席执行官，她不能把自己放在这样的位置上。但是，他还不是非常了解她，因此，他也不好说什么。相反，他却告诫自己，《华盛顿邮报》的董事会里到处都是达官显贵和知名人士，因而他要小心翼翼地同这些人周旋。他们有权有势，还善于玩弄手段，常常习惯于控制格雷厄姆。他在董事会上一一直沉默不语，不过，他却在幕后悄悄地发挥作用。

此时，巴菲特所关注的远远不止凯瑟琳·格雷厄姆和《华盛顿邮报》。1974年的市场仍然在失败的阵痛中煎熬，投资者所期盼的复苏仍旧没有出现。养老基金的经理人们已经把股票的投资削减了80%。伯克希尔的投资组合好像是被修剪过的树篱一样，在第二次大萧条中几乎被斩去1/3。在20世纪已经过去的时间里，这种情况仅仅出现过几次。

在巴菲特解散合伙公司之后，芒格仍然对他的合伙人关系保持开放。同股票市场相比，他的表现在两个方面都更不稳定。在过去的几年中，尽管回报很一般，他还勉强过得去。但是到了1974年，芒格发现自己陷入了困境之中，他的合伙人损失了将近一半的资金。⁹就像半个世纪前的本杰明·格雷厄姆一样，他感觉有责任把这些损失的钱再赚回来。

“如果你是一台装配完美的机器，你就会像沃伦和我一样具有信托基因，”他说，“并且如果你已经告诉了人们，‘我认为我能给你创造非凡的业绩’，那么你就会很后悔没能实现他们的期望。”

至于他自己，“当然资金的价值也缩水了，我也不喜欢这样，但是想一想我们只能有这么多的时间——最后无论我赚了多少钱或者赔了多少钱，又有什么意义呢？唯一让我感觉不安的是，我知道这对合伙人们确实打击很大。这要把我给愁死了——毕竟我的工作就是替人们理财啊。”¹⁰

芒格仍然大概有28名有限责任合伙人，包括一些家族信托。为了赚回损失的一半资金，他必须让剩余的股份增加一倍多。能否实现这一目标，蓝筹印花公司的股票将起到至关重要的作用。

比尔·鲁安的红杉基金也陷入了困境，它由巴菲特原来合伙人的5000万美元起家，大量地将资金投资到一些低价股上，如汤姆·墨菲的大都会传媒公司，这些股票同几年前那些迷人的电视和电子类股票不一样，当时资金经理们挤破头去买。他们同时迅速行动，直奔主题，投入了“漂亮50股”的怀抱，它们是由世界上少数最知名大公司的股票组合而成的。¹¹

“在这一行，”鲁安说，“有创新者、模仿者，还有成群的盲从者。”现在模仿者和盲从者成了主流，鲁安和他的合伙人里克·切尼夫在1970年购买的股票价值已经拦腰减半了。更为糟糕的是，他们刚刚在纽约股票交易所买到了一个席位，而股价马上就要从悬崖上掉下去了。¹²很明显，红杉基金的上市时间太不合适了——鲁安决定的上市时间正好是巴菲特认为缺乏机会而打算偃旗息鼓的时候。红杉基金的业绩每年都跑在了大盘后面——累积起来，数量还是很惊人的。¹³红杉基金在1973年的表现更差：它的损失高达25%，而市场平均行情是15%的损失。到了1974年，它的业绩更加糟糕。鲁安最大的投资人——鲍勃·马洛特怒火冲天。他常常因一些微不足道的亏损就打电话抱怨，在鲁安和切尼夫的公司里，人们都戏称他为一只“破坏球”。现在，他痛骂鲁安，指责他在股票市场的业绩太差，并且反复不断地斥责他，导致鲁安害怕他会把资金从公司抽走。¹⁴不过，巴菲特对此十分镇静，因为他知道市场对股票价格的反应在任何时候都不能代表它的内在价值。他了解鲁安及其合伙人所购买的股票，因此对他们的决定很有信心。

正是因为那些工作人员的高傲自大，1969年巴菲特与格雷厄姆的追随者在殖民地俱乐部的聚会，确切地说，即便不是一种推进剂，至少也为充满挑战的市场创造了相互支持的氛围。从那以后，巴菲特把它命名为“格雷厄姆集团”；埃德·安德森已经在威廉斯堡举行了第三次年会；查理·芒格在加州的卡梅尔举行了第四次年会。1971年，巴菲特把这个会议固定为两年一次。出于忠诚，他让鲁安邀请了马洛特——这种机会一般不会随便给人——和他的妻子艾比成为1973年太阳谷年会的新成员，这次是由里克·格林主办的。

马洛特可能是被这个活动打动了，决定继续支持鲁安的工作，尽管

他依然不断地抱怨，使得鲁安仍然害怕他突然撤资。然而，到1974年年底时，市场行情下跌了25%以上，不过，红杉基金至少要比市场的损失少一些。

尽管如此，红杉基金的累计行情依然很糟糕，以至于曾经在那里工作过的亨利·勃兰特和卡罗尔的丈夫约翰·卢米斯，现在也都害怕行情继续恶化，害怕自己被从一艘即将沉没的船上抛下去。¹⁵

在当年的11月，《福布斯》杂志刊登了一篇对巴菲特的采访，开篇就提出了一个尖锐的问题：你怎么看待当前的市场行情？“像一个性欲旺盛的男人闯进了女儿国，”巴菲特这样回答，“现在正是投资的绝佳时机。”¹⁶他接着说：“这是有史以来第一次你能够以本杰明·格雷厄姆所青睐的‘烟蒂’型股票的价格购买菲利普·费希尔的股票。”他认为这是他所要表达的最为重要的意见，但是《福布斯》没有刊登出来；因为普通的读者不会理解为什么要引用费希尔和格雷厄姆。¹⁷当《福布斯》的记者问他对特定股票的看法时，他没有提及他正在买或者已经买了哪些，相反，他开始玩儿起小把戏，想测一测这个记者是否研究过《福布斯》杂志以前刊登的关于他的文章，看看对方对他了解多少。“一家自来水公司”，他说，并补充说蓝筹印花公司持有圣何塞自来水公司5%的股份。这位记者上当了，他没有参考以前的相关报道，还以为自己得到了内幕消息，直接就用在了这篇文章中。

不过，尽管到1974年为止，他一直对市场很热心，但是在投资时他还是很谨慎，一点点地买进，大部分的资金都花在了斯图德贝克·沃辛顿公司、汉迪-哈曼集团、哈特·汉克斯报业集团以及多媒体公司等等，并且巩固了他在信义房产公司的地位。他把其他的一些股份也增加了10%或者20%。他还从里克·格林手中购买了蓝筹印花公司的10万股股票。“他以5美元的价格卖给了我，因为他手头拮据，”巴菲特说，“那真是一个残酷无情的时期。”

巴菲特对“女儿国”的见解有双重含义：尽管这确实是最佳的投资时机，但是对巴菲特来说，在很大程度上，只能“看”而不能“摸”。国民赔偿公司的一个航空经纪人几近疯狂地赔钱贱卖航空保险保单。公司撤销了该代理机构的特权，并且竭力阻止其疯狂举动，但是几个月过去了，还是没法关闭该机构。¹⁸

财务记录混乱不堪，损失也不清楚。国民赔偿公司不知道全部的账

单会达到多少，不过按最坏估计可能会高达数千万美元。然而他们仍然有希望不损失那么多，因为国民赔偿公司并不值数千万美元，想到这些，巴菲特浑身直冒汗。¹⁹

1975年年初，他的麻烦接踵而至。查克·里克肖塞尔，芒格律师事务所的合伙人——现在该事务所已经重新改名为“芒格-托尔斯-里克肖塞尔律师事务所”——给巴菲特和芒格打电话，告诉他们美国证券交易委员会正在考虑起诉他们，控告他们违犯了《证券法》。一个看似正在酝酿之中的问题，现在突然爆发为全面的危机。

里克肖塞尔在收购喜诗公司时就开始为巴菲特和芒格打理法律事务。不久之前，他还在为维持现状或维护旧制度而努力战斗，就在那时候一位在美国证券交易委员会工作的律师给他打电话，说他遇到麻烦了。里克肖塞尔本以为这件事只是例行公事，因此把这个人推荐给了维恩·麦肯齐，伯克希尔的财务主管。

正在内布拉斯加工作的维恩·麦肯齐听到电话响，他接起电话，却发现电话那头是让业内人士闻风丧胆的“强悍警察”——美国证券交易委员会执法处的头头斯坦利·斯波金。斯波金的眼袋下垂，好像整个晚上都在台灯下伏案工作，秘密起草针对大公司的诉讼，许多大公司都对美国证券交易委员会的裁决——而不是上法庭感觉不寒而栗。²⁰在电话中，他质问了麦肯齐许多问题，涉及韦斯科金融公司、蓝筹印花公司以及伯克希尔等公司。虽然他的语气很不友好，但是这一次，麦肯齐还认为这仅仅是他一贯的做法。另一方面，麦肯齐还得到这样一种印象——斯波金认为任何富人都肯定干过坏事。²¹

当里克肖塞尔听说给麦肯齐打电话的不是一个普通的律师，而是斯波金本人，并且被他长时间拷问后，里克肖塞尔的心脏几乎快要受不了了。斯波金的成功率很高，因而这个下颚宽厚的人自然就成了美国商界最为显赫的人物之一。从某种意义上说，他甚至比他的老板——美国证券交易委员会主席的权力更大。

是什么引起了美国证券交易委员会的注意呢？似乎是因为巴菲特和芒格这两年来一直在酝酿的一个举动——他们精心策划想理顺他们所拥有的几家公司纠缠不清的关系。第一步是要把不太重要的多元零售公司合并到伯克希尔-哈撒韦。到1973年时，多元零售公司只不过成了一个购买伯克希尔和蓝筹印花公司股票中介。不过，他们需要美国证券交

易委员会的同意，而美国证券交易委员会推迟了多元零售公司的并购申请。芒格曾经告诉巴菲特这没有什么大不了的，他指示里克肖塞尔去“邀请美国证券交易委员会中任何有疑问的人”直接把电话打给芒格本人”，“如果这能够促进他完成工作，澄清我们的申请文件”。²²

相反，在接下来的18个月中，美国证券交易委员会的工作人员似乎一直在调查蓝筹印花公司和其他一些投资活动。最后，它得出结论，巴菲特和芒格故意破坏了韦斯科金融公司与圣巴巴拉的合并交易，他们采用的方式是通过为其中的1/4股份支付较高的价格，从而达到控制其他股份的目的。至少，圣巴巴拉方面肯定是这么认为的，因为很明显是它把蓝筹印花公司告到美国证券交易委员会的。²³

他们第一次意识到蓝筹印花公司陷入了麻烦之中。²⁴巴菲特刚刚享受了加入《华盛顿邮报》董事会的荣耀，他和芒格就需要立即去寻求法律支持，因为危险在迅速增大。里克肖塞尔已经知道同巴菲特工作是怎么回事了，现在又一次向同事解释说“太阳很美好，很温暖，但是你却不想离它太近”。²⁵在接下来的几年里，他都是在验证他所谓的“热力学法则”。

在1975年2月，美国证券交易委员会签发了传票，开始对蓝筹印花公司购买韦斯科金融公司的活动进行全面调查，并撰写了调查报告《关于蓝筹印花公司和伯克希尔-哈撒韦的说明，沃伦·巴菲特，HO-784》，该委员会的工作人员认为，巴菲特和芒格有商业欺诈行为：“蓝筹印花公司和伯克希尔，以及巴菲特，独自或者伙同其他人一起……有可能直接或者间接地涉及商业欺诈行为、计划或者预谋，或是提供的陈述材料有不实或者遗漏……”

该委员会的律师盯着一点不放——他们认为蓝筹印花公司从一开始就计划接管韦斯科金融公司，但是却没有透露这一事实；蓝筹印花公司在圣巴巴拉公司并购失败之后购买韦斯科金融公司的股票，肯定是“股权收购”，但是这次收购从来没有在美国证券交易委员会登记过。²⁶后面一点更严重，因为这暗示美国证券交易委员会可能会大张旗鼓地公开以“民事欺诈”为由提起诉讼，不仅仅针对蓝筹印花公司，更是针对巴菲特和芒格本人。

在针对一个目标采取行动时，斯波金总是有两种选择：提起公诉或者和解。和解是给对方一个道歉的机会，而不用正式承认有罪；调查对

象可以不接受也不拒绝关于欺诈的控告，但是他们可以同意接受惩罚。在接受和解时，美国证券交易委员会也有两种选择，它可以指明具体牵涉到的个人，也可以只是和公司本身达成协议，而不用指明任何个人。在和解中指出某个人的名字虽然并不意味着其职业生涯的终结，但是以后恐怕也不会有所突破了。巴菲特通过《超级金钱》和《福布斯》以及进入《华盛顿邮报》董事会获得了极高的地位和荣誉，现在又要开始小心谨慎地战斗，以拯救自己的声誉。

然而，调查继续扩大。接到传票后，巴菲特必须开放他的档案文件——很显然，这包括他收藏的大量详尽的文件，它们同他收藏的其他东西一样庞大而又完整。由于违反了他的个人隐私，来自芒格-托尔斯-里克肖塞尔律师事务所的律师们对此进行了筛选，归类为交易单据、近期购买股票的信息、给银行的备忘录、给喜诗公司的信、给维恩·麦肯齐的便条等，然后把它们运送到了华盛顿特区的检察官们那里。巴菲特感觉自己受到了迫害，他和芒格好像在做噩梦一样，正在被一个巨大的、行动笨拙的巨人穷追不舍。为了生存，他们必须比它跑得更快些。

信件在芒格-托尔斯-里克肖塞尔律师事务所和美国证券交易委员会之间飞来飞去，就像踢毽子一样。巴菲特表面上依然保持镇静，但是他背上的病痛也开始折磨他。而芒格却没有隐藏他的焦躁和不安。

到1975年3月，调查工作进展到了新的阶段，相关证人需要到美国证券交易委员会接受询问。贝蒂·彼得斯被传唤。“你的律师来了吗？”他们问道。“没有，我还需要律师吗？”她反问道。“哦，每个人来时都会带着律师的。”他们告诉她。“难道你们不想知道发生了什么事吗？”她问道。在没有律师陪同的情况下，他们询问了彼得斯。

接着是芒格。连续两天询问——也没有律师作陪，对于查理·芒格，难道还需要什么额外的法律顾问吗？他竭尽全力为蓝筹印花公司辩护，反驳他们关于破坏圣巴巴拉并购活动的控告，并解释蓝筹印花公司为什么要支付溢价来购买韦斯科金融公司的股票。是的，他承认蓝筹印花公司曾经考虑过取得控股权，但是那些计划都仅仅是“模糊的，不确定的”，直到圣巴巴拉的并购活动以失败告终才浮现出来。这一辩论明确了他和巴菲特的作用——他们说服了文森蒂，并且他们承认诱导了贝蒂·彼得斯和卡斯珀家族进行投票。芒格满怀遗憾地打断了美国证券交易委员会律师拉里·塞德曼的讲话。“我们希望能够对路易斯·文森蒂和贝蒂·彼得斯保持公平。”他说。²⁷但是美国证券交易委员会的律师从来都没有见过

桀骜不驯的路易斯·文森蒂，他们不可能理解这一点的。“那你们蓝筹印花公司的股东该怎么办呢？”塞德曼接着问道。塞德曼不明白为什么蓝筹印花公司要对韦斯科金融公司的股东这么慷慨——那时韦斯科金融公司的股票大部分都在套利者的手中。

这些购买韦斯科金融公司股票的人知道，一旦交易结束，它的价格就会涨到圣巴巴拉公司所出的价格之上。他们为了减少风险，而采取两面下注的方式，减持了圣巴巴拉公司的股票，这同格雷厄姆和纽曼的做法一样，他们曾经购买了洛克伍德的股票来交换可可豆的仓库收据。但是，当韦斯科金融公司的交易失败后，和可可豆一样，价格迅速暴跌。

28为什么要提高股价，帮助这些套利者解套呢？

芒格找到了他终极武器——本杰明·富兰克林。“对于那些要求我们矫枉过正的股东们，我们并没有义务必须做到公平。我们十分赞同本杰明·富兰克林的观点——‘诚实乃上上策’。如果我们尽力压价的话，就会有损公司的声誉。”²⁹

塞德曼似乎对这番辩论疑惑不解，甚至芒格也承认他们所做的事中有一些细节看起来是不太好。他请求塞德曼要从大的方面来看。“看看我们的整个记录，你就会发现，我们从来不做任何违法的事，总是尽力保持公平，并且严格遵循公平交易的原则；我只希望你能得出结论，认为我们这种谋求平衡的做法不应该遭到任何控告……即使真有任何不当之处，也不是故意的。”

当巴菲特被询问时，他们问为什么他和芒格不等到韦斯科金融公司的股价跌到谷底再买，那样他们就可以用更便宜的价格买进。“我觉得蓝筹印花公司在大家心目中的商业信誉从来没有像现在这么高过。”巴菲特说：“我觉得有人可能会感觉十分愤慨。”但是他为什么要关心呢？巴菲特说：“因为韦斯科金融公司的管理层对我们的印象是相当重要的。也许，你可以说，我们已经掌握了公司的控股权，别人的感受并不重要，但实际上影响很大。路易斯·文森蒂并不一定非得为我们工作……你明白，如果他觉得我们是一群寡廉鲜耻的卑鄙小人，那么这种良性的互动关系就不复存在了。”

现在，巴菲特像芒格一样单独现身，着实使执法处的律师们大吃一惊——这倒是对他很有帮助，他往返华盛顿几次，耐心地解释蓝筹印花公司是如何运转的，详细阐释他的投资哲学，甚至谈起他在华盛顿的童

年时代。塞德曼不知不觉被巴菲特的魅力所吸引，但是他的上司——美国证券交易委员会负责这一调查工作的高级律师，即著名的“老虎”——对巴菲特的态度依然冷淡，他的态度是“不能让他们通过”。他认为这些辩解都毫无说服力。³⁰这位高级调查员的看法是，任何打擦边球的行为都不能逃过他的火眼金睛。³¹

美国证券交易委员会的工作人员继续深入调查。他们似乎对巴菲特的企业帝国错综复杂、盘根错节的关系产生了疑惑。他们甚至开始调查他是否在圣何塞自来水公司的并购案中获得了内幕消息。³²美国证券交易委员会的工作人员开始调查原始资本基金，这是一只封闭型投资基金，芒格把他当作一只烟蒂型股票，以20%的利率买进，并使其摆脱困境。鲁安的红杉基金在1975年反弹很大。芒格正要把他合伙人的投资赚回来，在1975年其收益达到了73%，他自己却没有收取任何佣金，这逐渐平息了合伙人的不满。要弄清楚他们这个复杂的王国是如何运作的，需要先明白随着市场逐渐复苏，他们在股市低迷时以低价购买的股票正在不断升值。调查的范围越来越广，就像一只多毛毒蜘蛛一样，触角越伸越多。

里克肖塞尔正在研究一张图表，试图借此理清巴菲特和芒格之间所有复杂的经济利益关系。巴菲特位于最中心，持有蓝筹印花公司、多元零售公司和伯克希尔，除此以外，还有像俄罗斯套娃一样互相关联的众多公司。面对这一复杂情形，里克肖塞尔惊讶不已。³³

每个人都知道巴菲特像条大白鲨一样，几乎没有人能阻止他不断购买股票的企图。如果他得到了10美元，正好能够买到蓝筹印花公司、伯克希尔或者多元零售公司1股，他就会毫不犹豫地掏出来，买到这1股，然后把它扔到最近的抽屉里。在他和芒格第一批买进韦斯科金融公司25%的股份后，里克肖塞尔向巴菲特提出建议，只通过正规的股权收购购买股票，以免给人留下不当收购的把柄。³⁴

巴菲特交叉持有各种股票的复杂模式，似乎让人感觉他在竭力隐藏什么一样。里克肖塞尔看着这张复杂的图表，心中充满了焦躁。“这应该有一份起诉书啊。”³⁵他没有想到美国证券交易委员会已经获得足够的证据可以判明他们有罪，并且很容易提起诉讼。

在更大意义上，芒格是个辅助人物，同巴菲特相比，他的金融股权实在是微不足道。他曾经被看作不足挂齿的小帮手。但是因为蓝筹印花

公司是他的领地，他在对韦斯科金融公司的传奇收购中是主要负责人，因此，他也不可避免地成了美国证券交易委员会的重点调查对象。³⁶他向塞德曼承认：“我们的商业活动确实十分复杂，不过我认为，让我们感觉遗憾的是，我们已经清楚这可能不是很聪明。但是，我们竭尽所能想掌握好这些悬在空中的球，接着再恰当地捡起一些其他的球，并且从容地操纵它们。”

尽管从他们二人的声明以及事实来看，圣何塞自来水厂或者原始资本基金的交易并没有什么过错，然而美国证券交易委员会仍然继续追查。这个像老虎一样的公诉人现在向斯波金提议，美国证券交易委员会对巴菲特和芒格两人提起诉讼。他没有被巴菲特和芒格的证词所动摇，一直坚信他们通过为韦斯科金融公司支付溢价而故意破坏圣巴巴拉公司的并购活动。对于“因为支付高价而使自身受到了伤害”的解释，他无动于衷，他认为这两人在解释这一事件上有点儿刻意大事化小，转移注意力。³⁷

里克肖塞尔直接给斯波金写信，请求他不要起诉巴菲特和芒格，称他们是“极其珍视自己荣誉和名声的人”，因为“许多人，很有可能大多数人都是这样认为的——任何人只要被该委员会起诉，就肯定是邪恶无比、罪大恶极的”。虽然巴菲特和芒格同意和解，而不用承认或者否认控告，然而即使仅仅对他们进行备案也会引起“可怕的、不可挽回的损害”，因为“该委员会在不知不觉中无情地破坏被告人的名声”。“在发挥巨人的威力时应该十分谨慎，”他劝告说，“在商业活动中，因疏忽所致的失察不应该负有法律责任，否则的话，就会阻止那些十分珍视自己名声的人继续参与商业活动。”³⁸为了挽救巴菲特和芒格的个人声誉，巴菲特请求只对蓝筹印花公司发出一项双方都同意的判决书，披露它微小的技术违规行为，里面不出现任何个人的姓名。

我们只能去猜测巴菲特头脑中的恐惧。在办公室里，他尽量表现出沉着冷静，以免影响到办公室的工作人员，因为任何一个人都有可能被美国证券交易委员会询问。

为了把客户描绘成出身模范家庭的正直公民，里克肖塞尔像个装卸工人一样辛苦地工作着。他把芒格和巴菲特的简历送到美国证券交易委员会，他着重强调：两人为慈善事业做出了巨大的贡献；他们为许多董事会成员付出了艰苦的心血；巴菲特的父亲霍华德·巴菲特曾经担任国会议员；巴菲特从14岁就开始填写纳税申报单，多年来已经为政府缴纳了

数以千万美元的税款。很明显，巴菲特一直都很用心做记录，好像他的一生都离不开这些。

芒格放弃了。“如果一个警察在路上追了你500英里，”他对巴菲特说，“你就要收到罚单了。”

接着里克肖塞尔再次向斯波金提出建议，他措辞婉转地写道：“巴菲特先生和芒格先生之间复杂的经济利益关系……很明显会给人这样一种印象，人们会认为他们很难遵守各种不同的法律规定。”他特别指明这两人竭尽全力遵守法律规定，不仅仅是从字面上，更是从精神上，“他们现在希望能够尽快精简他们所持有的股票”。³⁹

在会谈中，美国证券交易委员会的律师们已经知道了“精简”将意味着什么。“在将来的某个时候，很有可能我们会把蓝筹印花公司同伯克希尔合并，”巴菲特这样回答他们的提问，“不过蓝筹印花公司有很多法律纠纷，只有等那些纠纷解决了才行，否则很难达成我们认为十分合理的公平交换比例。如果我有优先权的话，将来有一天它们就会合并。因此，我希望我们现在的业务还能保留下来，但是不要这么复杂了。我真的很不喜欢这种错综复杂的局面。但是别人可能以为我很喜欢这种错综复杂的局面。我手下并没有太多的工作人员。我们当时操作的时候看似很容易，而现在却并非如此。”他说。⁴⁰

一位美国证券交易委员会的调查人员问芒格，巴菲特的“精简计划”是否是临时想出来应付他们的。“哦，他有吗？”芒格说，“在这次调查之前很早，他就开始着手筹划一个详细的精简计划了。”⁴¹

在考虑这一提议时，斯波金说，这次要更多地依赖里克肖塞尔。他是“我一生所见到的屈指可数的律师之一——无论他告诉你什么，你都可以相信”。斯波金不仅仅把里克肖塞尔看作一个才华横溢的卓越律师，也认为他是一个诚实、坦率、正直、毫不虚伪的人。里克肖塞尔告诉斯波金，巴菲特将是“华尔街有史以来最伟大的人”，并且“他也是你所见到的最为正派和可敬的人”。如果这些话出自其他任何人之口，斯波金都可能会认为这是花言巧语、浮夸之词，但是因为它出自里克肖塞尔之口，他认为这些评论既真诚，同时可能又很恰当。⁴²斯波金感觉他有责任赦免犯人。他认为作为公诉人必须将因过失而犯错误的本质上诚实的人和骗子区别开来。对于骗子，他要毫不留情，严厉打击。在巴菲特和芒格一案上，他认为他们当然只是因过失而犯了错误，他们根本不是骗子。⁴³

如何避免经营一家公共图书馆

华盛顿哥伦比亚特区，1975~1976

1975年年初的一天，苏珊·巴菲特的朋友尤妮斯·丹尼伯格来家中拜访，她刚在客厅沾满狗毛的沙发上坐定，苏珊就转过脸去，背对着她，然后她打开了录音机，开始唱起歌来。丹尼伯格听后大加赞赏。她们谈起了苏珊希望登台演唱的梦想，但是她实在是太胆怯了，一直都不敢去尝试。丹尼伯格回到家后，第二天就给她打电话，说，“我做你的经纪人”。她找到了鲍勃·埃德森——米兰德学院音乐专业的副教授——请他为苏珊组建了一支伴奏乐队，并特邀苏珊在“蒸汽动力”夜总会登台演出，这是位于奥马哈城郊区的一个叫欧文顿的小镇，正是在这里，她和多蒂曾经在她父亲的教堂中组建了一个唱诗班。苏珊的心中忐忑不安，不过家里其他人都对此满怀热情，只有汤普森博士充满了疑虑，他说：“我不知道你为什么想在夜总会里唱歌。”

苏珊第一次公开登台演出的那个晚上，面前的观众全都是她的朋友，大概有35人。她太紧张了，因此她要求沃伦不要去看。她穿着缀满了金属片的长裙，同人们交谈和打招呼，快要登台时她呆呆地站在那里，直到丹尼伯格一把将她推上舞台。从艾瑞莎·富兰克林的《打电话给我》，到辛纳特拉的《你使我感觉如此年轻》，到血汗泪合唱团的《你使我如此快乐》，再到她最为喜欢的歌手之一——罗伯塔·弗兰克的《我第一次看见你的脸》，她选择的音乐都是充满深情、激情和浪漫的。苏珊发现观众的反响十分强烈，他们对她报以热烈的掌声。¹这和她在私人场合为朋友唱歌时得到的反响相似，人们都对她的歌声大加赞赏。这是她的特别天赋，现在经过提炼得以发挥。从这一刻起，她想成为歌厅的一名驻唱歌手。

然而，几周后的一天，苏珊正在为下一次前往加州卡梅尔的演出进行彩排，突然她的妯娌伯蒂打来电话，请她去帮帮她的小女儿莎莉，莎莉正在遭受脑瘤的折磨，不久于人世。与此同时，伯蒂同查理·斯诺福的婚姻正在破裂。

莎莉死后，伯蒂发现这一悲剧融化了她冰冻的情感。“莎莉真是个好孩子，而且有非凡的感受力，作为一个7岁的孩子，她有超出年龄的深刻洞察力和极为丰富的感情，”伯蒂说，“有一次，她对我说，妈妈，你和爸爸都会孤独的。我想，当你最亲近的人死时，他们会给你遗嘱的。莎莉死时，她给我的遗嘱是我不应该再拒绝自己的感情了。她的话就像一根铜线直通我的心脏，从那时起，我再也不能掩饰自己的感情了。”

伯蒂同苏珊的关系一直很特别，莎莉死后，她也打开了心扉，突然之间，她们的关系更加亲密了。“苏珊是我一直喜爱的人，她对我非常重要，”伯蒂说，“她是我的家人中唯一一个可以让我敞开心扉倾诉感情的人。”

然而，她的弟弟对于侄女的死却有截然不同的反应。他给一些曾经到拉古纳拜访过巴菲特夫妇的朋友打电话，告诉他们关于莎莉的事。“我们非常震惊，因为一两周前，我们还在一起，”玛丽·霍兰德说，“我问他发生什么了，他说，‘我说不下去了。’然后就挂断了电话。”

当时，沃伦用繁忙的工作来驱赶心中的悲痛。美国证券交易委员会对他的调查刚刚结束。他被凯瑟琳·格雷厄姆强烈地吸引着，甚至到了痴迷的地步。当沃伦迷上什么，尤其是一个陌生人时，他的心中会一直惦记着他或者她；这一次是一个全新的人，他付出了全心全意的、有些阿谀奉承甚至是压倒一切的关注。然而，在谈及生意时，他在一瞬间就恢复了原状，把强烈的感情埋在了心底。正如芒格所说的，巴菲特“永远不会让他所痴迷的小人物干扰了大事业”。²不过，凯瑟琳·格雷厄姆并不是个小人物。早先的某个时候，他决定要看看，当她偶然遇见芒格——他所认识的最聪明的家伙时——会与他擦出什么火花来。“凯瑟琳很友好，如果我给她一些事情去做时，她会非常尽职尽责。如果我告诉她去读一些十分复杂的财务报表，或者无论什么东西，她都会尽力按照我的指示去做。我告诉她，‘你必须见见查理。’我不断地对她说。最后，她来到了洛杉矶，去见查理。”

她来到查理那间破旧不堪的办公室里，刚一坐下就立即取出一个黄色的便笺簿，以便他在讲话时，好做记录。查理满心欢喜——他在想他所说的一切都很重要吗，要不这个世界上最有权力的女人怎么还要把他所讲的话记下来呢。

查理无法抗拒这种鼓励，于是不自觉地炫耀了起来。他之前和格雷厄姆联系过，给她写过信：“你把我带回到了30多年前，使我像汤姆·索亚对贝基·撒切尔一样，并且我猜想对于我们俩来说，沃伦真是个大傻子。”³

然而，不论凯瑟琳会使沃伦多么眼花缭乱，晕头转向，他都在用一种严肃的方式把她送进商业学校。“凯瑟琳不断地让我私下里给她解释这些财务报表。我会带着这些年度报告到华盛顿。然后她会说，‘哦，沃伦，上课。’就这样，又开始讲课了。”他认为她的儿子唐“极其聪明”，具有“几乎像照相机一样的记忆力，这一点比我遇到的任何人都要强”。为了使这个家庭感觉放心，沃伦签署了一份代理投票协议，请唐代表他行使投票权。现在，当他来华盛顿参加长达数月的董事会议时，他就住在凯瑟琳的家里。她不赞同他的穿着方式。“不过我告诉她，‘我要同唐的衣着一样，’”巴菲特说，“在这一点上他和我结成了统一战线。”

巴菲特对凯瑟琳的感觉是：“她非常非常聪明，在许多方面都很明智，只要你不碰那些伤疤就行了。不过她很善解人意。”随着他们的关系更加密切，他感觉可以对她在董事会的发言方式进行指点了。他知道这并没有她想象的那么艰难。一天，他把她叫到一边说：“你不能向董事会任何成员乞求帮助，这与你的职位不符。”听了他的话后，她就不再向任何人请求帮助了。

格雷厄姆和巴菲特之间的关系，无论从生意角度还是私人角度都已经达到了十分亲密的程度，因此沃伦邀请凯瑟琳和唐参加本杰明·格雷厄姆集团于1975年在希尔顿海德岛举行的年会。在会议上，唐表现得十分谦逊，立即给其他人留下了很好的印象，同时也使他从中获益匪浅。许多人一眼就看到，凯瑟琳放下了自己的冷漠和高贵，表现出脆弱和谦恭，这使得沃伦无法不去喜欢她。因此尽管她好像女王一样威严庄重，但是她很快就和大部分人打成了一片，融入了这个团体之中。她真诚地想和每个人建立良好的关系——尽管在她内心深处一直认为男人远远比女人优秀，并且在这次会议上她依然这么认为。格雷厄姆就像男人堆里的一个标志，她衣着华丽，发型高贵，手中拿着鸡尾酒，款款地在他们中间坐下；有人发表政见，她会回应说“亨利是这样认为的”——她指的是基辛格博士。这不可能不给人留下深刻的印象。

苏珊·巴菲特在希尔顿海德岛的年会上首次为这一集团献歌。比尔·鲁安带来了一张表，上面显示着黄金价格已经连续5年超过了伯克希尔-哈

撒韦的股价。他开玩笑地问其他人，是否应该购买金属了。但最终事实证明，他实际上已经买到了“金币”，并且用它赚了个盆满钵满。⁴

亨利·勃兰特把巴菲特拉到隔壁一个房间，要他保证伯克希尔-哈撒韦的股票不会跌到40美元以下。到1975年10月，股票价格已经从两年前的93美元被拦腰折断了。“瞧，我爱你，”巴菲特回忆当时的情形，“但是我不能向你保证。”“我要崩溃了，”勃兰特说，“我把每一分钱都投到了这只股票上。”

世界继续崩溃，即使其他地方的股票市场已经开始复苏，伯克希尔还没有。勃兰特惊慌失措，立即给巴菲特打电话，而巴菲特只愿意出40美元一股。接着勃兰特又给沃尔特·施洛斯打电话说：“沃伦只愿意出40美元，而我想要50美元，我该怎么办呢？”

施洛斯是“烟蒂”型股票的坚定支持者。在格雷厄姆集团的年会上，其他人都对他的“马鞭型”投资组合大加嘲讽和非难，这种组合囊括了破产的钢铁公司和窘迫的汽车零配件制造商。“那又怎样？”施洛斯说。“我不喜欢压力，并且我晚上睡得很好。”他填好简单的清单，把格雷厄姆的投资哲学运用在了这张最简单的表格中，然后在每天下午5点钟，他准时离开特威迪·布朗公司的办公室，然而他的成就却十分了得。

现在，施洛斯听勃兰特这么说感觉十分惊愕，他竟然要把伯克希尔的股票卖掉脱身，这完全同“烟蒂哲学”相左。施洛斯对他劝说了两个小时：“你把钱给了世界上最聪明的家伙，让他来给你管理，事实上，沃伦根本没有向你收任何手续费，你现在却要卖掉，真是个大错误啊。”“我想我信任他。”施洛斯说。但是，在那时，美国的经济仍然麻烦不断，纽约几乎要破产了；整个国家都沉浸在极度的悲观之中，这种局势影响了每个人的判断。“在星期一，他给经纪人打电话，”施洛斯说，“开始出售——他妻子的股份，而不是他自己的——直到卖出他们一半的股份。”⁵

之后不久，福特总统拒绝对纽约的经济实施政府救援；《纽约每日新闻报》的一篇文章记录了这一时代的情绪，它用巨幅标题“福特说：去死吧！”表达了失望之情。⁶

在1970年以大概40美元一股买进伯克希尔股票的那些合伙人们，似乎在5年后并没有富裕起来。“对任何持有我们股票的人，”芒格说，“看起来好像是很长时间都没有收到什么利好消息了。总的来说，这不是我

们的合伙人以前所经历过的。纸上的记录看起来真是糟糕，然而在将来，也许你称为“内部记分卡”的东西，也就是真正的业务势头，却一直在增加。”

巴菲特基于这些股票交易的资本净值也同他当初结束合伙公司时差不多。然而，尽管财富明显地减少了——这几乎会让其他任何人恐惧不已——然而他的心中仍然保持着镇静，没有一丝的不安和忧虑。1974年美国证券交易委员会开始调查之前，伯克希尔拥有蓝筹印花公司26%的股份。尽管在1975年的欧姆尼航空事件中，巴菲特放慢了对伯克希尔的收购活动，但是通过多元零售公司，他还是在不断购买伯克希尔的股票。到1976年时，他通过多元零售公司同时在购买伯克希尔和蓝筹印花公司的股票。归根结底，伯克希尔在蓝筹印花公司拥有的股份超过了41%——而通过伯克希尔-哈撒韦，他和苏珊直接拥有的份额也高达37%。

由于伯克希尔的股票在1976年很便宜，他想到了用另一种方式来利用这一时机，他说服他的母亲——“因为她对金钱根本不关心”——把她所拥有的伯克希尔的5 272股卖给多丽丝和伯蒂。用5 440美元现金，外加一张10万美元的支票，他们每个人得到了伯克希尔2 636股——相当于每股只付了两美元现金。⁷尽管巴菲特几乎把债务看成是罪孽深重的，但是他认为伯克希尔40美元一股的价格真是太便宜了，因此他希望让他的姐妹们借钱，临时以95%的价格购买该股票。他很明显地认为股票的价格将会增长，并且按这个条件购买会让他的姐妹们变得富有，⁸同时也可以避免缴纳大量的遗产税。

这是我母亲一直想做的，直到那时才是最好的时机。那恐怕也是空前绝后的最伟大的一着了，再也不会发生了，那真是一个千载难逢的好机会。

到处都在贱卖价值不菲的东西。大概与此同时，汤姆·墨菲来找沃伦，带来了一个好消息，有家电视台要出售。巴菲特认识到这是一宗极好的交易，但是他却不能买，因为这同《华盛顿邮报》公司冲突，因为该公司已经拥有了几家电视台。而由于他是《华盛顿邮报》的董事，如果他买进这家电视台的话，就会使《华盛顿邮报》违反美国联邦通信委员会的规定。⁹“怎么样我才能参与进去，同时我又不用拥有它呢？”他问自己。他实际上必须考虑这个问题，然后找到解决的方法。突然他想起

来他并没有拥有格林奈尔学院。他们看的第一家电视台已经卖出去了，但是在巴菲特的推荐下，格林奈尔学院购买了俄亥俄州代顿的一家电视台，价格为1 300万美元，先付200万美元，其余的部分，桑迪·戈特曼采用负债融资的方式支付。把电视台卖给格林奈尔学院的经纪人称，这是他在过去20年中所经历的最佳交易。¹⁰

股票价格这么便宜，像纽约这样的城市几近破产，这是有充分的理由的。通货膨胀肆虐，人工成本失去控制，劳动关系不稳定，全都抑制了经济的发展。报业是受到影响最为严重的行业。在希尔顿海德岛年会之后不久，1975年10月1日凌晨4点，《华盛顿邮报》的工会合同到期，《华盛顿邮报》的一些印刷工人砸毁灭火器，倒出油墨，弄掉齿轮，扯下电线，使机器无法印制报纸。他们扯下成卷的新闻纸，到处放火，并且打伤了一个印刷车间领班的头部，鲜血汨汨地直往外冒。¹¹格雷厄姆在一个小时内就来到了一座大楼下，她看到，在电视台摄像机的灯光下，消防车、警察以及好几百名纠察员们正在忙着救火。

《华盛顿邮报》同几个工会的关系“像个醉汉一样完全失控了”，唐·格雷厄姆回忆说。¹²这些激进的工人们认为他们“无法熟练”操纵这些机器，“然而他们却有能力和找到替罪羊来解决所有的问题，这就是更为明确地反对新的管理方式”。凯瑟琳后来写道。¹³在进行了多年的破坏活动和消极怠工之后，9个工会的合同马上就要到期了，在紧张和沮丧的氛围中，资方的谈判人员同工人之间的僵持继续扩大。

除印刷工人外，多数的工会工人都在坚持工作，尤其是新闻记者报业工会。《华盛顿邮报》的直升机越过罢工者的纠察线，把一些主要的工作人员转运到借来的印刷厂，在被迫停刊一天后，就重新印刷出版了。但是，随着罢工的持续，格雷厄姆十分害怕报纸就此停刊，那些没有参加罢工的管理人员和工人的力量很薄弱，以至于报纸的版面只有原来的1/4，而印量只有一半，广告客户不断流失，全都跑到了《华盛顿邮报》的主要竞争对手——《华盛顿明星晚报》那里。几天之内，《华盛顿明星晚报》就“登满了大量的广告，报纸重得都快拿不动了”。¹⁴

他们打电话叫我回去，因为他们很害怕凯瑟琳会崩溃。我们一起穿过示威者的纠察线，凯瑟琳这么做很勇敢，但是当她看到《华盛顿明星晚报》时，我看见她眼中满含泪水。《华盛顿明星晚报》正在竭尽全力把《华盛顿邮报》挤出市场，他们模仿《华盛顿邮报》的版式，雇用《华盛顿邮报》的人员。她会在半夜醒来，给我

打电话。

当她感觉受到威胁时，这个被编辑霍华德·西蒙称为“坏凯瑟琳”的女人，就会陷入癫狂状态。

凯瑟琳真的并不坏，她只是没有安全感。如果她感觉很不安全，她就会发出相当刺耳的声音。有时候，有些事情会让她放声痛哭，接着她会像动物一样做出疯狂的反应。她似乎感觉没有人和她一心，她被逼到了角落里，她不知道接下来该怎么做。到了这时候他们就会打电话叫我来。菲利普不和她一心，她的母亲也不和她一心，公司的管理人员有时也不和她一心。并且，在她内心深处总有一种感觉，认为她的周围是一个不友好的环境，任何小事都可能激发混乱。

但是，她一直都知道我和她是一心的，当然这并不意味着我在任何事情上都认同她，或者她想让我吃什么我就吃什么。但是我是支持她的，并且永远会支持她。

这位“坏凯瑟琳”在有些地方同利拉·巴菲特很像。能够成为凯瑟琳唯一信任的人，并且能够不让“坏凯瑟琳”现身，沃伦的自豪之情油然而生。

现在巴菲特已经具有明确洞察人们动机的能力，因此他知道是什么原因驱使人们围在格雷厄姆的身边，除此以外，他能帮她培养洞察力。这是苏珊教会他的，现在他也可以把这些洞察力传授给其他人。他对人们的反应洞察得很敏锐，可以帮助那些感觉受到威胁的人，让他们分清哪些人真的具有威胁性，而哪些人的行为只是出于恐惧。

“她认为沃伦是在水上行走——而他也确实是这样，”董事会的成员阿贾伊·米勒说：“沃伦很坦率，并且她很信任他。”对于合适的人，巴菲特会逐渐向其灌输一种能力，就是从各方面客观公正地看待问题的能力，这也是苏珊教给他的。这种令人不可思议的自信和安全的天赋可以内化到人的心灵深处，因而在学会之后人们不用依赖他仍然可以使用这种能力。但是凯瑟琳太没有安全感了。“我认为他不可能真的让她做到那一步，”米勒说，“但如果有人能做到，那就只有他了。”她需要他亲自到场。

在接下来的6个月里，《华盛顿邮报》继续出版，而毫无结果的谈判仍然在进行着，威胁、暴力、一系列的心理战、不断的斗争，他们要博取已经分裂的报业协会的同情而使其不参加罢工。人们采用各种各样的手段来保证报纸的印刷出版；唐·格雷厄姆现在成了一个给机器装纸的工人，他把巨大而又沉重的纸卷一卷一卷推到印刷机上。

有些人包括一些她最为尊敬的人，都对她说：“你必须放弃，否则你会输得一干二净。”他们很害怕，他们不希望没有报纸可出版，不愿意看到《华盛顿明星晚报》把《华盛顿邮报》给挤垮了。

因此，我就是与他们对抗的力量。我对她说：“我会告诉你怎么做，我会努力使事态不发生转折。”这个转折指的是某个人夺取了控制权，并且在你回去之后，他仍然能够控制局面。这包括5个变量：当你回去后员工的态度、你给这群人所留下的印象、那些转向其他报纸的广告、其效果的好坏、你要评估人们改变阅读习惯的可能性。他们并没有把我们的专栏作家或者漫画家挖走，因此，问题就是，在什么地方出了问题，导致他们改变习惯而去购买其他的报纸？

那恐怕是对她最为重要的了。她相信我，并且她一直相信我。我把她的全部利益都放在了心中，并且她相信我非常精通报业。

但是，“尽管沃伦在鼓励她，但是她自己的毅力和志气——而不是他的——一直在支撑着她”。乔治·吉莱斯皮强调道。¹⁵

她的毅力和志气要足够强大以支撑整个公司。除了印刷工人外，《华盛顿邮报》其他的雇员几乎都在坚持工作，他们要冒着被袭击的威胁，不断穿过罢工工人的纠察线前来工作。他们的汽车轮胎常常被扎破，他们的家人常常在家中接到恐吓电话。一位罢工的工人举着一张标语，上面写着“菲利普射死了邪恶的格雷厄姆”。为了鼓舞士气，格雷厄姆、巴菲特和梅格·格林菲尔德在邮件收发室包装报纸。巴菲特很喜欢这份工作，他再一次重温了分发报纸的乐趣。

罢工持续两个月后，《华盛顿邮报》向印刷工人做出了最后的让步，但是遭到了他们的拒绝。¹⁶罢工继续进行，双方没有达成任何解决方案。格雷厄姆开始雇用新工人来替代他们，以瓦解罢工。印刷工人们继续在工厂门口示威，他们认为还有谈判的机会。但是在接下来的几个月里，报纸逐渐赢得了其余工会、读者和广告商的支持，不过示威活动

一直持续到了春天，而广告收入也一直没有恢复到原来的水平。

正当格雷厄姆在慢慢拯救她的公司时，¹⁷巴菲特和芒格也最终同美国证券交易委员会达成了和解。此刻，巴菲特邀请芒格到畜牧场附近的约翰尼餐馆吃牛排，同时商讨他们的“精简”计划。他已经决定停止为FMC公司管理资金。接着，蓝筹印花公司要把它在原始资本基金的股权卖掉，¹⁸并且伯克希尔和多元零售公司要重启合并计划，之前的计划在1975年年初由于美国证券交易委员会的调查而中断。在贝蒂·彼得斯请求下，蓝筹印花公司只购买了韦斯科金融公司80%的股份，现在仍将作为上市公司而存在，芒格仍然是它的董事长。芒格和巴菲特推迟了把蓝筹印花公司并入伯克希尔-哈撒韦的时间，决定等到他们能够很容易对这些公司的相对价值达成一致时再合并。

伴随着伯克希尔和曾经占用了他长时间注意力的、正在从动乱中复兴的《华盛顿邮报》的发展，巴菲特的日常业务开始正规化。《华盛顿邮报》的董事会不用再处理一些紧急业务了，而格雷厄姆也开始思考如何扩张她的报业帝国了。

那正是报纸迅速发展的高潮时期。“凯瑟琳真的想买进一些报纸，但是首先，她不想让其他人抢在她前面。”巴菲特说。“告诉我怎么做。”她请求道。巴菲特已经改变了她向董事会其他成员请求帮助的习惯，但是她仍然请求他的帮助。“我只会让她自己去作那些该死的决定。”他说。他帮她认识到，对自己想要的东西付钱太多总是错误的，焦躁是最大的敌人。在很长一段时间里，《华盛顿邮报》几乎没有任何大的商业运作，增长的速度也很慢。巴菲特使格雷厄姆明白在股价较低时回购公司股票，从而减少其公开发行量的价值，这种做法能增加每一份蛋糕的分量。同时《华盛顿邮报》也避免了一些代价高昂的错误，这样一来，它也就成为了赢利最大的公司之一。¹⁹

巴菲特过去常常扮演接受的角色，而在格雷厄姆身上，他第一次体会到了给予的滋味，并且也发现了自己在这方面的才能，他很喜欢这样做。“她会和我谈一些关于商业策略的话题，然后她会同家里的其他人谈这个问题，而他们只知道怎么样去吓唬她。她知道他们会这样做，她一点儿也不喜欢，但是她没法克服这一点。”

最后，我告诉她我的职责是让她从一面正常的镜子中看到自己，而不是通过一面哈哈镜去看。我真的想让她对自己所做的事情

感觉更好，我很喜欢看到她的进步。并且我也取得了一定的成功，虽然我直到那时才碰到了她。

然而，芒格在给格雷厄姆的信中谈到了巴菲特的一些事，他说：“我看得很清楚，他的一些做法实际上已经发生了显著的改变。”²⁰巴菲特同格雷厄姆待在一起的时间越来越多，她已经把尽力打造他当作了她的工作。

“凯瑟琳尽力让我得到提升。不过她也是渐渐才明白这一点的，而不是一下子就注意到了。这很有意思，她十分努力地想改造我，但是没有任何成效。她可真比我老练多了，真是这样的。”巴菲特知道格雷厄姆认为在餐厅吃饭很不文明，并且令人讨厌。“在整个华盛顿，你的厨师都是值得骄傲的。在晚会上，你对某人的最高赞誉就是说‘我要把你的厨师聘请过去’或者‘你肯定是从法国聘请的厨师吧’。凯瑟琳对此十分在意，像华盛顿的每个人一样。因此，她的晚宴都显得十分高贵，不过她对我则例外。”

格雷厄姆的厨师发现要严格根据沃伦的习惯去做饭还真是个挑战。“花椰菜、芦笋和抱子甘蓝，这些东西在我看来都像是把一大堆中国食物堆在盘子里一样。花椰菜让我感觉恶心。我勉强吃了点儿胡萝卜。我不喜欢红薯。我甚至都不想动大黄，它使我恶心。我头脑中的蔬菜应该是青豆、玉米和豌豆。我喜欢意大利面条和烤奶酪三明治。我可以吃肉馅糕，不过我从来不吃饭店里做的。”

他认为的盛宴应该是半加仑的巧克力冰激凌。他会一次只吃一种东西，而不喜欢面前堆一大堆食物。如果一块花椰菜碰到了他的牛排，他就会恐惧万分，不再吃了。“我喜欢反复吃同样的食物。我可以每天都吃火腿汉堡，连续当早饭吃50天。在她位于格伦韦尔比农场的别墅里吃饭时，凯瑟琳会让厨师做龙虾。我不会吃，老出错，总也夹不到，倒霉得很，怎么也吃不到嘴里。她会告诉我把它翻过来夹。”在遇到9道菜的正餐时——每一道菜都搭配有相应的酒，并且放在固定的餐桌上，而桌旁则坐满了达官显赫和名流人士，以及新闻界的明星记者——“这常常让他十分尴尬。”格拉迪丝·凯泽说。他从来都没有适应这种奢华的生活。

然而，巴菲特仍然经常出现在格雷厄姆的这些著名宴会上，他称它为“凯瑟琳的盛宴”。他喜欢自己乡巴佬的身份，并且很高兴自己被龙虾

搞得狼狈不堪。他的天真表现为一种纯真和无辜的神态。不过他在社交方面的纯真无邪也是真的——主要是因为他对周围的世界完全不了解。在“欣赏”格雷厄姆时，他就像一束激光一样盯着她看，而不会看她用哪把叉子。他没有兴趣去增加这方面的知识。格雷厄姆想逐渐改变他像大象一样单调的饮食习惯，然而她却很吃惊地发现，巴菲特仍然只吃汉堡和冰激凌。²¹

她和厨师说话时总是用法语，总是那样，全都是法语。因此，我能听到法语单词中的hamburger（汉堡），并且戏弄她说：“不，不，是hambur-zhay”，然后我会说：“给我来个hambur-zhay”，接着一个特制的汉堡就会从厨房里端出来。凯瑟琳家的厨师十分想把汉堡和薯条做得很好——因为我只吃这些东西，不过同麦当劳或者温迪快餐厅的相比还是差远了。薯条总是有点儿焦，不过他还是尽力让我满意了。

但是，在她的那些盛大的晚会上，她就不对我这么特殊照顾了。

不过，在凯瑟琳的宴会上，巴菲特的角色并不是吃饭，当然，他是来讲话的。作为一个明星投资人，他就像一只秃鹰来到了城里，而这里任何鸟儿都没有。甚至乔治敦最为守旧和思想褊狭的“穴居人”——他们具有贵族血统，很少同与自己出身不同的人交往，其中许多又是格雷厄姆的朋友，如专栏作家乔和斯图尔特·艾尔索普，以及埃莉诺·罗斯福的表兄弟姐妹们——都很喜欢这个魅力四射的巴菲特。参加宴会的客人们会问他各种各样关于投资的问题，而他也不不知不觉地进入了这个他最为惬意的角色——教师。

现在，他在华盛顿待的时间更长了，因此他也在格雷厄姆家的客房里留下一套备用的衣服，就像他以前曾经在长岛的安妮·戈特沙尔特家一样。通常他穿着一件破旧不堪的蓝色麂皮夹克，一条灰色的法兰绒长裤，它就像被揉得乱七八糟的床罩一样。²²格雷厄姆尽力去提升他的着装品位。“她看到沃伦的穿着吓了一跳，”据她的儿子唐说，“虽然我的母亲对我的穿衣方式也很讨厌。有一次她说起她手下的员工，‘为什么我周围这些经理全都是整个美国衣着最差劲的呢？’她对人们衣着的批评不是仅仅针对沃伦的，而是普遍的。”²³她带着他去见哈尔斯顿，这是她所钟爱的时装设计师，同时也让他培养了自己的衣着风格。巴菲特对哈尔斯顿的反应是：“你知道，他来自得梅因。”

到1976年的6月，巴菲特也有机会邀请格雷厄姆去参加他的活动：苏茜的婚礼。婚礼的每一方面都和凯瑟琳的宴会背道而驰——在加州纽波特海滩举行，这是一个介于正式和非正式之间的地方，一群像巴菲特一样的嘉宾来庆祝一个个人人都知道从一开始就是个错误的婚姻。

大学最后一年的春季学期，苏茜从加州大学欧文分校退学了，当时她的室友获悉，21世纪公司——一家房地产公司在高薪招聘秘书人员，但是不要求必须具备打字技术。²⁴尽管她的父母很明智地没有干涉，但是他们知道苏茜和丹尼斯·韦斯特高的婚姻不会有好结果。他是一位英俊潇洒、金发蓝眼的冲浪运动员。在某种程度上，苏茜自己也知道这一点，但是她陷入了幻想之中而不能自拔。²⁵尽管父母对他们的婚姻心存疑虑，但他们仍然认为她的婚礼十分重要。沃伦已经要求邀请凯瑟琳参加；苏珊专门在圣约翰·路德教堂为她预留了一个特别座位，就在他们的后面。在迪克和玛丽·霍兰德的陪同下，她在那个座位上只坐了几分钟。接着，毫不奇怪，凯瑟琳对他们说：“我感觉不舒服，我不知道为什么，但是如果让我坐后面就会好点儿。”她自己跑到教堂后面去坐着，一直到整个婚礼结束。²⁶

巴菲特的婚礼已经过去很多年了，但是那时，他太紧张了，他不得不摘掉眼镜，他不想再看周围的景象了。在教堂后面等着走过通道时，他对焦虑不安的女儿说：“别看我，但是我的拉链开了。”摄影师正站在圣坛的前面，等着抓拍照片。苏茜强忍着笑，尽量不去看她父亲的裤子拉链，以免摄影师拍到这个镜头，最后她也忘记了紧张。²⁷

接下来的程序没有再出现什么意外，然后纽波特海滩的万豪酒店就陷入了一片疯狂之中。巴菲特允许这个痴迷音乐的女儿请任何她喜爱的乐队。苏茜选择了她最喜欢的“水银信使”乐队，这是一个迷幻摇滚乐队，创建于20世纪60年代旧金山的费尔摩演奏厅。其成员看起来同其他任何普通乐队的成员没有什么不同，乐队由20人组成，全都是一些留着非洲发型的白人男孩，头发又短又卷，他们在舞台上跳来跳去，拨弄着乐器。巴菲特看到这些时，内心十分恐惧。在“水银信使”乐队的鼓声、电吉他声的伴奏下，苏茜穿着婚纱，欣喜若狂地跳着摇滚舞，而她的父亲还不得不保持着镇静，尽管在内心深处，他觉得很不舒服。“我对音乐还没有疯狂到这种地步，”他轻描淡写地说，“他们的声音太大了。”他喜欢的是他妻子所钟爱的多丽丝·戴类型的音乐，或者弗罗伦斯·汉德森以

及小萨姆·戴维斯之类的音乐。在演出了90分钟后，这些乐手们结束了演奏，并且收拾好了乐器，这时出现了更令他目瞪口呆的一幕。乐队的经理给巴菲特出示了一张高达4 000美元的账单，而且要现金，这可把巴菲特吓了一跳。²⁸苏珊曾经告诉过女儿：“你知道，苏茜，你不能在婚礼的当晚把乐队带回家来。”“真扫兴！”苏茜说，“但是我的一些朋友都这么做了。”

现在苏茜要长期在旧金山定居，并开始到21世纪公司工作了。豪伊已经从奥古斯塔纳学院退学，因为他无法同室友和睦相处。他换了几所学校，但是没有人支持他，他也就无法毕业。“我和妈妈太亲密了，”他说，“我生活中的每一件事都是以我的家人和家庭为中心的。在大学里，我得不到这种关注。”²⁹他们俩都没有父亲的志向，不过却都是第一次有了钱。霍华德留给其孙辈的资产全都投在了伯克希尔-哈撒韦的股票上，大概是600多股。沃伦没有告诉他们该如何做。他自己从来就没有卖过一股，他们为什么要卖出去呢？然而，苏茜还是把自己大部分的股票卖了出去，买了一辆保时捷和一套公寓。豪伊也把自己的股票卖掉了一部分，创建了巴菲特挖掘公司，在他的童年时代，他就十分喜爱铁皮玩具，现在，他要自己挖地基，建造房屋了。

彼得刚刚从高中毕业，他被斯坦福大学录取了，秋天就要去加州上学了。1976年夏天，奥马哈的家显得越来越空空荡荡了。大部分时候，彼得放学后，就直接去阿比汉堡餐厅，自己买点儿晚饭吃，然后回到家里，一头扎进暗房中摆弄他的照片去了。甚至小狗也常常从家中溜出去，彼得的朋友开始不断打电话说“汉密尔顿在我家里”。³⁰

苏珊这些天也很少待在家里，她承认自己对婚姻有些担心。她似乎感觉到凯瑟琳好像是个第三者，要把她的丈夫抢走；³¹不过凯瑟琳的身边有那么多的男人，如果她知道苏珊这样想的话，肯定会吃惊不已。然而，也许是因为十分忧伤，所以苏珊“像个少女一样到处跑来跑去”，正如有人所说的，她处在中年的浪漫高峰期。她对沃伦很生气，她也不再关心他了，只顾和她的网球教练约翰·麦凯布在奥马哈城到处游逛。她有时也会给米尔顿打电话，当他同意和她见面时，人们也能在公共场合见到他们一起出入。她似乎生活在一个不同的世界里，没有计划，也没有方向，不知道路在何方。她也无法放弃沃伦，她称他是一个“不同寻常的人”。³²很明显，她很尊敬他；不论她怎么嘲笑和唠叨他的顽固和对金钱的痴迷，他还是给了她所想要的一切：安全、稳定和力量。“他很诚实，

并且有很好的价值体系，这对她来说很重要。”多丽丝说。“如果我辜负了需要我的人，”苏珊说，“那将是我所能想象的最大的失败。”³³苏珊不是一个思想家，她相信自己的能力，相信用她的情感作为向导，她可以应付与不同人之间的复杂关系。但是，有些人最终是不得不被辜负的。

尽管苏珊常常因各种未知的追求而离家出走，她的三个孩子仍然在朝着各自的方向前进——彼得开着他那辆黄色的凯旋牌小敞篷车，前往帕洛阿尔托度假去了；豪伊驾着一辆推土机，穿着脏兮兮的衣服在挖土；苏茜正在和她英俊的冲浪运动员丈夫享受着新婚之乐——沃伦也在进行着自己的旅行。这个饮食简单的人认为自己的生活就像《反斗小宝贝》中描述的一样，把时间消磨在了使馆街的晚会上。凯瑟琳·格雷厄姆正在用尽可能快的速度吃力地把他拖出大象的饮食习惯。

她不能像改变我所知道和看见的东西一样改变我的行为，无论她到哪里，都会受到女王般的接待。我见到了世界上许多我之前没有看到的有意思的事情，也听到了关于许多事情的解释。跟着她我见识了很多东西。凯瑟琳对政治舞台上的每个人都非常了解，她会把她的见解告诉我。

她认为我教会了她所有的商业秘诀，而她却没有为我做任何事情，这种想法一直困扰着她。因此，她不断思考在哪些方面能够帮助我，要么请我去参加那些高档的宴会，要么是其他事情。所有这些活动，你都可以说是非常迷人或者异乎寻常的。我发现它们也很有意思，我不会对此吹毛求疵。可能有很多人比我更渴望和她一起出席这些活动，不过，你知道，这些活动也让我过得很快乐。

毫无疑问，的确有很多人渴望去参加这些活动。然而，巴菲特去了，一次又一次地，不论这些活动最终让他看起来多么可笑或者尴尬。

一天晚上，格雷厄姆带他到伊朗大使馆参加正式的国宴。她穿着一件金色的礼服，来搭配使馆的风格。伊朗国王礼萨·巴列维，美国重要的战略同盟，也是一位迷人的主人。他的使馆在华盛顿使馆街的社交活动圈里独领风骚，里面的一切都闪耀着19世纪末期富丽堂皇的帝王风范。

在鸡尾酒会后，巴菲特坐在了他的座位上，发现一边是法拉赫·巴列维皇后的侍女，另一边是伊利诺伊州参议员查尔斯·珀西的妻子。他转过

头看了看洛伦·珀西，发现她正在和她旁边的客人保罗·纽曼促膝交谈。巴菲特明白可能要等很长时间她才会转过头来同他交谈，于是他转向右边，对皇后的侍女说了几句。她礼貌地笑了笑，他又说了点儿别的，她又笑了笑，然后就没事了。坐在她另一边的特德·肯尼迪靠了过来，用法语说了几句好话。她面露喜色，于是他们开始兴高采烈地用法语交流起来了，巴菲特被晾在了一边。他再次转向洛伦·珀西，却发现她仍然在全神贯注地同保罗·纽曼交谈。他郁闷地意识到，有保罗·纽曼坐在她身边，这可能是个非常漫长的夜晚。

凯瑟琳在另一桌，紧挨着国王而坐。在这些人中，她是最为重要的客人，而沃伦则是一个无足轻重的客人。凯瑟琳是女王，而他则是来自内布拉斯加州的乡巴佬投资者，在凯瑟琳的带领下才得以参加这个国宴。忘掉《超级金钱》吧，这是老掉牙的事了。过了一会儿，特德·肯尼迪注意到了他的窘迫，问道：“难道你不会讲法语吗？”巴菲特感觉自己像是个小丑，他只穿着一件防雪服，却降落到了波拉波拉岛。这顿饭一直持续到第二天凌晨1点，然后乐队开始演奏，人们开始跳舞，其中一位男士邀请皇后在舞池跳了支华尔兹，而巴菲特则抓住格雷厄姆的手逃走了。

然而，如果她再次邀请他，他还会去，因为他肯定没有抱怨过。这样的开眼机会太好了。

现在他也十分清楚，除了《超级金钱》和《福布斯》的文章让他小有名气外，许多著名的人物从来都没有听说过他。在1976年的5月，巴菲特正在华盛顿看望凯瑟琳·格雷厄姆，突然她说：“我让你见个人，这个人就是杰克·拜恩。”然而，当格雷厄姆给他打电话安排会见时，拜恩很不情愿地说：“谁是巴菲特？”

“哦，他是我一个朋友，”格雷厄姆说，“他刚刚买进了《华盛顿邮报》的部分股份。”拜恩对此既不知道也不关心，因此他拒绝见面。之后不久，巴菲特的老朋友洛里默·戴维森——1970年刚刚从GEICO退休——听说此事后，他立即给拜恩打电话，“天呐，你可真是个大傻瓜啊，竟然错过了同沃伦·巴菲特的会见？”他问道。34

拜恩在1976年被聘任到GEICO公司时，它已经濒临破产的边缘，他

想尽力把它拯救过来。作为一个曾经只针对政府雇员的保险公司，GEICO开始到处开拓市场，客户对象扩展到了普通人。“搜寻百万投保人”是他们的口号。“增长，增长，增长，重点是全面增长。”一位多年的高级经理说。³⁵被“增长、增长、增长”所激发，GEICO的股票价格曾高达61美元——这对巴菲特来说太高了，不过他一直关注着这只股票。实际上，过去20年来，他一直在追踪着它，从来没有停止过。在1975年，“我又看了看GEICO的股价，仅凭感觉简单计算了一下它的赔款准备金，我大吃一惊。”作为一家汽车保险公司，其业务在不断“增长、增长、增长”，而其客户的事故数量也在不断“增长、增长、增长”。如果一家公司低估了这些索赔的支出，它就会同样过分高估其利润。“在经过多次分析之后，我已经很清楚，该公司的储备太低，而且形势还在进一步恶化。一次我到《华盛顿邮报》参加董事会时，顺路去见（首席执行官）诺姆·吉登。我已经认识他有20多年了，而且一直挺喜欢他。他很友好，但是他根本没有兴趣聆听我的见解，他断然拒绝了。他有点儿匆忙地把我赶出了办公室，并且没有对这一问题做出回应。”³⁶

巴菲特并没有拥有GEICO的股票，然而他却尽力去帮助它的管理层，这说明了他仍然对这家公司十分依恋，这是因为洛里默·戴维森刚刚从这里退休，这只股票也曾经是他第一个真正的大创意，并且这项投资也为他的朋友和家人挣到了许多钱。

1976年年初，GEICO宣布1975年是它有史以来最糟糕的一年，支付保费使它的损失高达1.9亿美元。³⁷该公司停止支付红利，这一举措向股东们表明其钱柜里已经空了。吉登开始疯狂地寻找资金支持，GEICO急需2 500万美元的资金支持。³⁸当年的4月，在华盛顿的希尔顿酒店，400名怒气冲冲的股东在股东大会上大发雷霆，提出质问和指责。之后不久，一支保险事务专员队伍来到了GEICO的办公室。董事会意识到，他们必须解雇管理人员。³⁹而董事会本身也是一塌糊涂，十分混乱，在这场大灾难中，几位董事会成员已经失去了他们的个人财产。由于没有一个有能力的首席执行官来管理公司，萨姆·巴特勒，一位来自柯史莫律师事务所沉着稳当的律师，临时担任了董事会的主席——实际上，也就是临时的首席执行官。

巴特勒知道拜恩已经一时冲动从旅行者保险公司辞职了，因为他没有被选为该公司的首席执行官。拜恩曾经做过精算师，在29岁就创建了一家保险公司，并成了百万富翁，两年前，旅行者保险公司在家庭和汽

车保险之间摇摆不定的转型期间，他发挥了巨大的作用。巴特勒在哈特福德给拜恩打电话，他知道这人有点儿自负，因此他解释说，如果他接管了GEICO，就会避免一场全国性的危机，否则整个美国经济都可能陷入危险之中。失业在家的拜恩很快就接受了首席执行官职位的面试。⁴⁰他在5月初来到了华盛顿，在董事会面前反复面试了几次，不断翻着白色的记录表，并且用记号笔一边画着，一边不停地讲着。“我一进来，就随口说了起来，完全没有准备，说了一些有几点需要注意的，什么是我们应该做的，不断地讲啊讲啊讲啊。”⁴¹他说。绝望的董事会很快就达成一致，认为这个面色红润、脸蛋圆圆的家伙就是最佳人选。

拜恩接任首席执行官后所做的第一件事，就是直奔唐人街哥伦比亚地区保险监管官马克斯·瓦拉赫那间积满了灰尘的办公室。瓦拉赫是一个守旧的德裔美国人，说话带着浓重的口音，“他极其顽固，对公众服务有着十分浓厚的兴趣。”拜恩回忆道。他十分讨厌GEICO的前管理层，并且拒绝同他们打交道。拜恩感觉瓦拉赫不会对他那么讨厌。事实上，他们的关系的确还算不错，两个人开始每天都进行交谈，有时会长达数小时。⁴²瓦拉赫坚持公司在6月下旬之前必须按照规定筹钱，同时要让其他的保险公司为它的一些保单做担保——也就是说，为GEICO进行“再保险”。⁴³这一想法是为了增加GEICO的财力支持，确保能够支付索赔金额，降低风险，保持收支更加平衡。因此，拜恩必须说服其他的保险公司，让他们掏钱挽救GEICO。

拜恩以前的经历已经表明他不可能成功。不过一开始他还是信心百倍。

“我的法宝是告诉他们，保险公司不但要自己照顾自己，更要互相帮助，”拜恩说，“我们不想让监管人员牵涉进来。”如果GEICO破产了，监管人员就会把GEICO无法支付的索赔账单转给它的竞争对手。因此，他们最终还是不得不出钱救助。“但是，经营州立农业保险公司的参议员埃德·鲁斯特，”拜恩说，“是一个爱尔兰老混蛋，他得出结论——他也可能相当聪明——‘如果GEICO破产了，我就拿出1亿美元来支付他们所有没有理赔的索赔要求，因为从长远来看，消灭了GEICO，会为我们省钱。’”因此，州立农业保险公司收回了再保险协议。

“最后，”拜恩说，“几个真正的好朋友也背信弃义了，旅行者保险公司说，‘我们不会提供帮助的。’他们背后没有任何原则性的想法，他们只是有点儿懦弱和胆怯。”

在他加入GEICO三周后，“我被搞得焦头烂额，我开始思考自己是不是犯了一生中最大的错误。我的妻子多萝西仍然在哈特福德，她不停地哭啊，哭啊。我们刚刚搬了第19次家。”而市场也显示GEICO恐怕难以幸存；之前不久其股票价格还是61美元一股，现在已经暴跌至两美元一股了。有些人——比如说持有2.5万股——已经目睹了他们几乎97%的财富都蒸发了——从原来的150多万美元缩水为5万美元——从足够快乐富足地过一生到只够买一辆像样的跑车。

公司投资人和股东对这场灾难的反应几乎能决定他们的命运，而这不仅仅只是个别人的事情。

许多长期的股东已经十分恐慌，都在吵着卖掉股票，这也是股价会跌到两美元的原因之一。任何接手他们股票的人，都是在拿GEICO的命运作赌注。

本杰明·格雷厄姆现在已经82岁了，他什么也不管，继续持有该股票。他的表妹罗达及其丈夫伯尼·撒纳特，同芝加哥大学商学院的院长谈及此事，院长告诉他们卖掉股票，因为股票已经这么便宜，几乎不可能再涨回来了。他们的决定却正相反，一只股票如果跌到太低，就太便宜了，说什么也不能卖。如果他们卖出去能有什么收获呢？只要还在手中，他们就几乎没有什么损失。因此他们没有卖出股票。⁴⁴同样，洛里默·戴维森也没有卖出一股。⁴⁵

GEICO创始人的儿子小里奥·古德温把自己的股份卖掉了，最后成了一无所有的穷光蛋。不久之后，他的儿子——里奥·古德温三世，死于用药过量，可能是自杀吧。⁴⁶

巴菲特并没有持有GEICO的股票，而它的股票现在市价为两美元一股，他又嗅到了类似美国运通公司那样的好机会。不过，这次公司没有获得足够的免赔资金来把它从深沟里拉上来。GEICO需要一辆拖车。巴菲特感觉到只有一位才华横溢、精力充沛的经理是不足以扭转乾坤的。他想见一见拜恩，对他先评估一下，然后再做出决定是否需要投资该股票。他让凯瑟琳·格雷厄姆给拜恩打电话；虽然拜恩上一次拒绝了她的善意，她还是不计前嫌地安排了这次会见。

在参加了《华盛顿邮报》董事会的一次晚宴后，巴菲特在格雷厄姆位于乔治敦的别墅里等待拜恩的到来。“这是很冒险的，”他告诉唐·格雷

厄姆，“它可能会彻底破产。但是，在保险业，你很难保持优势，而他们却有一个优势。如果有合适的人来经营它，我想他能够扭转乾坤的。”⁴⁷

43岁的拜恩进来了，他面色红润、兴奋异常，像一串正在燃放的鞭炮。两个人在格雷厄姆高大的图书馆的壁炉旁坐定。连续几个小时，巴菲特一直在不停地向拜恩提问。在巴菲特接触过的所有爱尔兰裔美国人中，拜恩是最能说会道的人，并且“讲话很有分寸”。巴菲特评价道。“我很兴奋，一直不停地讲啊讲啊，”拜恩说，“沃伦问了我很多问题，他问我要如何避免破产，之后有什么计划等等。”

对巴菲特来说，“关键是要做出判断，弄清楚拜恩是真的很镇定、临危不惧并且很专业，还是他根本就不知道怎么办”。⁴⁸他最后认定拜恩“十分理解保险业，并且具有分析能力，他是个领导者，也是个推销商。GEICO需要一位分析型的领导者，从而可以弄清楚如何解决它的问题，同时它也需要一个推销商，从而向所有相关的资助者推销其产品”。⁴⁹

第二天早上，巴菲特见到了乔治·吉莱斯皮，曾经帮他买进《华盛顿邮报》股份的那位律师，他们都是皮克顿私家侦探公司的董事，而当天该公司正好召开董事会议。⁵⁰“乔治，”他说，“我觉得自己今天有点儿反常啊，今天我买进了一些股票，明天它可能就真的一文不值了。”他刚刚给办公室的比尔·斯科特打过电话，命令他为伯克希尔买进50万美元GEICO公司的股票，同时指示他只要市场上有该公司的股票出售就立即再买进。斯科特为他买进了大量的股票，总共价值400万美元。⁵¹

巴菲特为了以合适的价格购买GEICO的股票已经等待多年。现在拖车终于来了，而GEICO仍然没有得到再保险，它需要资金，同时也需要那位监理官马克斯·瓦拉赫大发慈悲。⁵²但是现在，一个新的救“市”主降临了——巴菲特以投资人的身份出现了。巴菲特成了GEICO的后台，他给了拜恩一张很厉害的牌，让他陪监理官继续玩。⁵³此外，拜恩说，“美国汽车协会（USAA）的总裁麦克德莫特将军给其他保险公司写了一份信。”美国汽车协会只向军队官员销售保险，并从事相应的经营活动。在保险业界，人人都在谈论着这个协会，罗伯特·麦克德莫特将军也十分受人尊敬。他的信中可能写道：“在军队里我们从来不抛弃任何人，现在这里有一只落伍的老鹰[1]。”⁵⁴

巴菲特去见瓦拉赫，竭尽全力说服这位顽固的老公务员，希望他能

够放宽6月份的最后期限。但是寻找再保险交易就像要劝说20多个胆战心惊的小孩拉着手，一起跳进湖中一样难。⁵⁵为了胜利完成这一工作，拜恩这次有三条理由：GEICO原先那些无能的管理人员都已经被扫地出门，遗留下来的满目疮痍的房子现在欢迎新主人来重建；经验丰富的杰克·拜恩，旅行者保险公司的救世主，已经空降到这里来挽救损失；从未失算的沃伦·巴菲特对杰克·拜恩充满了信心，他已经在该公司的股票上投入了高达400万美元的巨款。

然而，当拜恩开始在华尔街寻求银行资助时，“人们都推辞说正在吃午饭”，他说，“我像皮球一样被踢得跑来跑去”。接着，萨姆·巴特勒把他带到了所罗门兄弟公司。作为一家历史悠久、值得尊敬的专业的投资银行，所罗门兄弟公司从来没有从事过股权收购，不过它一直渴望进入赚钱的保险承销业务。约翰·古特弗罗因德，所罗门兄弟公司一位很有影响力的经理，派一位初级调查分析员迈克尔·福瑞盖里和他的同事乔·巴罗尼一起到华盛顿去调查GEICO公司。“我让他们等了一个半小时，因此他们很不高兴，”拜恩说，“但是我一直谈到第二天清晨，他们却始终阴沉着脸，没有一丝反应，不过在去机场的路上，公司的司机听到了他们的谈话，他告诉我他们在回去的路上确实满心欢喜。”⁵⁶

“保险业承担不起这些家伙的失败，”福瑞盖里告诉古特弗罗因德，“这会给整个行业带来可怕的耻辱，这些浑蛋们绝不会袖手旁观的。”⁵⁷拜恩和巴特勒来到了所罗门公司的办公室，这是筹钱的最后一丝希望了，然而，古特弗罗因德却挖苦道：“我不知道谁会购买你们那些垃圾再保险合同。”

“你根本不知道你在说什么。”拜恩针锋相对地回击。⁵⁸

在荷尔蒙的强烈作用下，拜恩激情洋溢，滔滔不绝地罗列着所罗门公司应该出钱的理由，还说到了“上帝和国家的利益”，最后也提到了巴菲特的投资。在拜恩天花乱坠地描述GEICO的光辉前景时，古特弗罗因德摆弄着一根长长的、价值不菲的雪茄。最后，拜恩说得口干舌燥、垂头丧气，于是只好住口。接着轮到巴特勒上阵了。拜恩认为，从古特弗罗因德的举动就能看出来，他们已经失败。然而古特弗罗因德却指着拜恩对巴特勒说：“我会承保的，我感觉这个家伙你们找对了，不过你要让他立即闭嘴。”⁵⁹

所罗门公司同意承担7 600万美元的可兑换股票保险，但是没有其

他投资银行愿意提供支持并分担风险。GEICO不得不接受美国证券交易委员会的裁决——该裁决指出它没有向股东披露损失，而只在公开发行股票招股说明书中表示这些信息可能会破坏交易。⁶⁰为了筹集资金，所罗门必须使投资人相信GEICO能存活下去，然而只有筹集到资金才能使它存活下去。这一交易散发着绝望的气息，投资人们也闻到了。报纸上充斥着有关GEICO的负面报道，拜恩说，如果他徒步穿过了波托马克河，报纸头条可能就会夸张地写道：“拜恩不会游泳。”⁶¹

巴菲特胜券在握，对这些事全都泰然处之。当股票看起来似乎没有人要时，他只身来到纽约，会见古特弗罗因德，并且说他随时准备以比市价高的价格整个买进这些股票。备选买家的出现增强了所罗门兄弟公司的力量，但是古特弗罗因德也得到了一种印象，他认为无论交易是否成功，巴菲特最终都会买进所有的股票。⁶²对于巴菲特来说，这是一个最终没有风险的交易。很自然，他所坚持的备选价格很低。所罗门兄弟公司含混地告诉拜恩，考虑到巴菲特的最高限额，可兑换股票将以每股不高于9.20美元的价格成交，而不是拜恩所想要的10.50美元。

巴菲特想持有尽可能多的股票。他给所罗门兄弟公司下令，一旦市场上的股票开始交易，就尽可能为他购买所有的股票。巴菲特愿意购买股票的消息增强了所罗门兄弟公司促成这一交易的能力，否则所罗门兄弟公司就不得不把这些股票硬塞进投资者的喉咙里。

确实，一旦这位奥马哈的“先知”做出了必胜的预测时，股票就会十分抢手。⁶³但是，巴菲特只做成了1/4的交易。在几周内，总计27家再保险公司自告奋勇地承担了监管机构要求的再保险保单，普通股的股价增长了3倍，现在市价大概8美元一股。GEICO的救世主——约翰·古特弗罗因德——成了现代华尔街中巴菲特真心钦佩的屈指可数的几人之一。

但是GEICO仍然没有摆脱困境，拜恩要在纽约增加35%的保险费率——并且需要迅速得到批准。⁶⁴拜恩在口袋里装上一份公司的营业执照，然后来到了新泽西州特伦顿破败不堪的旧议会大楼，恳求保险委员会主席詹姆斯·希让批准这一请求，这是一位英俊的前海军士兵，以严厉著称，拜恩告诉希让GEICO必须提高保费。

“他旁边坐着一个脾气乖戾、满脸皱纹的保险精算师，曾经在某个保险公司工作过，好像在等着挑刺儿。”拜恩说。希让说他的数据显示，没有正当理由提高GEICO的保险费率。“我竭尽全力，说尽好话，但是希让

先生就是无动于衷。”拜恩从口袋中掏出营业执照扔在了希让的桌子上，并且嚷着“我别无选择，还你营业执照”之类的话，并破口大骂。⁶⁵然后，他迅速驱车赶往办公室，一路上轮胎不时发出尖叫声。到了办公室，他立即给3万名被投保人发电报，通知他们去另寻新的承保人，并且在一个下午解雇了新泽西州2 000名雇员，希让根本来不及到法院起诉，让法院颁布禁令来阻止他。⁶⁶

“这一举动向所有的人表明，我是严肃认真的，”拜恩回忆说，“并且我要为公司的生存而战斗，不管要付出什么代价，包括撤销一个州的业务。”拜恩在新泽西的破釜沉舟之举正好取得了这一效果，自此每个人都

知道他是严肃认真的。

好像他的前半生都在为了那个职位接受培训，好像他天生就是为那个特殊时期而生的。如果你在整个国家里搜寻，恐怕也找不到比他更合适的战地指挥官了。他要集合一群人，赶走好几千人，并且还要对留下来的那些人洗脑。这是一件十分费力的工作，没有人能比杰克更胜任。他很坚强，是个训练有素的思想家，对于价格和浮存金有深刻的认识，他恪守理性的商业准则和行动。每个人都很清楚GEICO的情况，他会专注于一个目标，付出巨大的努力。他总

是对有意义的事情感兴趣，而不是故步自封。

每天早上拜恩穿过GEICO的大门时，都要把帽子扔向大厅高50英尺的屋顶，并向秘书们大声问好。⁶⁷“如果我不从墓地吹着口哨走过，谁会这样做呢？”他问道，“如果我不去跳舞，谁会去跳舞呢？”他有办法让人们每天早上一来到办公室就感觉很快乐，而不是愁眉苦脸，尽管他们的公司已经岌岌可危，他们随时都可能失业。他砍掉了公司40%的客户，卖掉了利润丰厚的人寿保险的一半业务，仅仅保留了7个州和华盛顿特区的业务，并将其他州的业务全部取消。拜恩的身体里似乎流动着火箭燃料，他永远都不知疲倦。他给管理人员打电话要求他们到杜勒斯附近的喜来登和威斯汀酒店开会，他可以一口气问他们15个小时的问题，有时会议会持续好几天。⁶⁸他会用“你滚吧”打断正在讲台上发言的人力资源经理，然后立即从在场的人中指定一个新的经理。他的观点是：“你来这里不是要经营一家公共图书馆，你是要拯救一个公司。”⁶⁹

“杰克对我一点儿也不怜悯，”托尼·奈斯利说，他从18岁起就一直在GEICO工作。“他喜欢提拔那些年轻、有闯劲的人，但是他教会了我许多

东西，我会一直都感激他。他教我用整体的眼光去认识商业活动，而不是把它们割裂开来，从单一的承销或者投资看问题。同时，我也认识到了保持收支平衡的重要性。”

拜恩告诉他的员工，如果他们不能达到某个销售指标，他们就要抬着轿子，把重240磅的他抬到公司，并且要抬一年。⁷⁰他们制定了销售指标。拜恩戴着一顶巨大的厨师帽和一株巨型三叶草。“我为他们烹制爱尔兰食物，”他说，“爱尔兰式土豆炖萝卜泥，里面有萝卜、土豆和酸牛奶。尝起来很糟糕。我会拿来大锅，把萝卜捣碎，然后说，‘哦，这肯定是棒极了！’”

巴菲特带着拜恩和他的妻子多萝西加入了自己的朋友圈子。现在，他要忙着应付GEICO，参加《华盛顿邮报》和皮克顿公司的董事会——还要到西海岸处理蓝筹印花公司和韦斯科金融公司的事宜，去纽约出差，参加万星威的董事会，这是他1974年才加入的；同时还要参加凯瑟琳的聚会，他大部分的时间都在东奔西走。巴菲特认为他的办公室需要人来帮忙。在苏珊的推荐下，沃伦把她的一位网球球友安排到了公司做实习生。他就是丹·格罗斯曼，一位聪明的耶鲁大学毕业生，具有斯坦福商学院学位，他甚至提出不要薪水。但是巴菲特没有那样对他，而是对他大加栽培。有些人认为，因为他的两个儿子都不愿意从事商业活动，他在考察格罗斯曼，看他是否能够代替他的儿子，他很有可能让这个人接替他。

巴菲特将办公室改造了一下，把格罗斯曼安排在了他的隔壁。格拉迪丝经常看到巴菲特和他待几个小时，给他解释汇率的浮动，评判保险公司的财务模式，制定监管条例，讲述他的故事，或者翻阅过期的《穆迪手册》。他还会带着他打几个小时的网球和手球，并且把他加到了格雷厄姆集团中，在那里格罗斯曼很快就同许多人打成了一片。⁷¹沃伦又找到了一个喜爱的目标。

[1] 此处“老鹰”指的是陆军上校军官肩章上的银鹰标志，显然是指GEICO公司。——译者注

41

然后呢？

奥马哈，1977

苏珊的朋友们会说，她自己选择了分居生活，她用这种方式来回应沃伦的执迷。正如一个朋友所说，“沃伦的真正结婚对象是伯克希尔-哈撒韦”。这个事实是无法回避的。然而，不论出现了多少问题，他们的婚姻一直没有破裂。也就是说，至少，在巴菲特所执迷的又一个目标——凯瑟琳·格雷厄姆出现之前一直是这样的。她的出现导致他们的关系降到了冰点，并且把苏珊推到了后台。正是此时，她才最终采取了行动。

现在，沃伦更多的时候是到纽约和华盛顿同格雷厄姆一起参加那些盛大的晚会，或者是她家里的聚会。尽管他有时感到尴尬，遭人讥笑，但是他仍然去见那些达官显贵，以及凯瑟琳的著名朋友和熟人，这使他大开眼界。“我见过杜鲁门·卡波特，”他说的是《蒂芙尼的早餐》和《冷血》的作者，他曾经以格雷厄姆的名义在纽约的广场饭店举办过黑白舞会；这一舞会后来被称为著名的“世纪派对”，卡波特深受国际上许多富家千金及社交名媛的青睐。

他来到她家，全身蜷缩在沙发上，用一种难以置信的腔调说话，但是他知道他们所有人的秘密。他真的很了解他们，因为他们都喜欢和他谈话，他十分精明，他真正喜欢的人就是凯瑟琳。和其他人不一样，我想他只是感觉她不像个骗子。

巴菲特甚至被前驻英大使沃尔特·安娜伯格召见过，他拥有不少效益丰厚的公司，如三角出版社、《费城问询者报》以及巴菲特小时候最喜欢的报纸《每日赛讯》。

“沃尔特在1977年的《华尔街日报》上读到过关于我的文章，然后他给我写了封信，信中叫我‘亲爱的巴菲特先生’，并且他邀请我到桑尼兰地区。”这是他在加州的庄园。从汤姆·墨菲和凯瑟琳·格雷厄姆口中巴菲特已经听说过这位大使，因此，他知道这个人十分敏感，很容易生气，不过这也激发了他的兴趣。安娜伯格的父亲摩西·安娜伯格有许多故

事。除了把出版的兴趣遗传给儿子外，他也留给他臭名和耻辱——他曾经进过监狱，因为他经营的一家赛马电报公司涉嫌非法避税，该公司主要通过电报向全国各地的记者通报赛马结果。该公司可能和犯罪集团有牵连，因而他还背着串通匪徒的罪名。据报道，为了拯救儿子，使他免受起诉，摩西·安嫩伯格避重就轻地认了罪，他戴着卷边男毡帽和镣铐，自己一个人进了监狱。沃尔特称自己的父亲后来因脑瘤在圣玛丽医院去世，去世时形容枯槁，备受折磨，还留下了几句遗嘱：“我所遭受的一切都是为了让你成为一个真正的男子汉。”¹无论这是真的还是编造的，沃尔特后来的行为表明他好像相信这是真的。

现在，沃尔特肩负着重振家族威望以及养活他母亲和姐妹的重担。他通过艰苦的努力学会了经营出版业，并且证明了自己是一个天才的企业家。他创办了《17》杂志，后来又创办了《电视指南》杂志，这是个十分聪明的创意，它满足了公众急于查看电视节目表、了解电视节目和明星的欲望。在他见到巴菲特时，他已经不仅仅在商业上取得了巨大的成功，而且由于理查德·尼克松任命他为驻英大使，他的社会地位和威望得到了极大的提高。然而，即使他后来恢复了自己的姓氏，他心中的伤痕一直都没有消失过。

巴菲特满怀好奇地来到桑尼兰地区去拜见安嫩伯格，两个人之前已经有过联系；沃尔特是埃·西蒙的哥哥，埃·西蒙是本·罗斯纳前合伙人里奥·西蒙的妻子，西蒙已经去世，她“被人宠坏了，完全被宠坏了”——罗斯纳欺骗的就是埃·西蒙，那时他已经把联合零售公司以低价卖给了巴菲特，因为她不再是他的合伙人了。巴菲特曾经见过她，并且在纽约她那所挂满了艺术品的公寓里受到了她的款待。女仆轻手轻脚地来来往往，托着银盘，盘上盛着黄瓜三明治；埃·西蒙向巴菲特谈起他的“爸爸”——摩西·安嫩伯格：有一次，他让手下那些打手，也就是那些臭名昭著的“男孩们”对着里奥开了几枪，为了改变他对自己的态度。她告诉巴菲特，在芝加哥密歇根大道的一个角落里的一面墙上仍能看到子弹打的坑。埃·西蒙接着请求让她的儿子加入巴菲特的合伙公司。沃伦“想到了那些子弹”，他认为如果他一年内没有什么好的收益的话，恐怕也会遭遇这种“待遇”。

她的哥哥沃尔特多年来一直致力于重塑家族的声誉，以消除人们脑海中密歇根大道子弹横飞的印象。桑尼兰地区是一片广阔富饶的绿洲，位于加州兰乔米拉奇的沙漠之中。在他的花园中，立着玛雅人太阳神的

塑像和罗丹的青铜雕塑《夏娃》——她用手遮着娇羞的脸，矗立在水池中。在桑尼兰地区，安嫩伯格招待过查尔斯王子，举办过弗兰克·辛纳特拉的第四次婚礼，也曾经是理查德·尼克松的避风港，给了他和平安宁，让他平静地写完了最后一篇国情咨文。

他彬彬有礼，十分庄重。我们走出去，来到后面的湖边，沃尔特坐下来。他衣着光鲜，好像所穿的衣服全都是那天早上刚买的一样。他那时大概70岁，而我大概是47岁。他说起话来语气和蔼，就像同一个他要帮助的年轻人谈话一样，‘巴菲特先生，你首先要理解，没有人喜欢被批评。’那是他同人相处的基本原则。

对巴菲特来说，这再容易不过了。“我说，‘是的，大使先生，我知道了，你不用担心这一点。’”

接着他开始谈论所谓的“珍品”。

“在世界上有三件东西，”他说，“可以称得上珍品，他们是《每日赛讯》、《电视指南》和《华尔街日报》，而我已经拥有了其中的两件。”

他所谓的“珍品”就是，即使是在大萧条期间，《每日赛讯》在古巴也可以卖2.5美元。

《每日赛讯》之所以可以这样，是因为人们没有办法从其他地方获得更好或者更完整的赛马信息。

它每天的发行量高达15万份，而它已经创刊大约50年了。它不只是价值两美元的商品，更是必需品。如果你十分关注赛马或者你是赛马的裁判员，那么你就需要《每日赛讯》。他想卖多少钱都可以，人们都会买的。从本质上来看，这就像把毒品卖给吸毒成瘾的人一样。

因此，每年沃尔特就会对着镜子说：“镜子，镜子，墙上的镜子，今年秋天《每日赛讯》要涨多少钱？”

而镜子总会说：“沃尔特，涨两毛五吧！”

那时候你用两毛五就可以买到整份的《纽约时报》或者《华盛顿邮

报》。并且，巴菲特认为，《纽约时报》和《华盛顿邮报》都是很棒的公司，那就是说《每日赛讯》更是个不可思议的公司。

安嫩伯格很喜欢拥有这两家“珍品”公司，不过他很想把三家全部都据为己有。到桑尼兰地区的旅行是一段里尔舞^[1]的开始，他和巴菲特不时一起跳一跳：他们谈论着是否可能以及如何共同买进《华尔街日报》。

但是他让我去那里的真正目的是，他想通过我给凯瑟琳传递一个信息。

安嫩伯格家族和格雷厄姆家族曾经是朋友。²1969年，在任命安嫩伯格为驻英大使的听证会期间，《华盛顿邮报》专门揭发丑闻的专栏作家德鲁·皮尔逊撰写了一篇文章，说安嫩伯格的财富是“通过不正当手段获得的”，并且反复引用未经证实的谣言，称他的父亲每年给黑帮老大阿尔·卡彭支付100万美元的保护费。³安嫩伯格看到这篇报道后暴跳如雷，到法院控告格雷厄姆把自己的报纸当作政治武器，恶意攻击尼克松总统。尼克松总统顶着风险提名安嫩伯格为大使，就是为了重新树立安嫩伯格家族的威望。“尼克松总统在某些事情上犯了错误，”安嫩伯格后来说，“但是他给了我，以及这个家族有史以来最高的荣誉。”⁴

在听证会的那天早上，他读到了皮尔逊的另一篇专栏文章，文中充分而详尽地批判了《费城问讯者报》。他紧紧按着胸口，脸色发青。他的妻子还以为他得了心脏病。⁵

听证会上，沃尔特必须针对皮尔逊文章所提出的问题为自己辩护，听证会持续了一整天，把他搞得十分紧张，筋疲力尽。而当天晚上格雷厄姆正好在乔治敦的别墅举行晚会，共有50名客人，在几周前他们都已经接受了邀请，而他也是其中之一，他勉强来参加晚会。刚一走进格雷厄姆那金碧辉煌的客厅，安嫩伯格——他对礼仪十分在意，并且在那个晚上情绪也很容易失控——就被激怒了，因为格雷厄姆没有让他坐在她身边，而在他身边安排了她的两个朋友——伊万杰琳·布鲁斯，即将离任的英国大使戴维·布鲁斯的妻子，以及洛伦·库珀，一位著名参议员的妻子。

安嫩伯格对任何事情都很敏感，他感觉受到了忽视，这在许多方面

都有点儿像他的朋友尼克松。他和尼克松都很不幸，也都没有魅力，而且还不会控制情绪。⁶安嫩伯格夫人和伊万杰琳·布鲁斯就大使官邸装修问题的宿怨仍在发酵，并且迅速升级，给宴会蒙上了一层阴影。⁷除此之外，库珀夫人指桑骂槐地说安嫩伯格还没有富到可以担当大使。⁸安嫩伯格感觉这一切都是故意的，因此立即中断同凯瑟琳·格雷厄姆的谈话，怒气冲冲地提前离开了宴会。

凯瑟琳被搞得心烦意乱，她十分想和沃尔特搞好关系。凯瑟琳不想和任何人发生冲突，那是她的风格。她喜欢高高在上的感觉，但是她不喜欢炫耀。她喜欢大人物，尤其喜欢那些重要人物。因此同他发生矛盾使她感觉很不舒服。但是，她想让沃尔特明白，她不会授意本·布拉德利在报上刊登那种文章的。

因此当我去看他时，他正在考虑写一本关于菲利普·格雷厄姆的书，还要写菲利普的牙齿为何长得很可笑。

沃尔特认为如果一个人牙齿之间的缝隙过大，那就表明他（她）的精神不稳定。即使沃尔特这样认为，你最好不要同他争论。我知道这一点，因此，沃尔特很喜欢我，但是他喜欢我还有个原因，就是我一直没有反驳他。如果沃尔特在我面前指鹿为马，我也会一言不发地听着。

“因此，我就成了他和凯瑟琳的中间人。”安嫩伯格希望巴菲特所传递的信息是，如果他出版了关于菲利普·格雷厄姆牙齿的书，那就有好戏看了。

同时，他对我真是再好不过了。他把我安排到最好的客房里，并且带我到他的办公室参观，里面有一个玻璃柜，放着他的收藏品——一些波斯金币、一把折叠刀，和一些其他的東西。这是他祖父从波斯来到这个国度时口袋中所仅有的物品。他说：“你在这里看到的一切都是由这些东西创造的。”几年前，沃尔特重新恢复了家族的实力。他的作为足以让他的父亲感到自豪，而这也是他生活的首要目标。

巴菲特理解安嫩伯格的心情，然而他似乎从来没有注意到他们之间的某点相似之处，也许是因为他们在其他方面差异很大。安嫩伯格一本正经，毫无幽默感，视财如命，循规蹈矩，同格雷厄姆家族又有矛盾，

这都和巴菲特显得格格不入，并且他们的政治观点也正相反。然而，在他们不同的肤色下面，这两个精明的商人却有个共同之处，就是极力证明自己——不仅仅在商业上，同时也在社交上——这都是为了表示对各自父亲的尊敬，他们认为父辈们都没有受到公正的对待。

他们开始通信。安嫩伯格认为自己就像一个长辈一样，在慈善事业上对巴菲特进行教导。他认为富人在临死之前要把所有的财富都捐赠出去，以免他们指定的托管人没有遵照他们的遗愿——安嫩伯格已经仔细研究了许多失败的基金会和那些背信弃义的基金托管人。⁹他想提醒巴菲特注意一些意想不到的潜在危险。他天性多疑，总是在考验别人——在这一点上，他和巴菲特很像。他给巴菲特举了一些例子，证明在捐助人死亡后，基金会全都变了味。同时，他在信中也谈了一些关于股票的看法。巴菲特——一个初露头角的慈善家，以及因揭露一个大慈善团体管理人员的丑闻而获普利策奖的出版家——津津有味地读着这些东西。安嫩伯格告诉巴菲特，他很害怕死后会由一个专横的管理人员来掌管他的资产，那样的话这个人就可以为所欲为，从事他命名为“大肆掠夺基金会”的活动。

他给巴菲特写信，感谢他送给他一篇关于麦克乔治·邦迪的文章，这个人掌管着福特基金会，他采用的方式正是安嫩伯格所深恶痛绝的。

¹⁰“亨利·福特二世曾经说过麦克乔治·邦迪是‘全国最为浑蛋的一个人’，他拿着福特基金会的钱，过着阿拉伯王子的奢侈生活。”¹¹

安嫩伯格花费了大量的时间考虑谋划，就是为了避免自己死后被欺骗。他告诉巴菲特多纳基金会的故事，该基金会的执行董事改变了基金会的名字，将其变成了“独立基金会”，完全抹掉了最初捐助人的名字。

¹²“我建议您一定要确保在您去世后没有人能擅自更改基金会的名字，”他写道，“我们要记住多纳先生。”¹³

巴菲特和苏珊也创建了一个基金会，对此他的看法完全不同。“它不应该叫巴菲特基金会，”他后来说，“把它命名为‘巴菲特基金会’很傻，但是现在再改名也很傻，因为它已经很有知名度了。”¹⁴

他和安嫩伯格都对媒体和出版十分痴迷。《电视指南》是安嫩伯格最重要的财产。它同《每日赛讯》一样都是“珍品”，但是它的受众更广泛。巴菲特一听说安嫩伯格可能打算出售《电视指南》，就和汤姆·墨菲立即飞到了洛杉矶，去看看这位傲慢的大使是否会把它卖给他们，两人

对半平分。

但是安娜伯格想让他们用股票支付，而不是现金。“我们从来不卖股票的，”墨菲说，“沃伦从来不卖他的股票；只要有可能我也避免这样做，因为卖掉股票你是不会变富的。”用股票来交换《电视指南》，它将来可能会比伯克希尔-哈撒韦所支付的股票赚到的钱更多。同你所购买的任何公司相比，用股票支付显得你对自己的业务有点儿轻视——除非你用来支付的股票定价过高。¹⁵一般来说，他们经营公司以及应对股东的方式决定了这是不可能发生的，因此他们没有买到《电视指南》。

不过，巴菲特继续替安娜伯格和格雷厄姆传递消息，同时格雷厄姆也带着巴菲特上礼仪学校，让他为这些上流社会的活动作准备。她不断因为生活中的琐碎小事给他打电话。他到马撒葡萄园那座铺满鹅卵石、能俯瞰兰伯特湾的别墅去看望她，他们一起出差去参加商务会议，有时还去度假，到尼亚加拉大瀑布旅游。他带她去看他的标志企业之一——伯克希尔纺织厂。人们常常在慈善活动上看到已经59岁仍然风情万种的凯瑟琳把她家的钥匙扔给46岁的沃伦，而且在公共场合也更加频繁地看到他们俩一起的身影。因此到1977年年初，他们的事已经出现在《名人逸事》专栏，格雷厄姆说这是“多管闲事”。¹⁶

朋友们认为他们俩之间没有什么见不得人的事，正如其中一个人所说，“很清白”。并且，格雷厄姆很坦率地和她的朋友们讨论这个问题。¹⁷很明显作为一名女性，她似乎很不安全，但是她却尽力朝相反的方向努力，正如她在自传里讲述的一样。¹⁸她的母亲曾经以到处卖弄风情而著名，但是她只同有权势的聪明人保持精神上的密切关系。巴菲特自己也喜欢和女人们发展浪漫的友谊，无论同凯瑟琳的关系在开始时是否真有什么浪漫的因素，然而，在他们的内心深处，彼此之间一直都是友谊。

但是这些报道却打乱了苏珊和沃伦之间微妙的平衡。无论她的生活怎么变化，她仍然十分关心她的丈夫。再者，苏珊喜欢过被别人所需要甚至是依赖的生活。现在她感觉不再受到重视了。然而，她永远也不可能像遭人唾弃的戴茜·梅尔一样出现在公众面前。她到华盛顿旅行时还会住在凯瑟琳的家中，并且仍然面带微笑，尽管她的丈夫依然频繁地和凯瑟琳公开出现。苏珊的一些朋友认为，她实际上对此漠不关心。其他人感觉她需要依赖别人，或者沃伦同凯瑟琳的关系给她提供了借口，使她可以独自地过着平静的生活。不过，她还是明确地同几个朋友说过她很

生气，并且感觉很难堪。她处理这一问题的方式是给格雷厄姆写了一封信，许可了她同沃伦之间的关系——就好像凯瑟琳正在等着这样的许可一样。¹⁹凯瑟琳把信拿给人们看，就好像这封信可以帮她开脱。²⁰

苏珊现在完全致力于她的歌唱生涯。1976年，她同奥马哈一家法国咖啡屋的老板接洽，这是一家由仓库改装的正式餐厅，位于古色古香的铺满鹅卵石的老市场区，她请求在他们的大厅里唱歌。他们十分惊讶，不过还是高兴地同意了。苏珊曾在这里举办过一场赈济非洲灾民的义演——她赤着脚，穿着带褶皱的印花棉布上衣，系着花色丝巾。²¹广告证实了谣言——“苏珊·巴菲特将要成为一个歌女了”。“这真的让人很震惊，不过我总是希望能够彻底地过自己的生活。”她第一次登台演出之前对一个记者说。²²

她“缺乏自信”，一位评论家说，但是她有“安·玛格丽特的朝气”、“独特的爵士风范”，以及想在法国咖啡屋的舞台上赢得观众赞誉的愿望。观众包括各色人等，有“来捧场的朋友”，也有只是出于好奇来看富婆的看客。²³几周之后，比尔·鲁安就对她说，“我是百老汇的比尔，我已经给你安排好在纽约的试音了。”她在黄砖路、跷跷板、流浪者和大舞厅等场所首次举行了三周的短期公开巡演。之后她说：“他们请我再回去演唱，但是我想往后推迟一下，也许明年可以吧。首先我想找一个音乐总监制作一整套完整的节目。现在我明白这是多么的艰难，但是我已经欲罢不能。当我回来时，我想连续不停地工作6个月。”²⁴最后她同威廉·莫里斯经纪公司签了约。

那年夏天，巴菲特夫妇来到纽约。沃伦有时在凯瑟琳的公寓里打桥牌，晚上苏珊登台时，他会在观众中兴高采烈地欣赏她的歌声。她的音乐生涯把他们俩又联系在了一起——他为她的成功激动不已。他们考虑在第五大道旁边买一套地标性的建筑，作为他们在纽约的长期根据地——但是最后还是没有决定下来。²⁵

苏珊确实想往后推迟，到1976年秋天时，她还没有打算回到纽约。她在拉古纳待的时间仍然比沃伦多。再者，她在奥马哈的追随者也分散了她的注意力。那里有利拉，她长时间围在苏珊身边讲述她在38年半时间中同霍华德发生的那些故事；有豪伊，他正在奥马哈城外开着挖土机；还有她的姐姐多蒂，她似乎一生都是在梦游中度过，对什么事都不紧不慢，漠不关心——有一天，她打来电话说家里着火了，苏珊刚一挂断电话，就在想多蒂是否给消防部门打了电话，苏珊立即打了过去，多

蒂说没有，她只是想着给苏珊打电话。²⁶这些都是来自家庭的责任，还有更多来自其他的牵挂——苏珊关注的流浪儿、孤独寂寞的人和当地的好友故交。

她没有在纽约签约登台演唱，相反，她却决定1977年的春天在奥马哈的法国咖啡屋再进行一轮演出。为此，《奥马哈世界先驱报》决定把这位百万富翁的妻子登载到一期杂志的封面上，她人到中年却决定登台演出，成为一名歌手，这很令人费解。记者阿尔·巴德·佩格尔按照常规的做法进行报道，他先采访了苏珊的朋友，就她的生活问了一些简单的问题。他想知道是什么促使苏珊唱歌的。当然，像奥马哈的许多人一样，他也听过关于苏珊的一些流言蜚语。²⁷苏珊的朋友们都很有“警惕性”和“保护性”。

尤妮斯·丹尼伯格“愤慨”地声称，“苏珊是如今已不多见的大好人之一，今天有许多家伙都认为这种人根本就没有了。因此他们对她做出一些卑鄙的举动，因为这使他们感到不安了”。²⁸崇拜者们团结起来共同保护他们的“圣母”。佩格尔承认，面对着这样一群坚定的保卫者，他产生了一种潜意识的冲动，想在苏珊最洁白的晚礼服上抹一把污泥。²⁹

巴菲特家的休息室，苏珊和佩格尔一起坐在壁炉旁的长沙发上，苏珊开始接受他的采访。屋里放着一张乒乓球桌，墙上贴着几张海报，上面写着“真爱相伴”和“尽享快乐时光”之类的话。她突然给他一种十分脆弱的感觉。

“做演员和做母亲完全不同，”她在采访中告诉他，“我不习惯做一个只会关心人、给人做饭的苏珊·巴菲特。也许我只是往前走了一步，可能已经有人正在考虑着这么做了，我想尝试一些事情，但是我很害怕去做。”她停了一下又接着说，“我的故事就这些。”³⁰

记者提示说他想要了解更多的故事。她那些坚定的保卫者更加激发了他的好奇心。苏珊敞开心扉，一直谈了5个小时，不过没有谈到她自己的私人生活。然而，在采访结束时，她说她对自己所做的也感到十分吃惊。她一向口风很紧，有人曾在宴会上试图打探她的消息，总是很难有收获，但这次，她在佩格尔面前却完全打开了封闭的心。在采访中，她设法说服他，把他变成一个朋友。

当这篇报道发表后，杂志的封面写道：“是什么使苏珊·巴菲特歌

唱？”还配了一张她的照片，上面写着：“谁知道呢？”她勉强露着微笑，眼睛向上看着，并没有看镜头。在内页的照片上，苏珊的脸远离镜头，眼睛盯着小狗汉密尔顿，而它正微笑着盯着她放在琴键上的手。这幅照片更像心灵深处一个未知的梦，而不是她的典型形象——露齿微笑的脸。

报道发表的那天早上，苏珊抱着一大箱喜诗公司的糖果出现在了佩格尔家的门口。她兴奋得像个孩子一样，对他所描绘的形象十分满意。她把他也列在了客人名单中，邀请他出席在法国咖啡屋的首场演出，并给他发了份邀请。³¹那天晚上，他和其他客人一起目睹了年轻、漂亮、容光焕发、婀娜多姿的苏珊，她戴着一头深褐色的假发，浑身缀满的金属片闪烁着迷人的光彩，一双水汪汪的大眼睛摄人心魄，乌黑的眼睫毛更是引人注目。她脸上的表情表明她已经明白那个关心照顾他人的苏珊·巴菲特还不错。现在她已经知道如何优雅地登台演出，并且在歌唱间隙观众尖叫大喊时，仍然保持着妩媚的微笑。³²她的客人们看到了一个妻子和母亲从生活的困扰中解脱出来，走上舞台，实现了自己梦寐以求的生活。观众发现她的说话声音略显单薄，不过很流畅。她唱起歌来富有磁性，甜蜜优美，又略带一丝伤感。她的主打歌曲——“爸爸系列”如《我的心属于爸爸》、卡巴莱经典音乐《你的余生在做什么？》以及她最喜欢的桑德汉姆的《让小丑进来》³³——全都感动了观众，湿润了他们的眼睛。当苏珊唱歌时，她感伤的一面闪现出来，她脆弱的感情暴露在了观众面前。沃伦双臂环抱地站在后面，注视着台上的妻子，如痴如醉。看到她的歌声吸引了观众，他也是满心欢喜，他幽默地说道：“我能让她这样做可真是了不起啊。”

然而，到了1977年的夏天，苏珊还没有去纽约追寻自己的机会。沃伦认为这是因为他天真率直的妻子不愿意被职业歌手的演出时间所束缚。巴菲特夫妇的一些朋友也在想，苏珊婉转的歌声以及台上引人注目的表演是否能够同那些已经成名的职业歌手们一争高下。不过让妻子成为一名歌手，并且灌制自己的唱片也是沃伦的梦想。她的雄心总是被冠以其他人的意愿，而不是她自己的。同时，喜欢关心照顾他人的苏珊·巴菲特也是一个独立的人、有着自己私密生活的人。

问题就在这里。作为一个富翁的妻子，这个身份可以帮她追寻严肃的歌唱事业，同时也开启了一扇大门，方便他人窥视她的私人生活，而她希望这扇门是关着的。沃伦可以住在凯瑟琳·格雷厄姆的家中，并且同

她一起自由地出入公共场合，大众小报可以对此熟视无睹。但是，作为一名已婚妇女，苏珊却没有这样的自由。虽然妇女解放运动已经改变了许多事情，但是还没有到这一地步。随着她的隐私不断曝光，如何处理她日益加深的感情裂缝快要把她给压垮了。

他们在《奥马哈太阳报》的朋友斯坦·利普西的婚姻也出现了一些问题。他和苏珊常常早上一起坐在公园的长椅上，互诉衷肠。他们俩都对东正教思想和发挥人类潜能的运动很感兴趣，这是起源于加州大苏尔埃塞伦研究所的运动方式。³⁴不管怎样，他们还是说服了沃伦，以及斯坦的妻子珍妮和苏珊的妹妹多蒂，邀请他们一起参加林肯酒店的周末讨论会，初衷是为了探讨自己的内心世界。研讨会一开始就让人们互相公平地敞开心扉，这是苏珊的拿手好戏。沃伦对于这样倾诉感情的兴趣一点儿也不像他的妻子。

500多人从千里之外赶到这里，他们开始做这些疯狂的事情。首先，我们要先找一个伙伴。然后其中一个人开始说话，另一人不管听到了什么，都要不停地说：“然后呢？”

因此，我找到了一个来自俄克拉何马的漂亮女士。她先说话，然后，她停下来，我接着说：“然后呢？”10分钟后，她就控制不住自己，开始哽咽了。仅仅通过说“然后呢？”就把她给击垮了，就好像我在故意伤害她一样。我简直感觉到自己是在酷刑室或者其他类似的地方拷打她一样。

在完全曲解了这一活动的用意之后，巴菲特离开了泪流满面的伙伴，他迫切希望找另一个人再继续下去。指挥者告诉参与的人再找一个伙伴。“现在，当我听到指挥者说‘我想让你们选择一个异性伙伴’时”利普西说，“我希望寻找一个有魅力的人。”巴菲特站在那里，四处张望着，好像不知道该做什么一样。“紧接着我就看到，”利普西说，“他找了个非常胖的女士。”

她穿着一件华丽而宽松的长衣，大概有400磅重。我的任务是趴在地上，然后指挥者说这位女士要给我一件礼物，就是“她的重量”，这就是说她要“噗”的一下压在我的身上。这个庞然大物准确地朝我扑来，我大喊一声“啊！”，结果这个礼物就重重地压在了我的身上。

同时，在另一个房间，他们让人们学狗叫。我能听见多蒂的声音——她平时很保守，连跟别人打招呼都难——她正在拼命地乱

叫。

紧接着是要被蒙上眼睛，让别人牵着走过林肯市的大街，去体验盲人的生活，苏珊和斯坦放弃了，他们跑到电影院去看《安妮·霍尔》了——那是“一部让人紧张的浪漫片”——并且“整个周末的剩余时间我们都在狼吞虎咽油炸食物和冰激凌圣代。”利普西说。

1977年的夏天，沃伦又一次在凯瑟琳·格雷厄姆位于纽约的公寓里没日没夜地打桥牌，而苏珊也是整天整夜地不在家里。

8月，豪伊同玛西娅·苏·邓肯结婚了，尽管她的父亲警告她跟这样一个家伙结婚不会幸福的，因为他靠为别人挖地下室谋生，开着一辆小货车，车斗里装着几只大卷毛狗，到处瞎跑。凯瑟琳·格雷厄姆为这对新婚夫妇送了一份礼物，之后她就给巴菲特打电话，说她感觉很难受，因为豪伊短短的感谢信中竟然拼错了三个单词。

劳动节的周末，苏珊在奥马哈进行了最后的表演，地点在奥芬大剧院，这次是为歌手和作曲家保罗·威廉姆斯做开场演唱。她身穿一件粉色薄绸长袍，面带微笑。她以流畅的女低音唱着略微带些浪漫的爵士歌谣，就像热情奔放的爱人一样，“使人想入非非，浮想联翩”。一曲《让我们感觉在相爱，好吗？》触动了听众的神经。³⁵但是，在一个像奥马哈这样流言蜚语满天飞的小城，恐怕也没有必要再去澄清什么了。

那年秋天，苏珊明显开始意识到她的生活是多么糟糕了。她会在凌晨4点出门，一路驱车来到瓦胡——她欢度新婚之夜的地方——将保时捷上的收音机开到最大声，听着音乐，一直到拂晓才一个人孤独地回到家中。³⁶

在状态最佳的时候，苏珊关心着他人。现在，在恐慌之中，她又找到了他们，把自己的苦恼说给他们听。在公园里、在散步时、在长途驾驶时，朋友们聆听着她诉说自己的苦闷。她积攒了一点儿钱，并且让朋友们掌管着，就好像在计划着逃跑一样。她来到伯克希尔-哈撒韦的办公地点，找到网球队友丹·格罗斯曼的办公室，哽咽着向他寻求建议，而她的丈夫就在隔壁的办公室里工作。

在一定程度上，苏珊似乎认识到她正在拖累无数的人，因为她告诉了他们她的许多婚姻问题以及她生活幻想的破灭，而她的丈夫对此却还

一无所知。她对每一个人说：“你不能告诉沃伦。如果你爱他，你就不会那样伤害他。如果他发现了的话，他会自杀的。”³⁷

苏珊很有影响力，很受人爱戴，并且沃伦对他妻子的挚爱也很明显，除此以外，苏珊使每个人都认为没有了她沃伦会变得无依无靠，因此人们都接受了这个保密的责任。有些人是出于自发，有些人是出于忠诚，还有些很不自在，感觉她的逻辑多少有些不合理。但是他们感觉到有责任替她保守秘密，以免脆弱的沃伦受到伤害。

当年的秋天，格雷厄姆集团在亚利桑那州加德纳网球牧场举行了一次年会，不过没有出现什么问题。这一集团——现在通常也被称为“巴菲特集团”——多数人很早就接受了这一想法，即沃伦和苏珊是一对充满柔情的夫妻，不过却过着分离的生活。那年的日程同以前一样，苏珊和其他人的妻子们也都参加了。比尔·鲁安陈述了沃伦刊登在《财富》上的一篇文章《通货膨胀如何诈骗股权投资商》。³⁸巴菲特解释解决通货膨胀的最好办法就是提高一些股票的价格，尤其是那些成本增加的公司的股票——但是它们的价值也正在被严重的通货膨胀所侵害，他称通货膨胀就像一条“巨大的公司绦虫”。³⁹在休息时，马歇尔·温伯格给沃伦和苏珊讲了一下他侄女的事，她现在正在美洲印第安人的保留地生活和工作。“哦！”苏珊立即说，“我也想去那里，过着简单的生活，帮助保留地那些可怜的人们，那真是棒极了。”沃伦看着她，不动声色地说：“苏珊，我也给你买一块地吧。”⁴⁰

47岁时，沃伦已经实现了他的一切梦想，他的身家高达7 200万美元，而他所经营的公司市价已经达到了1.35亿美元。⁴¹他的报纸已经两次荣获新闻界的最高奖。他是奥马哈最为重要的人物之一，在全国范围内他的知名度也在不断上升。他是最大的地方银行的董事会成员，同时也是《华盛顿邮报》和其他许多公司的董事；他是三家公司的首席执行官，并且成功地买进和卖出了许多公司的股票，而多数人可能一生也说不出来这些公司的名字。他最初的合伙人大多成了超级富翁。

他的生活依然和以前一样，挣钱是他最为激动和兴奋的事，他唯一想做的就是继续挣钱。他知道苏珊认为他痴迷钱财，而且她一直就这么认为，但是他们仍然能够互相尊重彼此的差异，继续生活在一起，共同度过了25个春秋，或者说他似乎是这样认为的。

在巴菲特集团的年会后不久，深秋的一天，苏珊去旧金山看望一位

高中时的朋友，她在那里待了四五周。一个又一个亲朋故交似乎把她吸引到了加州。她的侄子比利·罗杰斯已经搬到了西海岸，并加入了一个乐队。苏珊告诉他说愿意尽全力去帮助他戒掉海洛因瘾，但是把他一个人留在加州她很不放心。伯蒂·巴菲特，现在已经嫁给了希尔顿·巴雷克，也住在旧金山和卡梅尔。珍妮和斯坦·利普西也在考虑着搬到旧金山去。苏珊寡居的朋友拉克·纽曼现在也住在那里。苏茜和她的丈夫就住在近旁。彼得，她十分操心的小儿子，现在已经是斯坦福大学的二年级学生。并且她和沃伦已经在加州有了自己的根据地——他们在翡翠湾的度假别墅，正好在旧金山的南部。内布拉斯加对她的吸引力越来越小了。奥马哈的家空荡荡的，让人感觉十分怪异：彼得一上大学，小狗汉密尔顿也离开了家，跟彼得的一个朋友走了。⁴²

在旧金山住了一段时间之后，苏珊发现这是一个漂亮的、能够激发想象的、生气勃勃的城市。站在小山坡上，从每一个角度都可以俯瞰到海湾、大海、大桥和日落，一排排维多利亚时代风格的建筑呈波浪形散布在海滩上。各色人等熙来攘往，邻里社区，以及建筑、文化、艺术、音乐等汇集成成了一个奇异的万花筒。在旧金山，你永远也不会感到厌烦。这里气候温和，清新的空气沁人心脾。在20世纪70年代各种运动风起云涌和此起彼伏的社会潮流之中，旧金山也冲在风口浪尖，到处弥漫着一股享乐主义和宽容的精神，没有人会对它人品头论足。

苏珊看了一些公寓，然后她回到奥马哈，来到法国咖啡屋，这是她曾经登台歌唱的地方。她找到了阿斯特丽德·门克斯，她是那里周一晚上的领班，也是调酒师，有时还客串一下主厨。苏珊和阿斯特丽德关系很亲密；她在法国咖啡屋为她服务，那年早些时候，新任英国驻美大使彼得·杰伊到奥马哈访问时，到巴菲特家赴宴，就是她置办的晚宴。阿斯特丽德做的是高糖类食物：炸鸡、土豆泥、肉汁、煮玉米和热的奶油巧克力圣代，她也不知道这些东西是否合大使的口味，但这些都是巴菲特的最爱。

现在，苏珊请阿斯特丽德顺便去看看沃伦，并且给他做做饭。接着，她和沃伦谈了谈，她说她想在贵族山的格拉姆西塔租一座时尚的小屋子，这样她就可以在旧金山有个落脚点了。

沃伦基本上没有怎么听进去，他只听他想听的东西，不过他同意了苏珊的想法，因为她解释说她并不是要离开他。他们不是“分居”，他们的婚姻仍然存在。即使她有了自己的小天地，也不会真有什么改变，在

旧金山这个地方，她可以找到自我。她只是想让自己体验一下一个充满艺术、音乐和剧院的城市的生活，她一再向他这样保证。他们的生活早就已经走上了不同的轨道，并且他们俩一年到头都在四处旅行，他几乎都没有注意到他们的生活有什么不同。随着孩子们一个个长大，她也该考虑自己的需要了。她一遍遍地告诉他：“我们都有自己的需要。”现在她用的是很肯定的语气。

“苏珊并没有完全离开，事情就是这样的，她只是想改变一下。”巴菲特说。

在苏珊所有的旅行中，她都不断地说着要买这个地方或者那个地方，但是沃伦从来没有想过她会离开他，因为他从来都不会想到她会离开他。“想改变一下”和“并没有完全离开”，这就是巴菲特式的含糊其词，他们两个人都在避免捅破那层窗户纸，避免让对方失望。

接着她就离开了。

苏珊先和朋友贝拉·艾森伯格到欧洲待了几周，然后，她回到翡翠湾同家人一起度过了圣诞节，随后她又去了欧洲，在巴黎她遇到了汤姆·纽曼，就是她朋友拉克的儿子。汤姆很快就要到旧金山的新家同他妈妈会合，因此他们很快就成为朋友。⁴³对苏珊来说，她想在旧金山拥有一片属于自己的小天地，这并不意味着这里只是一个临时的落脚点——她时不时过来躲避一周的地方。沃伦要自己照顾自己，他感到手足无措，不知道该怎么办，苏茜会回奥马哈住几周帮着他收拾一下。自从婚礼之后，她就不断地哭着给妈妈打电话诉说婚姻的苦恼。苏珊一方面慢慢地帮着她走出婚姻的误区，同时她也在摆脱束缚自己婚姻的那些陈规陋俗。苏茜竭力向她的父亲解释，如果他和她的母亲没有过多地分离的话，他的生活就不会这样了。但是沃伦以前从来没有想过他和苏珊几乎一直是在过分居的生活。在他的头脑里，苏珊是为了他而生活的。当他们在一起时，她当然会表现成这样。因此，他很难理解苏珊想要过自己的生活，并且不再来照顾他了。

苏珊和沃伦在电话里可以一直说几个小时。现在沃伦明白，只要她愿意回来，他可以为她做任何事情，答应她的任何条件、任何要求——甚至可以搬到加州去，或者学习跳舞。但是很显然，已经太晚了。他无法给予她所想要的东西，无论是什么都不行了。她解释说自己需要自由，她需要过独立的生活，满足自己的需要，找到自我，她不可能一边

照顾他的生活又一边做这些事情。因此，他漫无目的地在房子里转来转去，吃饭穿衣都成了问题。他整天头昏脑涨来到办公室。在员工面前，他还要控制自己——不过别人还是能看出来他晚上根本没有睡好。他每天都哭泣着给苏珊打电话。“他们好像无法在一起生活，但是离开了对方，他们还是无法生活。”他们的一个朋友说道。

看到丈夫这么无助，甚至被击垮，苏珊有点儿动摇。她对一个朋友说：“我可能必须回去了。”但是，她没有这样做。他们都有自己的需要。她的一个需要就是让她的网球教练搬到旧金山来。她在离自己公寓不远的地方给他安置了一套单独的小公寓。他认为这只是暂时的，等苏珊离婚后，他们就会结婚。⁴⁴

而苏珊却摇摆不定，她没有离婚的打算。“沃伦和我都不想失去任何东西。”一个朋友问她的打算时，她这样回答。她说的不是钱的问题，她自己也有伯克希尔大量的股份。苏珊是那种不希望生活中减少什么，而是希望能不断增加的人，并且她也从来没有想过要表现得与众不同。

同时，她一遍又一遍地给法国咖啡屋的阿斯特丽德·门克斯打电话：“你还没有去看望他吗？你还没有去看望他吗？”⁴⁵

苏珊对她十分了解。阿斯特丽德·贝亚特·门克斯出生于1946年的联邦德国，当时她的父母刚刚“从加入苏联的拉脱维亚到了那里”。5岁时，门克斯和5个兄弟姐妹乘坐一艘破旧不堪的经过改装的军舰，随着父母一起移民到了美国。当他们乘坐的军舰驶入港口时，她看到雾蒙蒙的岸边闪现着一个庞然大物——自由女神像，这就是她对美国的第一印象。

门克斯一家被安置到了内布拉斯加州的弗德尔，他们住在一个农场，烧着大炉膛的炉子，屋里既没有电，也没有自来水。当阿斯特丽德6岁时，全家人搬到了奥马哈。之后不久，她的母亲被诊断为乳腺癌，阿斯特丽德和两个弟弟被送到了奥马哈以马内利慈善妇女会，这是马丁·路德教的女信徒开办的一个多功能机构，包括养老院、孤儿院、医院、教会和活动室。她的父亲只会说一点儿英语，他在这里做维护员，而孩子们都住在孤儿院里。阿斯特丽德的母亲死于1954年，当时阿斯特丽德13岁，她连续在三个寄养家庭生活过。“在寄养的家庭里过得很不愉快，”她说，“在孤儿院我感觉更安全些。”

中学毕业后，门克斯上了内布拉斯加大学，一直到把钱花完为止。她在奥马哈互惠银行工作了一段后，又到一家女士服装店做采购员和经理，不过她自己穿的却都是从旧货店淘的衣服。最后，她成了一家餐厅冷餐部的厨师长，每天要切50磅的西葫芦，准备凉菜。她住在离工作地点不远的老市场区的一个小公寓里，十分方便，因为她那辆雪佛兰织女星汽车的底盘已经锈得不成样子，透过窟窿都能看见地面。⁴⁶

她经常穷困潦倒，不过她却认识破败不堪的简易房社区的每个人，并且帮着组织该地区那些自闭的艺术家、漂泊在外的单身汉以及同性恋，为他们做饭或者举办节日盛宴。阿斯特丽德身材小巧，皮肤白皙，一头金发，楚楚动人，是个典型的北欧美女。她棱角分明，让人一眼就能看出祖籍来。当时，她看起来比31岁的实际年龄还要年轻。阿斯特丽德总是对生活的艰难满不在乎，不过，苏珊结识她的时候，正是她情绪低落、一无所有、一事无成的时候。但是，在照顾他人方面，她比苏珊可要强得多。⁴⁷

面对苏珊提出让她去看望沃伦的要求，阿斯特丽德不知道苏珊究竟是什么意思，因此她感到困惑和害怕。不过，她最终还是去了。⁴⁸到那里后，她做了一顿家常饭。她发现这个家到处都是书、报纸和年报。离开女人的照顾，沃伦几乎不能生活下去，他急需别人的关爱；空闲时间，他不知道如何打发，只好带着多蒂去看电影，或者同已经离异的朋友鲁丝·马奇莫尔一起消磨时光。很明显，他仍然十分孤独、可怜，在感情上好像退化成了一个11岁的小男孩。他需要别人来给他做饭、帮他穿衣。阿斯特丽德是最没有事业心的女人，但是——正如苏珊知道会发生什么一样——当面对问题时，她知道做什么。

沃伦最后解释为什么苏珊要这样离开：

这是可以避免的，这本来就不应该发生，这是我所犯过的最大的过错。从根本上来说，无论我做了什么，只要是和苏珊的离开有关的，都是我一生中所犯的最大过错。

其中部分原因就是缺乏理解，我确定，95%都是我的过错——这一点是毫无疑问的。甚至可以说99%都是我的过错。我对她太不关心了，而她总是对我十分关心，几乎是关心我所有的方面。你知道，我的工作变得越来越有意思。当苏珊离开时，她对我的需要比我应该给予的要少。我的配偶成了第二位的。她和我生活了这么多年，在照顾孩子上她的功劳占90%。不过，却很奇怪，虽然我的付

出很少，但是我对孩子们的影响却很大，这和付出的时间不成比例。然后，她失业了，实际上是因为孩子们长大成人，她也就没事干了。

在一定意义上，也到了她做自己喜欢做的事情的时候了。她一直都在从事大量的志愿工作，但是最后，却没有真正起到什么作用。她不想学城里许多女人一样，成为一个大人物的太太。她不希望因为自己是一个著名人士的妻子，就自然成了一个著名的女士。她喜欢和人们接触，而每个人也都喜欢同她来往。

她爱我，并且依然爱我，但是我们的关系却很不可思议。但是……这不应该发生，这完全是我的错。

无论伤害多么深，随着时间一天天过去，沃伦发现自己仍然活着。因此，他最终又回到了自己最适合的角色：教师和布道者。只要他的聪明才智和声誉仍然存在，人们依然会听他讲话。

1978年的冬天，巴菲特重新开始集中精力，构思写作他的年度报告。上一封信中，他简要陈述了商业活动是如何运作的，这一次他要讲一讲如何评估管理绩效，解释一下为何短期收益是投资决策的最差标准，同时对他朋友汤姆·墨菲管理的技巧进行赞扬。他当时的毛病就是把文章写得深不可测，因此，他找到了卡罗尔·卢米斯来陪他写作，借口就是要让她做这封信的编辑。因此，她陪着他到纽约旅行，并且一起讨论如何把他想要传达的思想表现出来，献给那些一直追随和相信他的人们：伯克希尔-哈撒韦的股东们。⁴⁹

[1] 里尔舞，一种源于英国的双人舞。——译者注

42

最高荣誉

奥马哈、布法罗，1977~1983

1978年年初，在苏珊的鼓励下，阿斯特丽德·门克斯不时来法纳姆大街做饭、收拾屋子。苏珊给阿斯特丽德打电话为她鼓气，她说：“非常感谢你照顾他。”然而，渐渐地，随着沃伦开始接受苏珊不会再回到他身边这一事实，他和阿斯特丽德的关系也开始变得有些特别了。

开始，他和阿斯特丽德在她旧简易房社区的那个小地方幽会，到了5月，她搬到了他家里，并且放弃了她业余时间扮演奥马哈“波希米亚人”女主人公的公寓。那年夏天彼得从斯坦福大学回到家时，她在法纳姆的院子里种西红柿，并且到处搜寻30美分一加仑的百事可乐。“在过了那么多年之后，我从来没有想过这件事，”阿斯特丽德说，“但是它自然而然就发生了。”¹

阿斯特丽德体面地从闹市区“消失了”，一个熟人这样说。²知道他们的关系后，巴菲特的朋友都大吃一惊。她比他小16岁，是一个蓝领妇女。然而，她却知道巴菲特所不知道的一切东西——高级烹饪术、美酒、吃贝类食物的刀叉以及厨师的刀具。和苏珊的消费习惯以及对时髦东西的偏爱完全不同，阿斯特丽德经常出没于旧货店淘一些便宜的旧东西。她很自豪能够以最少的钱买到一个二手的衣柜；她十分节俭，以至于使巴菲特看起来像一个败家子。和苏珊相比，她的家庭至上思想更重，她的兴趣——烹饪、园艺、淘便宜货——同苏珊不断膨胀和发展的品位相比，真是太微乎其微了。尽管阿斯特丽德很谦逊，但是她口才不好，也不是很聪明，这点同苏珊的风趣幽默和对他人的热切关心不同；阿斯特丽德十分务实的态度也同凯瑟琳·格雷厄姆无与伦比的贵族的高尚优雅相去甚远。

阿斯特丽德的出现巴菲特的亲朋好友中引起了不小的骚动，这种不同寻常的三角关系违背了利拉的宗教信条和她的公共道德意识——当然她和儿子接触很少，对他几乎没有什么影响。彼得却认为他父亲只是要找一个伴侣，对此他已经学会了从容应对，因而他很少考虑这件事。

豪伊则对此困惑不已，不知所措。对苏茜来说，这意味着要面对传统的继母问题：一个她和父亲之间的障碍，以及是否能够接受除了她母亲之外还有人能够对他更好的问题。对于格拉迪丝·凯泽来说——沃伦的首席保护者，帮他守卫办公室的大门，帮他接电话，以及处理他和苏珊的钱财——阿斯特丽德的到来意味着又增加了压力，这是她所不愿看到的。³

苏珊自己也很震惊，她从来没有想到事情会变成这样，她只是向她的丈夫强调他们都有自己的需要。在她的头脑里，沃伦对她的依赖是绝对的；他怎么还能和别人发生关系呢？但是这可能也是预料之中的事。沃伦一生都在寻找完美的戴茜·梅尔，并且无论他需要什么，阿斯特丽德就可以做到：购买百事可乐、清洗衣服、收拾屋子、帮他按摩头部、做饭、接电话、陪伴他做所有的事情。而阿斯特丽德从来都不告诉他去做什么，并且除了要和他在一起外，也不要他的任何回报。之前的戴茜·梅尔和苏珊之所以要逃离奥马哈，部分原因就是为躲避生活中无穷的琐碎之事。随着苏珊不断调整自己，她开始接受这种关系，这也使她的新生活更为容易了。然而，苏珊天生就有一种占有欲。无论她怎么分散自己的注意力，她真的不希望失去沃伦对她的关注。因此，要根据苏珊的期望，而不是沃伦的期望来界定他们之间的角色。

巴菲特的生活在一定程度上又开始恢复了原样。但是他十分吃惊地发现了一个真理，这就是苏珊一直所坚持的：坐在屋子里挣钱不是生活的全部意义。他开始发现自己已经错过了哪些东西。尽管他对孩子们十分和蔼可亲，但是他真的不了解他们。有一个笑话讲得十分真切——“你是谁啊？”“是你的儿子。”⁴这就意味着在接下来的几十年中，他要尽力去修复他们之间的关系。但是很多伤害已经是无法弥补了。在47岁时，他才刚刚开始反思自己的损失。⁵

沃伦十分看重诚实，对于与阿斯特丽德同居一事他完全公开，一点儿也不遮遮掩掩。每个人都知道这件事（汤普森博士除外）。并且，苏珊和阿斯特丽德对此事也不做任何表态，只是说她们互相喜欢对方。沃伦对此事只公开评价过一次：“如果你对我们三个人都很了解，你就会看到这对我们都很好。”确实如此，至少没有什么比这更好的办法了。在这个意义上，这种情况同沃伦的偶像本杰明·格雷厄姆的生活有异曲同工之处。

在20世纪60年代中期，本杰明·格雷厄姆曾向妻子埃斯蒂提出了一个奇怪的协议，称他要同已故儿子牛顿的女朋友玛丽·路易丝一起生活半

年，亲朋好友一般都叫她“马卢”，另外半年和埃斯蒂生活在一起。在本杰明看来，婚姻实际上是一个要不断被打破的概念，但埃斯蒂却不这样认为。自从她拒绝之后，格雷厄姆夫妇就开始分居，但是却从来没有离婚。本杰明和玛丽住在拉霍亚，有时会到法国普罗旺斯地区的艾克斯度假。埃斯蒂住在比弗利山庄，本杰明感觉这种生活对她而言不错，而玛丽对没有婚姻的同居生活也很满意。⁶

本杰明·格雷厄姆仅仅在名义上成功地维持了两种关系，然而，巴菲特却不想效仿他。巴菲特不想要两个妻子；对他来说，要解释这种关系还真是不容易。很久以后他这样分析：“苏珊把我组成了一个整体，而阿斯特丽德则使我保存了这个整体。她们都需要给予，而我是一个伟大的接受者，因此，对她们都不错。”⁷但是，问题没有结束，因为像这样的解释，以及称这种安排对他们都很合适的说法，忽略了三角恋中最根本的问题：如果用天平来称量她们两人的重量时，肯定不会平衡。

这个三角关系的不平衡被扩大了，因为实际上这要涉及两个三角关系——不过只有一个人明白这一点。沃伦，出于无知，认为苏珊受到了亏待。因此他竭尽全力去弥补她——在私下里安抚，在公开场合尽心尽责地关爱，然而这却把阿斯特丽德推到了尴尬之中，使她陷入了受人斥责的地步。同样出于无知，阿斯特丽德——十分钦佩，甚至是崇拜苏珊——也接受了沃伦不会和她结婚的现实，把奥马哈之外所有的社会和商业活动全都让给了苏珊，十分不高兴地接受了巴菲特的管家和情人的角色，这样他和苏珊的婚姻就好像没有什么裂痕。巴菲特这样解释：“阿斯特丽德知道她在哪些方面很适合我，她知道我很需要她，因此，这样也还不错。”阿斯特丽德的角色尽管不是十分明确，不过这种生活也确实给了她所一直缺乏的安全感。

对苏珊来说，这样做既维持了自己作为沃伦·巴菲特夫人的荣耀，同时又可以完全跳出这个角色，去寻求自己所追寻的生活，生活似乎只是表面上发生了改变。然而，在沃伦看来，他好像是从这两个世界都得到了最好的部分，尽管这种新的关系并没有弥补他的损失。有些人会得到这种印象，苏珊之所以要搬出去，是因为他同凯瑟琳·格雷厄姆的关系暧昧或者——有些人搞错了对象和时间——他同阿斯特丽德的关系，对此，他不能为自己辩护。

他拼命想使剩下的部分保持完整无缺，并且竭力要在苏珊的余生去弥补他曾经给她造成的失望。但是，这当然不能改变“他是谁”这一事

实，并且很明显，这也不是说他就不会在和凯瑟琳见面。巴菲特邀请格雷厄姆来奥马哈参观战略空军司令部，可能也是为了借机把阿斯特丽德介绍给她。格雷厄姆带着她最好的朋友梅格·格林菲尔德一块儿来了，她是《华盛顿邮报》社论版编辑。格雷厄姆在人际交往方面极少见的一个弱点——当四周挤满了男人时，她通常没法和其他女人处得很好。⁸对此，格雷厄姆并不否认。但对她梅格是个例外。同引人注目的女人见面时，巴菲特说：“凯瑟琳的第一想法是如何把她从屋子里轰出去。”

巴菲特带他们和斯坦·利普西到奥马哈俱乐部吃饭。凯瑟琳兴高采烈地同沃伦交谈着，梅格和斯坦偶尔插上一两句话，而阿斯特丽德被晾在一边，独自吃饭，因为她不是那种喜欢主动出击的人，除了点菜之外，她整顿饭都没有再说一句话。巴菲特总是被格雷厄姆迷住，因此也没有帮她解围。旁边还有几十个人，围着一张大桌子，在乱哄哄地庆祝生日。最后，那些人站起来，围成一圈，开始大声欢呼，并伸出双手当作翅膀，随着音乐的节奏摇摇摆摆，像小鸡一样跳舞。作为一直都是一个讲究礼仪的女士，格雷厄姆坐在那里，眼睛发直，脸上露出难得一见的表情。⁹

从那以后，巴菲特几乎总是在奥马哈以外见格雷厄姆。当她给沃伦家打电话时，如果是阿斯特丽德接了电话，凯瑟琳就会一言不发¹⁰，好像阿斯特丽德不存在一样，只有一次例外，那是为了问如何用她的摄像机。¹¹

苏珊和阿斯特丽德地位完全不同；她们彼此都感觉十分满意，阿斯特丽德甚至还去过旧金山看望苏珊。苏珊在贵族山的简陋小公寓现在看起来像一个小姑娘的闺房一样，里面堆满了布娃娃和枕头，贴满了海豹的照片，甚至还有一部米老鼠造型的电话。她把厨房的壁柜当作衣柜来存放衣服。¹²

现在苏珊十分感激阿斯特丽德，因为后者让苏珊的生活更为轻松，只要阿斯特丽德接受苏珊为她界定的“有限的公开露面角色”就行。搬到旧金山对苏珊而言曾经是一件十分困难的事情，因为她必须把许多朋友和她所关心的事业抛诸脑后。她的离去引起了剧烈的骚动。未来中央委员会、计划生育协会、城市联盟以及其他的民权机构都要重新改编，并且都感觉他们的核心缺了一大块。她的朋友和追随者也要在心态上做出不同的调整，他们有些感觉被遗弃了，有些只是很怀念她，有些还不断到旧金山去看望她，在某种程度上把那里当作了第二个家。有几个人甚

至跟着她到了旧金山，并在那里定居下来。13

苏珊对巴菲特父母的许多朋友解释说她之所以要搬到旧金山去，是因为那里为她提供了更为多姿多彩的生活，在那里她可以徜徉于美术馆里，徘徊在爵士乐俱乐部内，沉浸在交响乐中。但是到了20世纪70年代末期，旧金山不再是美国的巴黎了。大量退伍的老兵涌入旧金山湾区的海滨，许多人在身体、精神和心理上都有问题。人行道成了藏污纳垢的地方，在海特，在吸食迷幻药和大麻以及裸泳的嬉皮士们之后，酒鬼、吸毒犯们接踵而至。那些人之所以被吸引到旧金山，是因为这里盛行享乐主义，性自由和性解放观念日益在街上无家可归的人中间蔓延。在过去的10年里，同性恋从最初的地下状态开始逐渐走向公开化，并且在1976年达到了高潮。这一年为了庆祝获得自由，他们在金门公园举行了“同志光荣游行”。但是一个佛罗里达州的歌手安妮塔·布莱恩特开始了一场全国性的打压同性恋的运动，1978年11月，旧金山的市长乔治·莫斯科尼和市督察员哈维·米尔克被一名被市政府辞退的同性恋公务员所刺杀，刺杀行为标志着该项运动的高潮。14陪审团接受了刺客的精神失常辩护，并且裁定为“过失杀人罪”，之后旧金山爆发了有史以来最严重的骚动。

在苏珊新结交的第一批朋友中，就有一对同性恋，其中一个人以前是个麻醉医师，后来由于一次医疗事故而离开了奥马哈。她还结交了其他的新朋友——音乐家、画家，以及在商店、教堂、美容店、剧院以及大苏尔的伊沙兰学院认识的各种各样的人。很快她的身边就又聚集了一大群人，有许多都是同性恋。苏珊的叛逆性格在旧金山振奋人心的氛围中活跃起来，并且她的新生活也把她解放了出来。原来乐善好施的女主人现在投身到了各种各样的聚会中，感觉就像是在爵士音乐会的后台一样；她打开了自己的大门，被邀请参加各种嘉年华活动。但是，同以往一样，她也找到了一个事业——她又一次违反了惯例——当她在施舍处工作时，她成了许多同性恋朋友默认的母亲，因为好多人从来都没有享受过母爱。

沃伦只能通过金钱来控制她的生活。她还持有许多伯克希尔的股票，但是按照他们的约定，她一股都不能卖掉。她喜欢上了马克·夏卡尔的一幅画，想买回来挂到自己的小公寓里，但是她告诉一个朋友说她不能这样做。“这会毁了一切的。”她说。沃伦十分清楚地告诉她：“我不想让你卖掉伯克希尔的股份。”他仍然负担着她所有的开支。格拉迪丝监控

着她的花销，并且替她支付所有的账单。

同样，苏珊也是通过沃伦才借给了朋友查尔斯·华盛顿24 900美元。他是奥马哈的一位活动家，是她的一位忠实的捍卫者，也曾经是苏珊的坚定支持者之一，记者阿尔·佩格尔在撰写《是什么使苏珊·巴菲特歌唱？》一文时采访过他。巴菲特认为借钱是最为糟糕的想法，如果他不是十分渴望取悦他的妻子，他可能不会同意。果然，在几个月后，华盛顿没有按时支付几笔还款。很少有什么事情会让巴菲特暴跳如雷，但是如果他感觉有人在骗他的钱，他的双眼会闪现出痛苦和愤怒，并且会立即报复的。转瞬之间，最多也就几秒后，他的情绪平静下来，同时他也开始考虑有条不紊地做出反应。这一次，他立即到法院起诉华盛顿，并且赢得了24 450美元的判决。

“华盛顿事件”象征了沃伦和苏珊的新关系：如果苏珊保留着她所有的股票，他对支票簿的控制就会松一些。除了替她支付账单外，沃伦还给她额外的零用钱：这是她捐赠的预算。当孩子们需要时，她会给他们补贴一些，而沃伦是不会这么做的。为了给自己和玛西娅建造一座树屋居住，豪伊已经把他持有的伯克希尔的股份卖掉了一些。他们一边在努力维持自己的婚姻，一边在为生计奋斗。“这真是太可怕了，沃伦不出钱帮他们买房，”苏珊抱怨道，“他是打算让屋顶塌下来，他想让他们失去房子。”但是这是游戏的一部分。沃伦知道苏珊会为他们想办法的，因为当苏茜的婚姻出现问题时，她也照顾过她，她总是会照顾一切的。

除了钱以外，赚钱是沃伦的工作。当家里的财富正在减少时，所有这些变化和错综复杂的事情，以及成堆的账单全都同时挤在一起出现了。当苏珊要搬到旧金山时，沃伦又被拖到了纽约州布法罗的法庭，来应对两家报纸之间耗资巨大的斗争。通常遇到这种情况，他都会卷起衣袖，大干一场，并且很喜欢这样的斗争。但是现在，由于他面临着个人的危机，这就变成了一个昂贵而且非常有趣的小插曲，帮他排除了其他的烦扰，并缓解了痛苦。《布法罗晚报》事件将是一场旷日持久的战斗，它曾经威胁到蓝筹印花公司的价值，是他职业生涯中最不愉快的经历。这和他许多年前所应付的比阿特利斯的冲突十分相似，他曾经发誓永远不要再重复这样的事情。

1977年的春天，在经过多年的搜寻之后，他和芒格最终买下了这份日报。3 550万美元的开价是他们有史以来最大的并购交易。¹⁵布法罗这座钢铁城市陈旧阴冷，满是铁锈，而且不是他们所梦想的只有一家报纸

的城市，不过，在这里能够拥有一份报纸仍然不失为一个不错的选择。布法罗的工人清晨很早就到工厂上班，要到晚上下班后才有时间看报。《布法罗晚报》实际上已经占有了整个市场，把它的竞争对手《信使快报》远远地甩在了后面，该报的经营十分惨淡。巴菲特在新闻报纸行业已经形成了一套十分有说服力的竞争理论。

凯瑟琳总是说竞争使它们办得更好之类的话。我说：“看，经济形势不可避免地导致每个城市只能有一家报纸。我把这称为‘胖者生存法则’，并且你会获胜。没有第二的位置，也没有仁慈的救援团。最后，不会有任何竞争，因为它不是这么运作的。”

《信使快报》的员工和发行人也清楚在新闻报业没有仁慈的竞争者。1920年，全美国有700座城市拥有两家报纸；到1977年，剩下不到50座了。在平时，《布法罗晚报》的销量是《信使快报》的两倍，《信使快报》只能通过周末版勉强生存下去，这构成了它收入的60%。

《布法罗晚报》最初是打算卖给《华盛顿邮报》的，但是被拒绝了。凯瑟琳·格雷厄姆不愿意再接受一家工会力量强大的报纸。巴菲特倒不害怕这一点。“在我们买进之前，我们同那些工会领导者坐下来谈了谈，‘听着，我们可能犯各种各样的错误，但是在这个有两份报纸的城市，只有一件事情能够毁掉报纸，那就是无期限的罢工。你们完全有能力对我们这样做，但是如果你们做了，要知道，我们会两败俱伤的。这是一个不值得去尝试的冒险，并且我们希望你们能够理解，我们也在进行冒险。尽管你们握着牌，但是如果你们打出来了，我们都会失败的。’”那些工会的人似乎理解了他所说的话。

巴菲特和芒格的企业帝国现在的价值已经超过了5亿美元，¹⁶他们控制着伯克希尔近一半以上的股份，以及蓝筹印花公司65%的股份。这两个公司还拥有国民赔偿公司、罗克福德银行、喜诗糖果、韦斯科金融公司、《华盛顿邮报》10%的股份、皮克顿侦探公司25%的股份、GEICO 15%的股份以及许多其他公司的股票——最后，还包括他们长时间搜寻后获得的都市报。¹⁷

《布法罗晚报》的执行主编默里·莱特迅速同巴菲特讨论了创办周末版的计划，该报先前的主人，傲慢的贵妇人凯特·罗宾逊·巴特勒一点儿也不喜欢这个计划。已故的巴特勒夫人是一个娇小可爱但十分专横的人，

她顶着一头蓬松的白发，常常对雇员发火。她握着拳头敲打着从法国进口的皮革面的桌子，因为她看不出来为什么需要增加版面。¹⁸她住在布法罗一座主要的标志性建筑里，这是一座富丽堂皇的大厦，每天她开着那辆黑色的劳斯莱斯豪华汽车，穿过几个街区来上班。据说，她对新闻从来都不感兴趣，她更喜欢到欧洲去旅行，寻找能够配得上她女儿的王公贵族们¹⁹。

《布法罗晚报》的发行人亨利·恩本同巴特勒夫人的关系很好，他主要的工作是让她镇定下来，因为在许多时候她会对报纸的社论持反对意见。巴特勒夫人关注的焦点不是赢利，而恩本也是如此。“你找不到比亨利·恩本更好的人了，但是他的头脑里从来没有想过和新闻纸的生产商谈判。我一到那里，新闻纸的生产商就问道，巴菲特先生喜欢钓鱼吗？我告诉他们，哦，查理喜欢钓鱼，不过是我来买新闻纸。”仅仅因为穿过加拿大的一座桥，《布法罗晚报》要比其他报纸多付10%的费用，在佛罗里达州、加利福尼亚州和达拉斯市也是如此。巴菲特想把每吨运输费用降低30美元。“我们每年要买4万多吨，因此每吨降低30美元，总计就是120万美元，而整个公司还挣不到这么多钱呢。”他把新闻纸的生产商巴菲特化了。“我告诉了所有7个商家，我们以不合适的价格和你们签订了不同期限的合同。你们必须对我们和其他美国的客户一样，收取最低的运输费用，你们要给我们同样的报价。我们会遵守那些合同的，但是如果你们不和他们谈判的话，你们就再也别想和我们签新闻纸合同了。”最后，他赢了。

但是仅仅通过降低运输费用并不能扭转《布法罗晚报》的亏损局面。布法罗的两份报纸是一种奇怪的平衡态势。一份控制着工作日市场，另一份却控制着周末市场。²⁰巴菲特和芒格同意了默里·莱特的计划，《布法罗晚报》别无选择，只能把工作日的优势扩大到周末。²¹“如果我们要进行有效竞争的话，我们就必须按以前的办法来，”芒格说，“拼个你死我活。”

在《布法罗晚报》即将出版周日版的两周之前，《信使快报》发起了一场出其不意的攻击，控告《布法罗晚报》违反了《反托拉斯法》。他们声称《布法罗晚报》计划免费发放5周的周日版，然后以折扣价出售，这就相当于非法垄断，目的是为了让它们破产停刊。²²《信使快报》的律师弗雷德里克·福斯向巴菲特发起了巧妙的进攻，给他设置了种种圈套，想让人们把他看成一个毫无仁慈之心的垄断者，说他要当地

所有的竞争对手都赶出城去。

福斯提出了大量的问题，表明巴菲特和芒格都很清楚，激烈的竞争会削弱《信使快报》的实力。《信使快报》发起了一场全面的公关战，在头版连续报道，详细而充分地刊登内幕消息，连续几周每天追踪报道，把自己描述成为了捍卫自己的生存权而与残暴的歌利亚英勇斗争的小邻居大卫。这种报道在布法罗很受欢迎，因为这个城市曾经拥有令人引以为豪的就业率，而现在到处都是失业的工人，工作机会就像铁锈一样不断剥落。

巴菲特刚刚从韦斯科金融公司事件的困扰中解脱出来，现在又被卷进了另一场痛苦的法律纠纷之中，这次还需要他亲自到布法罗去，到现场接受冷酷、充满敌意的询问。

《布法罗晚报》开始吸干蓝筹印花公司的保险柜了。巴菲特的律师查克·里克肖塞尔现在已经离开了芒格-托尔斯律师事务所，成了太平洋海岸交易所的总裁。他的继任者罗恩·奥尔森来到了布法罗，为巴菲特作为公司清算人垄断者的控诉作辩护，同时芒格也从洛杉矶召集了一群人来协助处理该案。奥尔森提交了一份正式的陈述，声称他的代理人从小就十分钟爱报业，并且强调了他在《奥马哈太阳报》荣获普利策奖中所作的贡献。同时，《信使快报》刊登了一系列的人物报道，竭尽全力去讨好那些可能会参与审判的每一位法官。²³审判结果表明他们还是失败了，虽然如此，纽约南部地区联邦法庭的查尔斯·布里安特法官的判决还是对《信使快报》有利。巴菲特总是十分自豪，因为他仅仅凭借资产负债表就能迅速评估一个公司。巴菲特第一次在布法罗的法庭出庭时，

《信使快报》的律师福斯把他描述成了一个对《布法罗晚报》知之甚少的人，认为他没有到工厂实地考察过，也没有找专业的分析师研究该报，就贸然买下。福斯指控巴菲特事先考虑过《布法罗晚报》出版周日版是否能将《信使快报》挤垮的问题，但是巴菲特否认了这一点。福斯走向法官席，手中挥舞着一份《华尔街日报》，上面有一篇关于巴菲特的文章——这是第一次，他尝到因出名而带来的恶果，他的声誉成了反对他的武器。²⁴巴菲特曾经告诉记者，如果可以从财务管理中解脱出来他会十分高兴，但是，实际上，随着他的新形象的增大，他的自我意识比以前更危险了。这篇报道中引用了他的朋友桑迪·戈特斯曼的一句话：“沃伦喜欢拥有一家具有垄断地位或者在市场占据主导的报纸，就像拥有一座不受约束的桥梁收费站一样，你可以随心所欲地抬高收费，想

抬高就定多高。”²⁵

“你这样说过吗？”福斯在法庭上问他。

“没有，”巴菲特回答道，“我记不清是否讲过像桥梁收费站之类的比喻，只是说这是笔好生意。也许在内布拉斯加州的弗里蒙特比桥梁收费站还要好。我认识许多诚实的人，但是当他们开始引用别人的话时，他们就不一定了……”

福斯继续追问：“你相信还是不相信呢？”

我不想和你争辩……我倒是想拥有一家……我只是说过在通货膨胀十分严重的情况下，如果没有什么约束，能有一座桥梁收费站也是很不错的。

“为什么？”福斯问道。

巴菲特看看法官，他在尽力给他讲经济学。“因为你已经投入了资金，你用过去已经不太值钱的钱来建桥，而且再加上通货膨胀，你也不用担心要更换桥梁——你只用建造一次。”

“你说‘没有什么约束’，意思是你可以随心所欲地提高收费，对吗？”

“没错。”²⁶

巴菲特现在要用自己编织的网来左右陪审团的意见。一座收费桥梁，横跨密西西比河的道格拉斯大街的桥梁，实际上这是他少年时的一个着迷的问题。²⁷在巴菲特小的时候，奥马哈花了十多年的时间同一位收费者斗争，要把唯一通往艾奥瓦的大路解放出来。他和芒格后来试图购买底特律国际桥梁公司，该公司拥有连接底特律与温莎横跨安大略湖的一座大桥，最终他们只买到了该公司24%的股份。²⁸

“这是一座天使之桥，有1 000平方英尺，并且能挣到很多的钱……当我们无法得到它时我十分失望。不过查理不断告诉我，我们没有得到它是多么的幸运，因为，他说，想象一下，一个家伙站在收费大桥上不断涨价，还有什么比这更糟糕的？”

确实如此。

“法官不喜欢我，由于种种原因，他就是不喜欢我。他也不喜欢我们的律师。许多人都喜欢罗恩·奥尔森，但是法官却不喜欢他。”

1977年11月，法官布里安特公布了初步的裁决，裁定《布法罗晚报》完全有权出版周日版，这样做符合公众的利益。但是很明显，布里安特受到了福斯关于收费大桥证词的影响，在裁决时，他也考虑到了这个比喻，惋惜地说“布法罗城的读者和广告商们可能会得出这样的结论：他们知道如何应付唯一的一家报纸，作为他们通往外部世界不受约束的收费大桥。”²⁹他认为《布法罗晚报》的计划具有掠夺性，并严格限制了它周日版的促销、营销和发行活动。法官禁止《布法罗晚报》发放免费报纸，打折销售，对广告商也做出了严格的限制。他的裁定中有一条十分棘手，要求每个订户每周都要填一张表格来订阅《布法罗晚报》的周日版。《信使快报》刊登了大篇预先准备好的报道，吹嘘自己的胜利，炫耀着自己战胜了一个外来的恶霸，这个恶霸想把当地的小本经营者赶尽杀绝。《布法罗晚报》对此没有作任何回应。

现在我们到了生死攸关的地步了，我们碰上了一个不喜欢我们的法官，我们只能在困境中携手应战。

《信使快报》的雇员开始监督执行命令，并且发现《布法罗晚报》在发行周日版时有些订户没有填表。布里安特法官判定《布法罗晚报》蔑视法庭。

广告商都跑去支持《信使快报》，5周后，《布法罗晚报》周日版的广告只有《信使快报》的1/4。³⁰突然间，《布法罗晚报》从微薄赢利到亏损140万美元。³¹获悉此事后巴菲特不由自主地打了个冷战，他从商以来还从来没有以这种速度损失过这么多钱。

1977年圣诞节前一周的某一天，天空阴沉着，好像要下雨一样，布里安特法官宣布开庭，拉开了审判的序幕，以决定最终的判决条款。当年的深秋，巴菲特在彻夜难眠和泪流满面中思考着苏珊离去的变故，虽然她并没有完全离开他。为了分散注意力，从个人痛苦中解脱出来，他像一个金甲虫一样围绕着卡罗尔·卢米斯、阿斯特丽德和凯瑟琳·格雷厄姆，在纽约、奥马哈和华盛顿之间飞来飞去，当然，他并不希望这样来散心。当法庭休庭时，他像往常一样飞回翡翠湾度假，不过今年是在和苏珊达成新协议后全家第一次一起过节，在这期间，苏珊再一次向他保

证他们的生活和以前没什么两样。巴菲特家的新年聚会一结束，沃伦和苏珊又各奔东西了。布里安特法官也重新召集诉讼当事人开庭审判，奥尔森和芒格不断给巴菲特打电话，给他通报审判工作的最新进展，因为他回到奥马哈工作去了。

1978年7月，他正和卡罗尔和乔治·吉莱斯皮在一起，“我们正在纽约凯瑟琳的家中同查理打桥牌，正在那时布里安特法官的审判结果传来了。我把它给了查理，让他读一读，他说，‘嘿，文笔不错啊。’我快要疯了，我才不管它文笔是好是坏，我要接受并忍受所有这些限制，根本没有心情去欣赏什么文笔。”

安特法官布里的最终判决就文笔而言是一篇毫无陈腐之气的杰作，副标题是这样的——“巴菲特先生来到了布法罗”，布里安特对《布法罗晚报》规定了严格的限制条款，芒格和奥尔森计划上诉。而巴菲特却不想再同法官斗争下去。芒格总是开巴菲特的玩笑，称他的管理方式是从一个公司取出所有的现金，然后提高价格。如果失败了，巴菲特的箭筒里就没有一支箭了。这种方式无法解决《布法罗晚报》的问题。巴菲特被击垮了，他根本不想再和法官对峙了，他宁愿让3 550万美元打水漂。他上次面临的最大的法律纠纷刚刚才算结束：美国证券交易委员会经过漫长的考虑，终于同意了伯克希尔和多元零售公司的合并交易。巴菲特迫切希望和律师了结一切，不再宣誓做证、接受传讯以及跟法官斗法。“我不想上诉，我只是感觉到这会是一场旷日持久的战斗，并且还会激怒法官，一旦激怒了他，他就会强制我们执行禁令，我们的损失就会更大，而《信使快报》就会立即发起猛烈的攻击，那样只会不断地扩大它的影响。我声称，我们不去上诉，因为过个一年半载我们无论如何都会失败停刊的。而罗恩和查理告诉我，我错了，而我也确实错了。”

最后，他决定同他们一起上诉。“我们必须上诉，我们不能屈服于这些条件，这会让我们失去竞争优势。因此，从根本上来说，我别无选择。我们没有虚张声势，不管怎么说，那不是我的风格。在一个人的一生中，你可以通过虚张声势获得声誉，相反你不虚张声势也能获得声誉。因此，我想让别人明白我不会等着被宰割。”

《布法罗晚报》是巴菲特单独做出的最大的投资，他留出了充足的回旋余地。它占用了蓝筹印花公司近1/3的资金，在布里安特法官的限制下，它一直在亏损，并且很容易受到罢工的打击，这会进一步削弱它的实力，因为当时的股票市场行情正在下跌，巴菲特急需大量的现金来

购买他所一直钟爱的价值低位股。并且《布法罗晚报》潜在的失败不仅仅威胁到了他和芒格3 500多万美元的投资；他是个连花费31 500美元买一套房子居住都舍不得的人，因为他认为这些钱最终会变成100万，因此，他们在报纸行业投资的损失会使局势比表面上看起来更加严峻。因此，巴菲特不仅做出了上诉的决定，同时他也打算让斯坦·利普西助他一臂之力，当时利普西正在考虑着搬到旧金山去，而巴菲特却想让他来解救这份报纸。“你去布法罗怎么样？”巴菲特问道。“我的心一沉，”利普西说，“但是在任何事情上我都不想让沃伦失望。”

利普西最后去了布法罗，临时先帮帮忙，他是在布法罗多年不遇的暴风雪之后去那里的，路边堆的积雪都快要和屋顶一样高了。他在巴菲特推荐的一家酒店住下，在巴菲特最喜欢的牛排店吃饭——他一直十分疑惑巴菲特怎么能忍受得了这里呢。第二天早上，当他一到《布法罗晚报》的办公室，他就立即明白巴菲特为什么要派他来了。他们的新闻做得很好，但是管理很混乱。他在一张秘书的办公桌旁坐下，开始在人工打字机上工作。一位经理来到了他的身边，问道：“您想要什么酒？”利普西问他是什么意思。那个人说：“哦，作为一个经理，您有资格得到两箱酒”。³²

利普西开始每个月在布法罗工作一周。有一次在奥马哈时，他同沃伦和阿斯特丽德一起去感受了一下沃伦现在的生活氛围。沃伦对这一新关系感到十分轻松，他让阿斯特丽德带他们所有人去看男扮女装的表演。³³

到1979年时，利普西已经把报纸的管理工作扭转过来，他们同《信使快报》法律诉讼的战斗也快要接近胜利了。1979年4月，在布里安特初审裁决近一年半后，联邦第二巡回上诉法庭一致同意推翻他的裁决，称他的观点“受到了法律和事实错误的影响”。“没有明确的证据表明巴菲特先生购买《布法罗晚报》就是为了挤垮《信使快报》……《布法罗晚报》并没有采取不正当的竞争手段来挤占《信使快报》独占的周日报业市场，而是给市场带来了更多的竞争。所有的证据只能表明巴菲特先生只是想尽可能地办好《布法罗晚报》，而并没有想过他的竞争会给《信使快报》带来什么严重的后果……法官们必须警惕原告利用《反托拉斯法》来保护自己，免受竞争的影响。”³⁴

虽然《布法罗晚报》获得了胜利，布里安特法官的禁令被撤销，但是这有些太晚了。《信使快报》立即对此提出上诉，寻求维持原判。

《布法罗晚报》的律师疲倦地举起他们的利剑，继续这场荒谬的战斗。同时，尽管利普西加强了对报纸的管理，这场官司已经给他们造成了巨大的损害，不仅仅是诉讼费的开支，还包括因为法官的禁令而导致《布法罗晚报》损失的大量广告费。据保守估计，两年里它损失了好几百万——1979年的税前损失高达500万美元，这是巴菲特和芒格所经历过的任何经营活动中损失的几倍。他们要付出艰苦的努力才能把这些钱赚回来。

“搬到布法罗去怎么样？”巴菲特问利普西。“我不想那么做。”利普西回答道。巴菲特什么也不说了，利普西继续在两头奔波。

到1979年年底，股票市场沉浸在一片黑暗之中，巴菲特说，股票订单“就像挤眼药水”。³⁵道琼斯指数萎靡不振已经近10年了，它好像一辆破车，冒着黑烟，喘着粗气，吃力地颠簸前行，最近刚刚跌回到了800多点。杰拉尔德·福特入主华盛顿，接着又是吉米·卡特，他穿着罗杰斯先生牌的毛衣，通过了节约能源的议案，最后却事与愿违；并且他对伊朗的外交似乎也无能为力，导致美国的彻底失败，伊朗国王也被阿亚图拉·霍梅尼赶下台，王后再也不能在伊朗使馆的舞厅跳华尔兹了。三哩岛核电站反应堆核心部分熔毁导致放射性物质泄漏；通货膨胀率达到两位数；加油站前排起长队。《商业周刊》宣称这是“股市之死”，好像没有人再会购买股票了。极度悲观的情绪笼罩着整个国家。

投资者们蜂拥着积蓄黄金、钻石、铂金、艺术品、房产、稀有金币、矿业股票、饲养场的家畜和石油；“现金是垃圾”是当时的流行口号。高中女生戴着由南非克鲁格金币制成的项链。在格林奈尔学院，一个自以为是的新受托人史蒂夫·乔布斯——备受尊敬的鲍勃·诺伊斯的门徒——竭力劝说投资委员会卖掉所有的股票，买进黄金。³⁶二十五六岁的乔布斯是位精明的工程师，很显然也是一位聪明的家伙，但是投资委员会犹豫不决，最后，格林奈尔没有购买黄金。

巴菲特的观点正好相反，他在《福布斯》发表文章：这是投资者购买股票的最佳时机。“未来的事永远没有人知道，”他写道，“但是当大家都看好股市的时候你再入市，就不得不出高价了。那些着眼于长远的投资者一直要学着如何与不确定性周旋。”³⁷他也是一位着眼于长远价值的投资者——不过，他没有现金。从10年前以来，巴菲特不断地获得大批现金——先是从分配合伙公司的资产中获得了1 600万美元，接着从一家私人投资的数据文件公司的股票买卖中获利数百万美元，但是这些全

都投入到了伯克希尔-哈撒韦的股票上。巴菲特想要资金来投资，他的年薪只有5万美元，现在也只是增加到了区区10万美元，他又一次开始从银行借钱投资。

最后，斯坦·利普西终于答应搬家了，这是沃伦一直所希望的。1980年的一天，利普西从没有上锁的后门进入了沃伦的办公室，他告诉沃伦他的妻子珍妮想和他离婚，并且斯坦认为她的律师要来闹事。巴菲特用汤姆·墨菲曾经传授给他的经验来提醒利普西。“你明天就可以让他们滚蛋，斯坦。”他说。他邀请对方的律师来到他的办公室，帮着调停朋友间的离婚案——这是他第二次这么做了。不久之前，巴菲特还成功地促成埃德·安德森和他妻子雪莉·史密斯·安德森的和解，她也是沃伦和苏珊的老朋友。在帮助朋友缓解矛盾、渡过难关方面，他很有经验。他开始告诉利普西他的生活需要改变。斯坦认为，是该改变的时候了。随着谈话的深入，巴菲特引导着利普西自己提出搬到布法罗去。“这是典型的沃伦方式，他十分想让我自己提出来。”但是最后，就像人们投资合伙公司一样，这也成了利普西自己的想法。

利普西搬到了布法罗，在那里定居下来。每周五的晚上，他就给巴菲特打电话，告诉他最新的“可怕的数字”，但是每一次，无论消息多么令人失望，巴菲特都很乐观，还感谢利普西给他打电话。“这有点儿令人鼓舞。”利普西说。³⁸到1980年时，损失已经增加到了1 000万美元。芒格在蓝筹印花公司的年度报告中警告了这种危险状况，同时也生气地抱怨了工会要求“大幅度提高福利待遇的要求”。芒格在1978年的报告中已经提到，这是他第二次提及：“如果《布法罗晚报》再发生罢工导致停刊的话，那就很有可能会被迫停业并进行破产清算。”³⁹

芒格所写的这些话，以及他通过主导《布法罗晚报》的法律诉讼来掌控蓝筹印花公司的努力，都无法挽救他恶劣的健康状况。多年来，他一直在坚强地忍受着日益恶化的白内障的折磨，最后他的视力受到严重损伤，不得不进行手术。他的左眼在接受白内障手术时，引发了一种极其罕见的并发症——上眼皮内缩。一种生长在眼球外面的特殊的初生体组织（可能是角膜细胞）进入了他的眼球中，并且开始像癌细胞一样生长。对视神经产生的压力和破坏引发了严重的疼痛，他几近失明。⁴⁰当他无法忍受眼睛缓慢而猛烈发作的痛苦时，芒格安排医生给自己做了眼球切除手术，然后安了一只玻璃义眼。但是后来，“我就像一只受伤多日的动物一样”。⁴¹即使在护士的辅助下，他都无法站着洗澡，因为剧烈的

疼痛会导致他眩晕。他告诉巴菲特他不想活了。他十分害怕再经受一次这样的折磨，同时也可能面临失明的威胁，他决定不再对右眼的白内障做切除手术了，只采取保守治疗，不再切除晶状体了。因此，他只好戴着一副老式、像水母一样厚的白内障眼镜，把它挂在他的“好”眼上。

在芒格忍受痛苦之时，《布法罗晚报》的汽车工人工会打算试试深浅——管理方在胁迫之下管理该报已经三年了，也许他们是受到了鼓励——他们要求在不工作时也要拿加班费。《布法罗晚报》曾经在一份临时的协议中同意支付这份钱；现在工会想让它成为一个永久的合同。芒格和巴菲特断然拒绝了。接着在1980年12月，卡车司机们认为巴菲特不敢在与《信使快报》斗争的紧要关头铤而走险。谈判持续了一夜，最后还是失败了，早上6点钟，司机们开始罢工。在其他工会的帮助下，利普西、亨利·恩本和默里·莱特穿过罢工者的纠察线，勉强印出了报纸。然而，在最后一刻，印刷工人们停止了工作，拿走了印版，工作只好停顿下来。

巴菲特急得像热锅上的蚂蚁一样。他有着十多年的报业发行经历，他知道即使没有印刷工人参与罢工，仅仅汽车工人工会——总共才只有38名成员——也有能力让报纸停刊。其他的工会和志愿者可以操纵印刷机，但是如果没有了司机来运送报纸，那报社很快就会垮台。考虑到安全问题，巴菲特不能使用非工会的人员来替代他们。“我不打算在寒冷的12月派我们的人摸黑到一些乡村地区送报，有些家伙可能会在那里用铁棒袭击他们。我坐在奥马哈的办公室里，想派一群人去把这些家伙给痛打一顿，当然这并不是个好办法。”他说。

《布法罗晚报》差点儿关门大吉。

巴菲特告诉这些工会，报纸“已经只剩有限的‘几滴血’了，如果它失血过多的话，就没法再生存了……只有看到切实可行的前景，我们才会起死回生。”⁴²这一转折点很快就会来临。⁴³

这一次，工会都害怕了。在48小时之内，《布法罗晚报》又出现在了大街小巷。到那时为止，《布法罗晚报》的周日版尽管已经取得了一些进展，但是仍然同《信使快报》存在差距，不过它正在慢慢地朝着主导地位前进，同时还保持着自己工作日版的优势。⁴⁴到1981年年底的时候，利普西和巴菲特已经把当年的损失减少到了150万美元，是《信使快报》的一半。⁴⁵在一场“胖者生存”的战斗中，它几乎已经获胜了——

尽管付出了巨大的代价。《信使快报》一直都没有放弃法律诉讼，它仍然想维护布里安特法官的裁决，但是它的主人，看到了另一位法官——市场的裁决，市场正在授予《布法罗晚报》最高的荣誉。《信使快报》现在意欲售给传媒大亨鲁珀特·默多克，但是工会不同意他减薪的要求。紧接着，在1982年9月，《信使快报》只得停刊。

《布法罗晚报》立即更名为《布法罗新闻报》，并且开始发行《晨报》。胜利在望了，巴菲特和芒格在希尔顿举行了一次报社中层领导的会议。会上有人提出分享胜利的果实，但是巴菲特却说“三层——编辑和记者们工作的地方——的员工都无法为公司增加利润做出什么贡献”。资金承担了风险，因而才能收获回报。他和芒格在一系列的決定中投下了3 500万美元的赌注，那时他们可能输得一干二净，因此所有的利润都应该归他们所有。他认为，员工所付出的时间和辛劳已经得到了恰当的回报——不多也不少，正合适。员工在经历了风风雨雨后，却受到了他无情的对待，这出乎人们意料。

当巴菲特和芒格离开办公室时，他们要从出版人亨利·恩本的身边经过，而亨利“还以为他起码会受到小小的嘉奖”，罗恩·奥尔森说。但是芒格常常在别人还在说话时就自顾自地钻进汽车里，好像根本就没有听见他们说话一样，并且常常一讲完就径直从门口出去，根本不等别人反应过来。这一次，亨利张着嘴刚要说话，芒格就走了，把他晾在了那里。没有人说感谢的话。奥尔森只好跟着他们，在屋子里到处跟人握手，竭力去打圆场。⁴⁶

一年后，随着广告的增多以及发行量的激增，《布法罗新闻报》的税前利润高达1 900万美元，超过了前几年所有的损失。其中有一半归巴菲特所有。随着报社日趋走上正轨，他的注意力也逐渐减弱了。不过他在每年的年报中仍然会大加称赞《布法罗新闻报》，他的兴趣已经转移到另一个新目标上去了。



两岁时的沃伦·巴菲特。



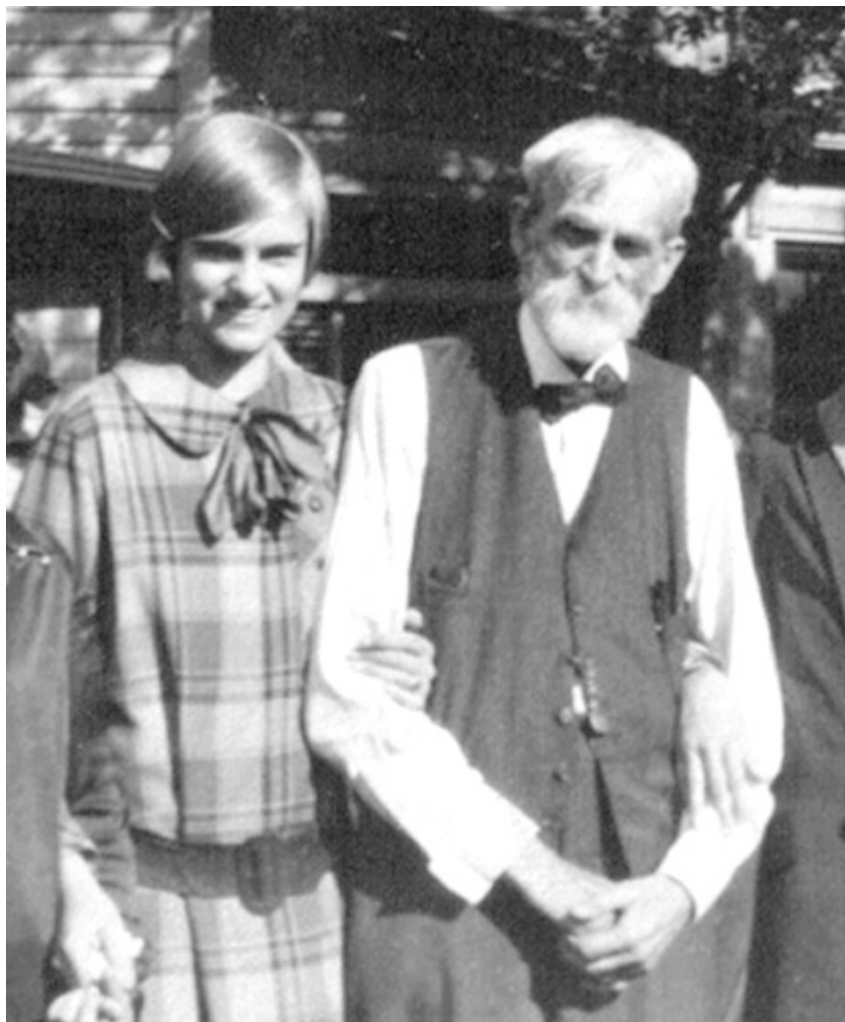
1933年，沃伦坐在家里一辆二手雪佛兰车的踏板上。



沃伦的第一套西部牛仔装，是父亲去纽约出差的时候给他买的。



欧内斯特·巴菲特的孙子孙女们：左边的是沃伦和多丽丝，伯蒂靠在欧内斯特的腿上。



西德尼·巴菲特和孙女艾丽斯·巴菲特摄于1930年。



斯塔尔姐妹在内布拉斯加州西点镇，大概摄于1913年。右上是沃伦的母亲利拉。她旁边坐的是伊迪丝，前面是伯妮丝。



沃伦的父亲霍华德（右后）和两个哥哥乔治、克拉伦斯，还有妹妹艾丽斯在他们家带流苏装饰的敞篷马车上玩耍。霍华德的母亲亨利埃塔（膝上抱着弟弟弗雷德）坐在后座上。



霍德华·巴菲特和利拉·巴菲特，摄于1925年婚后不久。



沃伦和伯蒂在家里的别克车前，摄于1938年左右。



巴菲特家的一张合影，摄于1937年左右。



摄于1936年年底到1937年年初的那个冬天，6岁的沃伦和姐姐、妹妹在一起。他手里拿着自己最喜欢的玩具零钱罐。他和多丽丝后来还努力回想当时为什么一副不高兴的样子。



1938年5月，巴菲特所在的罗斯希尔学校8年级集体照。第二排左起第二个是巴菲特。



弗雷德和欧内斯特·巴菲特在巴菲特父子杂货店前。



伯蒂、利拉和沃伦在华盛顿为多丽丝伴唱，时间大概是1945年。



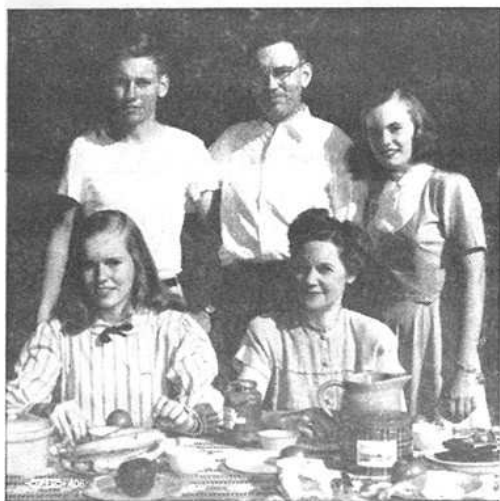
Congressman Howard Buffett

*and His
Fight for the People*

To My Friends and Neighbors:

Six years ago you elected me to Congress. To that post I have devoted my best efforts—working to deserve the high trust you placed in me.

On every issue I have used a simple American yardstick . . . I have asked myself, “Does this proposal move us TOWARD OR AWAY FROM HUMAN LIBERTY?”



THE BUFFETT FAMILY
Warren, Howard and Roberta, standing.
Doris and Mrs. Buffett, seated.

★ ★

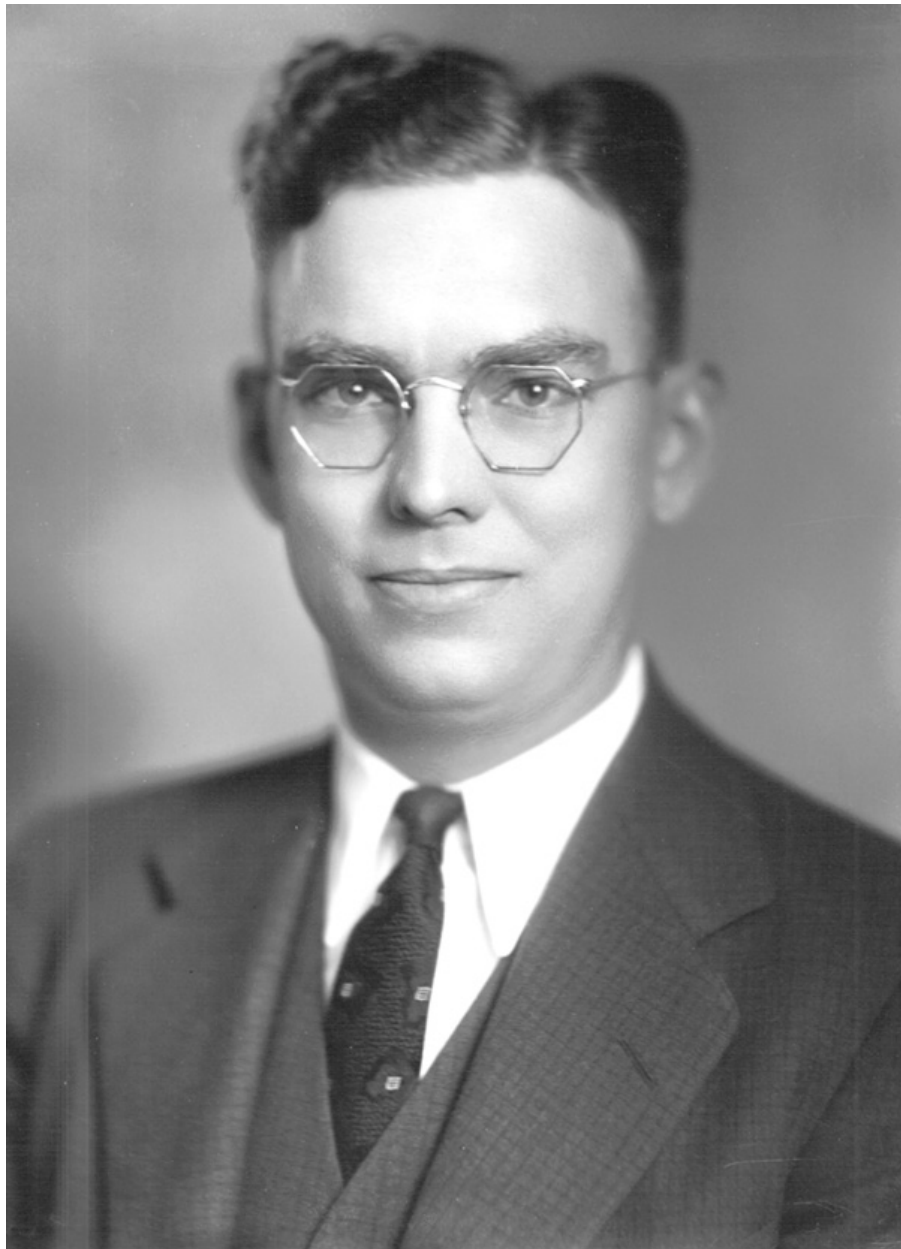
This pamphlet shows how I have voted to promote and to protect our liberty.

To you I have reported the TRUTH about your government—regardless of political consideration.

Your task and mine is to preserve the American heritage for our children. First of all that means that we must remain at peace—with the world and among ourselves. I pledge my continued devotion to that paramount objective.

Faithfully,
HOWARD BUFFETT

1948年的竞选传单，霍华德唯一落选的一次。



霍华德·巴菲特，时任国会议员。



1945年，沃伦（左二）和父亲（左四）一起参加内布拉斯加国会议员代表团组织的一次钓鱼活动。从巴菲特父子的表情看，他们似乎不愿参加这样的活动。



作为一个十几岁的孩子，沃伦喜欢上的第一个人是戴茜·梅尔，漫画女主人公。而戴茜喜欢的则是莱尔·阿布纳，漫画的男主角，无论莱尔怎么对她。



1946年1月，沃伦在一次有关国会问题的辩论活动中代表反方观点；这次活动通过华盛顿新闻广播电台的《美国校园之音》栏目广播。



20世纪40年代末的巴菲特，穿着他标志性的平底网球鞋和宽松的长袜，在弹夏威夷四弦琴。



1950年夏，巴菲特一家。“多丽丝和伯蒂到哪里都引人注目。”沃伦说。他认为自己那时候对社交活动有些无所适从。



1948年1月，沃伦宣誓加入宾夕法尼亚大学Alpha Sigma Phi兄弟会。霍华德·巴菲特也曾经是兄弟会的成员。



沃伦、诺尔玛·瑟斯顿和唐·丹利在劳斯莱斯小轿车旁边。唐和沃伦1948年购买该车练习车技。

STRENGTH^{and} HEALTH

March

20¢

25c in Canada

Allye Stockton

PHOTOS OF THE
BEST BUILT MEN
IN THE WORLD

1945年，沃伦和卢·巴蒂斯顿“追求”的“胖姬”阿比·斯托克顿，女子举重的先驱人物。



沃伦假扮小偷对兄弟会的同学莱尼·法里纳“下手”，摄于1948年。



1949年，沃伦在JC Penny公司的地下室接受工作前的培训，在那里售卖男士服装和饰品。每天早晨开始工作前，他都要拿着夏威夷四弦琴自弹自唱。



1951年，沃伦和范尼塔·梅·布朗约会。范尼塔是1949年国家樱花节的“内布拉斯加公主”，且同年荣获“内布拉斯加小姐”的美称。



1952年4月19日，苏珊·汤普森和沃伦·巴菲特在婚礼上的幸福微笑。



苏珊·汤普森上学前的照片。



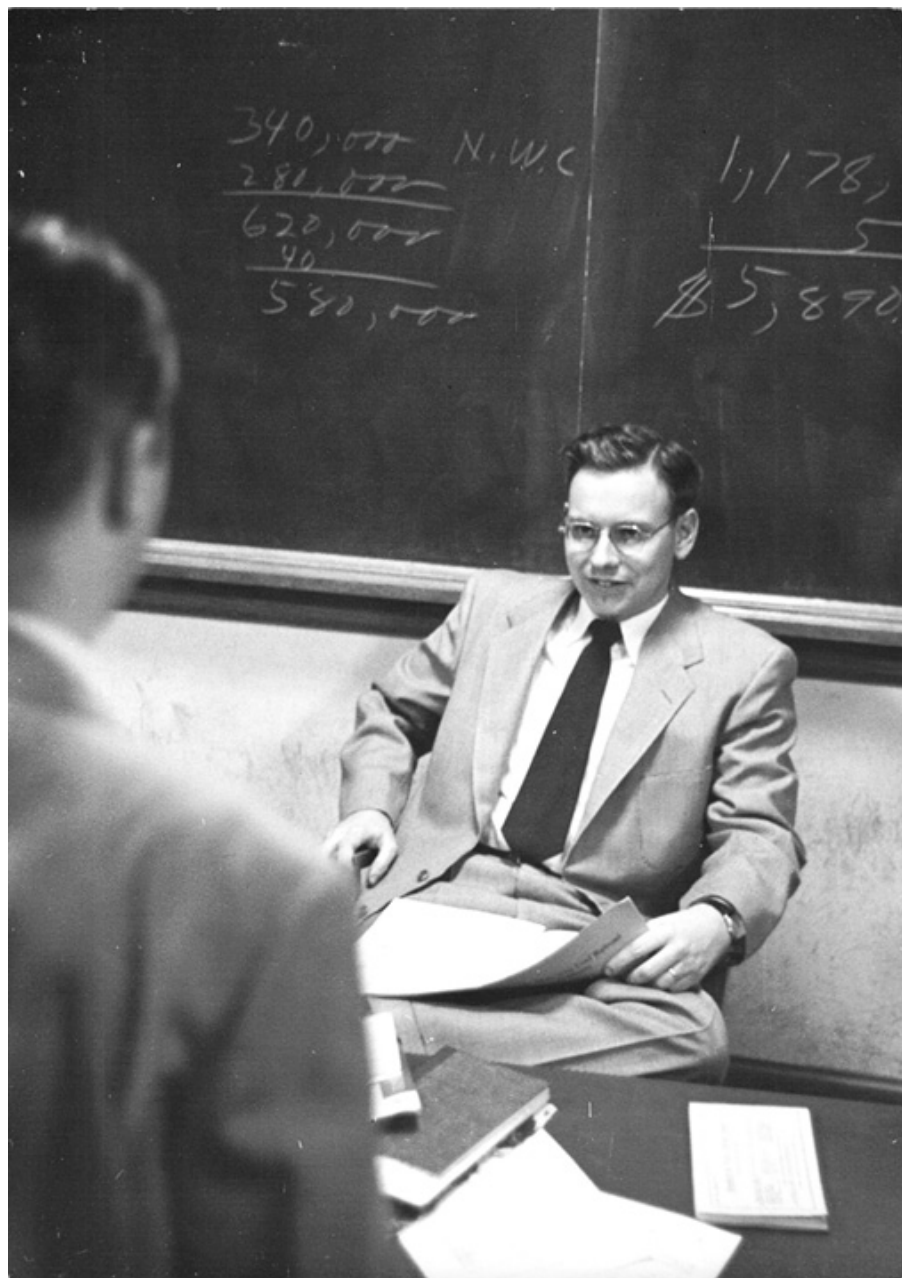
1952年4月度蜜月的时候，沃伦装成囚犯的样子。



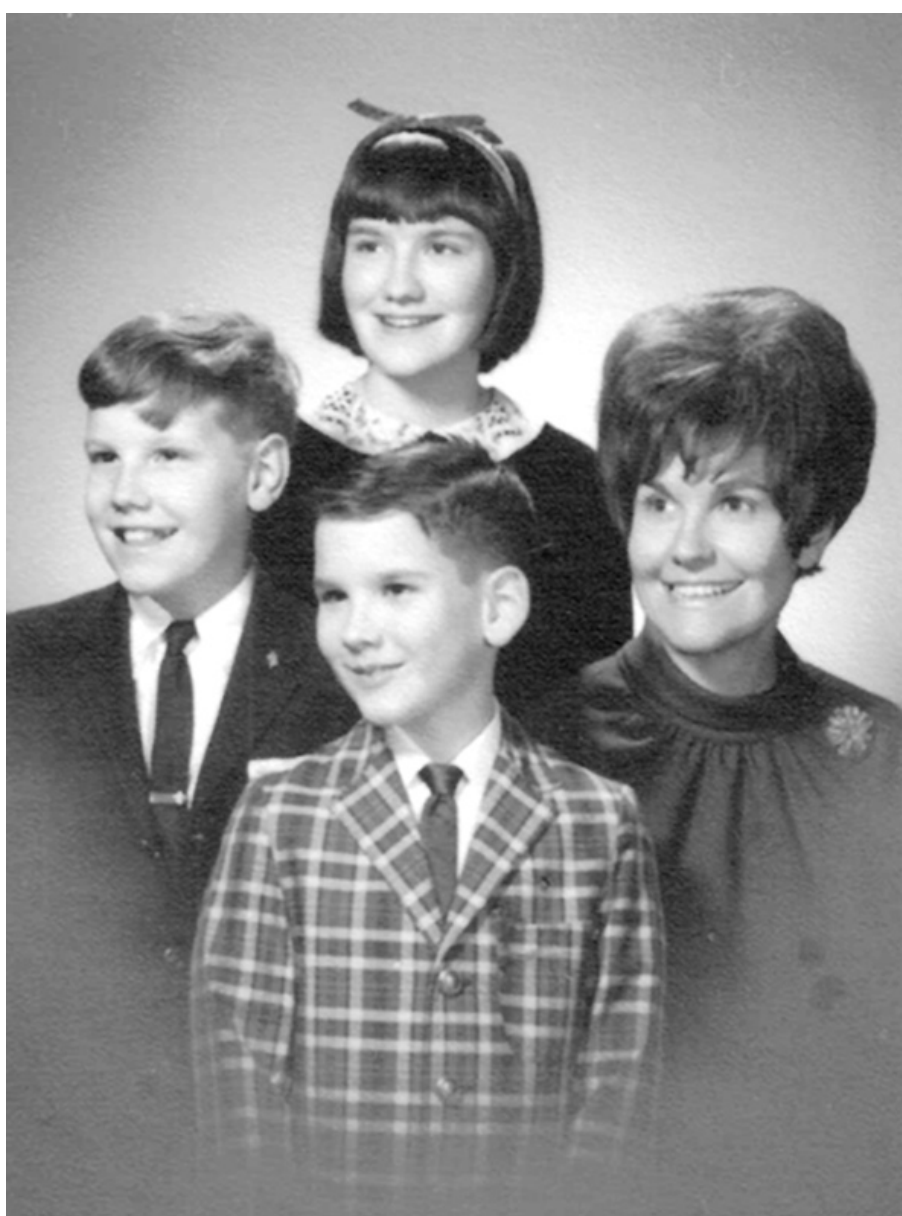
格雷厄姆-纽曼合伙公司的杰里·纽曼和本杰明·格雷厄姆，照片拍摄日期不详。



苏珊·巴菲特在纽约拜访本杰明·格雷厄姆和埃斯蒂·格雷厄姆夫妇，苏珊抱着女儿苏茜·巴菲特。埃斯蒂抱着巴菲特夫妇襁褓中的儿子豪伊。



20世纪50年代，巴菲特在奥马哈大学授课。



20世纪60年代中期，苏珊、（顺时针）彼得、豪伊和苏茜。



这是小婴儿的查理·芒格在他父亲的怀里，脸上那一副他标志性的怀疑表情。



20世纪80年代，巴菲特和他的合伙人查理·芒格。巴菲特称他们俩“简直就是连体双胞胎”。



1968年格雷厄姆集团在圣迭戈的科罗拉多酒店举行第一次聚会。从左到右依次是：巴菲特、罗伯特·布尔斯廷（格雷厄姆的一位朋友）、本杰明·格雷厄姆、桑迪·戈特斯曼、汤姆·纳普、查理·芒格、杰克·亚历山大、亨利·勃兰特、沃尔特·施洛斯、马歇尔·温伯格、巴迪·福克斯（侧面）和比尔·鲁安。罗伊·托尔斯拍下了这张照片，弗雷德·斯坦贝克没有参加这次聚会。



20世纪70年代中期的巴菲特一家。从左到右依次是：豪伊（抱着狗儿汉密尔顿）、苏珊、彼得（苏珊后面）、沃伦和苏茜。



苏珊·巴菲特穿着缀满小亮片的衣服，在奥马哈的法国咖啡屋举办演唱会，时间是在她动身到旧金山前不久。



1983年11月苏茜·巴菲特和艾伦·格林伯格的婚礼，艾伦·格林伯格后任巴菲特基金会的执行董事。



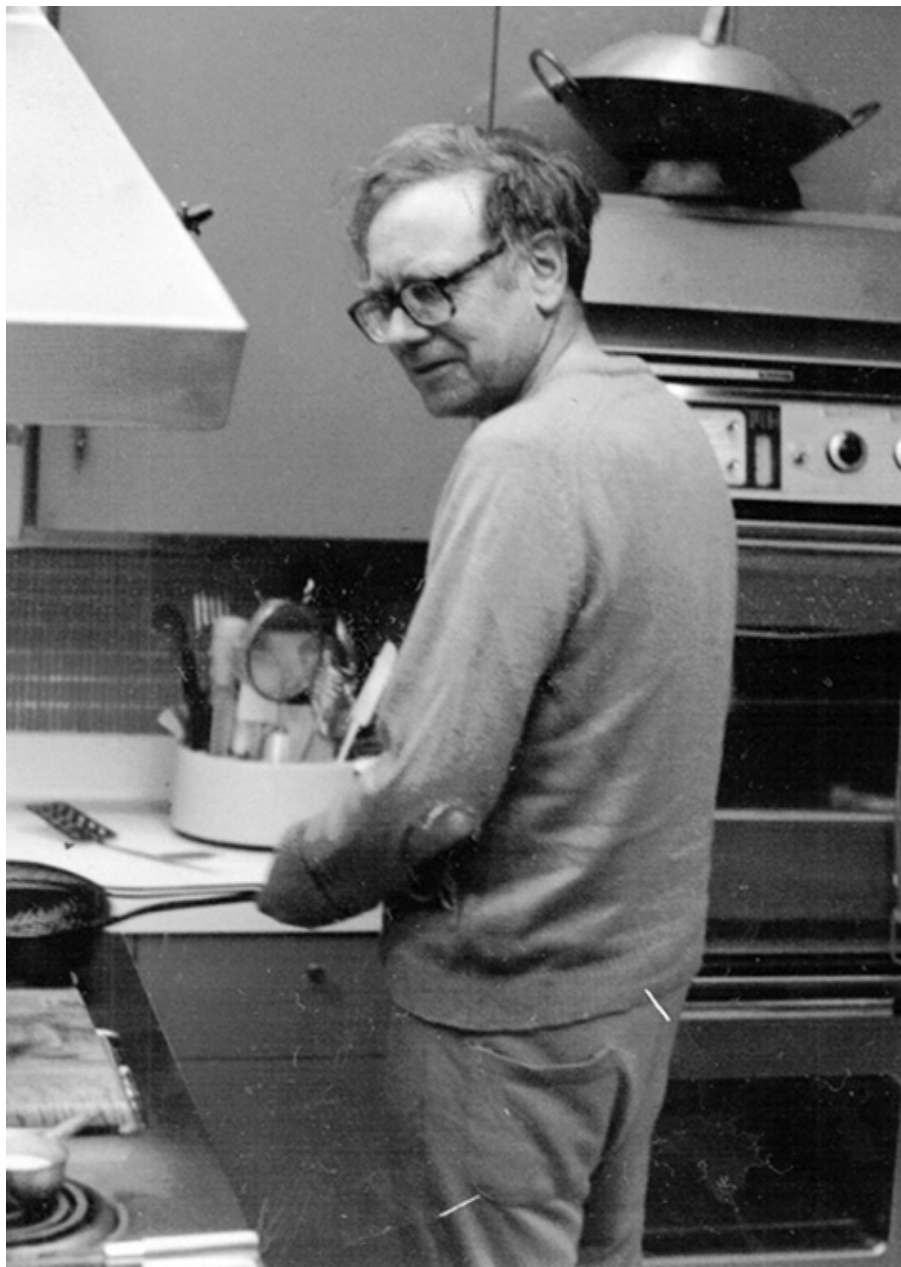
巴菲特庆祝《奥马哈太阳报》因曝光儿童城事件荣获普利策奖。



巴菲特和《华盛顿邮报》出版人凯瑟林·格雷厄姆从1973年起建立了深厚的友谊。



1974年28岁的阿斯特丽德·门克斯。4年后苏珊·巴菲特说服她去照顾沃伦，所以她搬到了沃伦家居住。



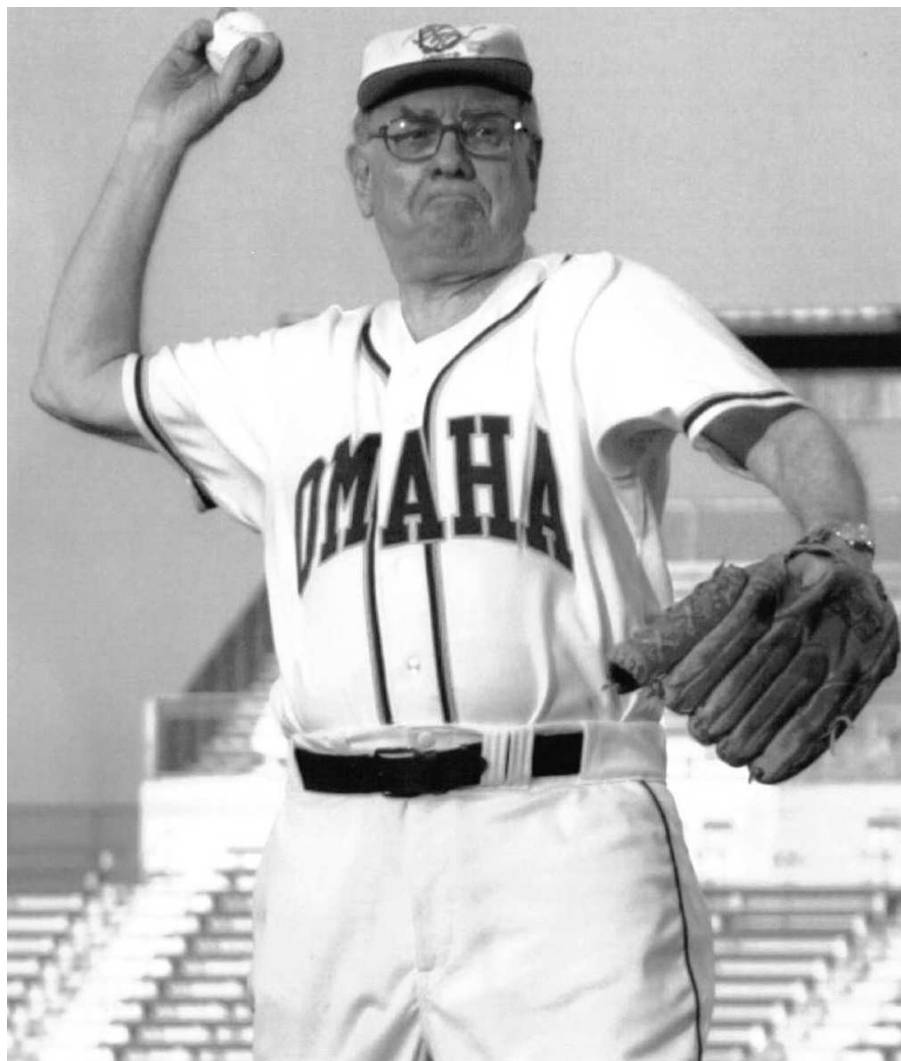
巴菲特在自家厨房，穿着他最喜欢的一件旧毛衣。



B夫人罗斯·布鲁姆金历尽艰辛创建了北美最大的家具城。直到103岁，她才退休。罗斯是巴菲特经常提到的值得学习的榜样。



1991年，为了庆祝乔治·彭斯95岁生日，巴菲特与他切磋桥牌技艺，摄于洛杉矶的山顶乡村俱乐部。



2003年4月11日，巴菲特为奥马哈皇家棒联赛投出第一球。

注释

Chapter 1

1. This quote , or its variation , “Behind every great fortune there is a great crime , ” is cited endlessly without a specific source: for example , in Mario Puzo’s *The Godfather* and in commentary on *The Sopranos* and on the Internet bubble. This pithier version condenses what Honoré de Balzac actually wrote in *Father Goriot*: “The secret of a great success for which you are at a loss to account is a crime that has never been found out , because it was properly executed.”

Chapter 2

1. Herbert Allen made an exception for Ken Auletta , the first and only time a writer was allowed to attend and write about Sun Valley. “What I Did at Summer Camp” appeared in the *New Yorker* , July 26 , 1999.

2. Interview with Don Keough. Other guests commented on Buffett’s role at Sun Valley as well.

3. Except Donald Trump , of course.

4. Dyan Machan , “Herbert Allen and His Merry Dealsters , ” *Forbes* , July 1 , 1996.

5. Elephant herds are matriarchal , and the females eject the males from the herd as soon as they are old enough to become dominant and aggressive. Then the solitary males approach herds of females , trying to mate. However , this isn’t exactly the way human elephant-bumping works.

6. Allen & Co. does not release the numbers , but the conference was said to cost around \$10 million , more than \$36, 000 per invited family. Whether \$5 or \$15 million , that pays for a lot of flyfishing and golf over the course of a long weekend. Much of the money pays for the conference's exhaustive security and logistics.

7. Buffett likes to tell a joke about having worked his way up to this exalted state: starting from a trailer , then the lodge , then a lesser condo , and so forth.

8. Herbert Allen's son Herbert Jr. is usually referred to as "Herb." However , Buffett refers to Herbert Sr. as "Herb" as a mark of their friendship , as do a few other people.

9. This portrait of Sun Valley and the impact of the dotcom billionaires is drawn from interviews with a number of people , including investment managers with no ax to grind. Most asked not to be named.

10. Allen & Co. and author estimate. This is the total assets under management of money managers who attend the conference , added to the personal fortunes of the guests. It represents their total economic power , not their consumption of wealth. By comparison , the capitalized value of the U.S. stock market at the time was about ten trillion dollars.

11. \$340, 000 per car in Alaska , Delaware , Hawaii , Montana , New Hampshire , both Dakotas , Vermont , Wyoming , and throw in Washington , D.C. , to boot (since the District of Columbia is not a state).

12. Interview with Herbert Allen.

13. Buffett had spoken twice before at the Allen conference , in 1992 and 1995.

14. Buffett and Munger preached plenty to their shareholders at Berkshire Hathaway annual meetings , but this preaching to the choir

doesn't count.

15. Al Pagel , “Coca-Cola Turns to the Midlands for Leadership;” *Omaha World-Herald* , March 14 , 1982.

16. Buffett's remarks have been condensed for readability and length.

17. PowerPoint is the Microsoft program most often used to make the slide presentations so ubiquitous in corporate America.

18. Interview with Bill Gates.

19. Corporate profits at the time were more than 6% of GDP , compared to a long-term average of 4.88%. They have since risen to over 9% , far above historic standards.

20. Over long periods the U.S. economy has grown at a real rate of 3% and a nominal rate (after inflation) of 5%. Other than a postwar boom or recovery from severe recession , this level is rarely exceeded.

21. American Motors , smallest of the “Big Four” automakers , sold out to Chrysler in 1987.

22. Buffett is speaking metaphorically here. He admits to investing in things with wings a time or two , and not with good results.

23. Buffett first used this story in his 1985 chairman's letter , citing Ben Graham , who told the story at his tenth lecture in the series Current Problems in Security Analysis at the New York Institute of Finance. The transcripts of these lectures , given between September 1946 and February 1947 , can be found at <http://www.wiley.com/legacy/products/subject/finance/bgraham/> or in Benjamin Graham and Janet Lowe , *The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend*. New York: Wiley , 1999.

24. A condensed and edited version of this speech was published

as “Mr. Buffett on the Stock Market” *Fortune* , November 22 , 1999.

25. PaineWebber-Gallup poll , July 1999.

26. Fred Schwed Jr. , *Where Are the Customers' Yachts?* or , *A Good Hard Look at Wall Street*. New York , Simon & Schuster , 1940.

27. Interview with Bill Gates.

28. Keynes wrote: “It is dangerous...to apply to the future inductive arguments based on past experience , unless one can distinguish the broad reasons why past experience was what it was , ” in a book review for Smith’s *Common Stocks as Long-Term Investments* in *Nation and Athenaeum* in 1925 that later became the preface for Keynes , *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol. 12 , *Economic Articles and Correspondence; Investment and Editorial*. Cambridge: Cambridge University Press , 1983.

29. The comedian Mort Sahl used to end his routine by asking , “Is there anyone I haven’t offended?”

30. According to a source who overheard them and would rather remain nameless.

31. Interview with Don Keough.

Chapter 3

1. Interview with Charlie Munger.

2. Parts of Munger’s explanation are taken from three lectures on the psychology of human misjudgment , and his commencement address to the Harvard School on June 13 , 1986 , both as found in *Poor Charlie’s Almanac* , *The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* , edited by Peter D. Kaufman. Virginia Beach , Va.: Donning Company Publishers , 2005. The rest is from interviews with the author. Remarks have been edited for brevity and clarity.

3. Interview with Charlie Munger.

4. Munger's driving habits are described in Janet Lowe , *Damn Right.t Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger*. New York: John Wiley & Sons , 2000.

5. Required to produce a doctor's note to prove he was blind in one eye and qualified for a special license at the California Department of Motor Vehicles , Munger refused and offered to take out his glass eye instead.

6. Munger's doctor used an older type of surgery that had a higher complication rate. Rather than blame the doctor , Munger claims he should have done more research on doctors and types of surgery himself.

7. Buffett's interest in such products as pig stalls and egg counters is limited; he reviews some of these statistics in a summarized form.

8. Despite the complaints of passengers , Buffett has never , to the author's knowledge , been responsible for an accident , only near heart attacks.

9. Beth Botts , Elizabeth Edwardsen , Bob Jensen , Stephen Kofe , and Richard T. Stout , "The Cornfed Capitalist" *Regardie's* , February 1986.

Chapter 4

1. Buffett predicted up to 6% growth in the market per year , but gave historical ranges of no growth , and the underlying math suggested that figure could be high. The 6% was a hedged bet.

2. S&P is Standard & Poor's Industrial Average , the most widely used measure of the overall stock market's performance. S&P includes reinvested dividends. Berkshire does not pay a dividend. All numbers

are rounded.

3. “Toys ‘R’ Us. vs. eToys , Value vs. Euphoria , ” Century Management , <http://www.centman.com/Library/Articles/Aug99/ToysRUsvsEtoys.shtml>. In March 2005 , Toys“R” Us agreed to a takeover offer from private equity firms Kohlberg Kravis Roberts & Co. , Bain Capital , and real estate group Vornado Realty Trust in a deal valued at \$6.6 billion.

4. Interview with Sharon Osberg.

5. Buffett , speaking to the Oquirrh Club , “An Evening with Warren Buffett” October 2003.

Chapter 5

1. Warren’s sister Doris Buffett , the family genealogist , has done extensive research on the Buffett family tree. This abbreviated account of the early ancestors is drawn from her research.

2. Either Nathaniel or Joseph.

3. This was the largest and finest of the livery stables in town , with seventy horses at its peak , boasting sleighs , buggies , a circus bateau , and even a hearse. It prospered for a number of years but disappeared sometime around the early days of the automobile.“Six Generations Prove That Buffett Family Is Really Here to Remain , ” Omaha World-Herald , June 16 , 1950.

4. Orville D. Menard , “Tom Dennison... The Rogue Who Ruled Omaha” Omaha , March 1978.John Kyle Davis , “The Gray Wolf: Tom Dennison of Omaha , ” Nebraska History , Vol. 58 , No. 1 , Spring 1977.

5. “Dry Law Introduced as Legislators Sing” Omaha World-Herald , February 1 , 1917.

6. “Omaha’s Most Historic Grocery Store Still at 50th and Underwood , ” Dundee and West Omaha Sun , April 25 , 1963.

7. Zebulon Buffett , letter to Sidney Buffett , December 21 , 1869.

8. Sidney’s store was originally named Sidney H. Buffett and Sons , where both brothers , Ernest and Frank , worked. The store originally sat at 315 South 14th Street downtown , where it stayed until its closing in 1935. Frank took over as sole proprietor after Sidney’s death in 1927. In 1915 , Ernest opened a branch store , which moved west to 5015 Underwood Avenue in Dundee in 1918. (At the time Dundee was a separate town , eventually annexed by Omaha.)

9. A third child , named Grace , died in 1926. Three more , George , Nellie , and Nettie , died at young ages in the nineteenth century.

10. Warren Buffett quoting Charlie Munger.

11. According to Doris Buffett , she was born Daisy Henrietta Duvall and began to call herself Henrietta (after her mother) rather than Daisy by the time she arrived in Omaha.

12. Charles T. Munger letter to Katharine Graham , November 13 , 1974.

13. Ernest Buffett letter to Barnhart & Son , February 12 , 1924.

14. Interview with Charlie Munger. His mother told him this story , although , he notes , “she may have been garnishing it just a bit.” But others recall the notebook.

15. In letters like one to his son Clarence in January 1931 , he analyzed the effect of railroad automation on unemployment and suggested that the best solution for the Great Depression was a great public-works project. It seems ironic that he and his son Howard

became such foes of Roosevelt when he initiated the Works Progress Administration after the next election.

16. Ernest Buffett letter to Fred and Katherine Buffett , undated , “ten years after you were married , ” circa June 1939.

17. He died young , in 1937 , in an auto accident in Texas.

18. Coffee with Congress , radio interview with Howard , Leila , Doris , and Roberta Buffett , WRC Radio , October 18 , 1947 , Bill Herson , moderator. (Note: This description is based on a tape of the broadcast.)

19. Interview with Doris Buffett.

20. Based primarily on family files.

21. Bryan’s “Cross of Gold” speech , delivered on July 9 , 1896 , has been called the most famous political speech in American history. Bryan is best remembered for opposing the gold standard and for getting involved in the Scopes case , where the famous lawyer Clarence Darrow made him look foolish for testifying against teaching evolution in schools. In fact his interests were broader and less extreme and his contemporary influence greater than he is generally remembered for today.

22. Family files. Bernice blamed her father for marrying into a family with genetic mental defects , begetting children who would suffer the result.

23. Leila was a freshman at Nebraska during the 1923~1924 academic year , according to the Cornhusker yearbook , when Howard was a junior. On Coffee with Congress , Howard noted that they met in the fall of 1923 , when Leila was 19. Because students usually entered college at 17 , this suggests she worked for about two years before starting. She pledged Alpha Chi Omega as a freshman in the 1923~24 school year , but was still classified as a freshman in 1925 , suggesting she went home to work on the newspaper and

returned in the spring of 1925.

24. Probably in fall 1923.

25. Howard was secretary of the Innocents (Daily Nebraskan , September 27 , 1923). This group persisted for many more years , until , as Buffett puts it , “the day came when they couldn’t find thirteen who were innocent.

26. Coffee with Congress.

27. Interview with Roberta Buffett Bialek.

28. At Harry A. Koch Co. , whose motto was “Pays the Claim First.” He made \$125 a month.

29. Receipt from Beebe & Runyan , December 21 , 1926 , annotated by Leila.

30. They were married December 26 , 1925.

31. February 12 , 1928.

32. Howard became a deacon in 1928 at the age of 25.

33. Address to the American Society of Newspaper Editors , Washington , D.C. , January 25 , 1925.

Chapter 6

1. Even so , only three in a hundred Americans owned stocks. Many had borrowed heavily to play the market , entranced by John J. Raskob’s article , “Everybody Ought to Be Rich” in the August 1929 Ladies’ Home Journal and Edgar Lawrence Smith’s proof that stocks outperform bonds (Common Stocks as Long-Term Investments. New York: The MacMillan Company , 1925).

2. “Stock Prices Slump \$14, 000, 000, 000 in Nation-Wide

Stampede to Unload; Bankers to Support Market Today , ” New York Times , October 29 , 1929; David M. Kennedy , *Freedom from Fear , The American People in Depression and War , 1929~1945*. New York: Oxford University Press , 1999; John Brooks , *Once in Golconda , A True Drama of Wall Street; 1920~1938*. New York: Harper & Row , 1969. Roger Babson’s famous warning , “I repeat what I said at this time last year and the year before , that sooner or later a crash is coming , ” was useless.

3. Kennedy , *Freedom from Fear*. Kennedy notes that interest payment on the national debt rose from \$25 million annually in 1914 to \$1 billion annually in the 1920s due to World War I , accounting for one-third of the federal budget. The actual budget in 1929 was \$3.127 billion a year (*Budget of the U.S. Government , Fiscal Year 1999—Historical Tables , Table 1.1—Summary of Receipts , Outlays , and Surpluses or Deficits: 1789~2003*. Washington , D.C.: Government Printing Office).

4. By the bottom tick on November 13 , the market had lost \$26 to \$30 billion of its roughly \$80 billion precrash value (Kennedy , *op. cit.* , Brooks , *op. cit.*). World War I cost approximately \$32 billion (Robert McElvaine , *The Great Depression: America , 1929~1941*. New York: Three Rivers Press , 1993; also Hugh Rockoff , *It’s Over , Over There: The U.S. Economy in World War I* , National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10580).

5. Charlie Munger reported that all the Buffetts , including those employed elsewhere , worked at the store , in a letter to Katharine Graham dated November 13 , 1974.

6. Coffee with Congress.

7. Roger Lowenstein , *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Doubleday , 1996.

8. Roger Lowenstein , in Buffett , cites Leila Buffett’s memoirs for this fact.

9. Ernest Buffett letter to Mr. and Mrs. Clarence Buffett and Marjorie Bailey , August 17 , 1931.

10. “Union State Bank Closes Doors Today: Reports Assets in Good Condition; Reopening Planned , ” Omaha World-Herald , August 15 , 1931. Characteristically , the story understated the bank’s dire situation. It went into reorganization under regulatory supervision and filed for bankruptcy.

11. Howard had borrowed \$9, 000 to buy \$10, 000 of stock in the bank. The stock was now worthless. The house and mortgage were in Leila’s name. Standard Accident Insurance Company , Howard Homan Buffett application for fidelity bond.

12. “Buffett , Sklenicka and Falk Form New Firm , ” Omaha Bee News , September 8 , 1931. Statement of Buffett , Sklenicka & Co. for the month ending September 30 , 1931.

13. The wave crested in December 1931 with the failure of the Bank of the United States , an official sounding institution that had nothing to do with the government. The \$286 million collapse broke a record , took down 400, 000 depositors , and was understood by everyone—in one sense or another—as a failure of public trust (Kennedy , Freedom from Fear). It kicked the quivering legs out from under the banking system and sent the already battered economy into collapse.

14. Although its return on revenues was low , the firm by then was consistently profitable and would remain so , with the exception of a couple of months.

15. By the end of 1932 , Howard Buffett was averaging 40%~50% more in commissions than in 1931 , based on financial statements of Buffett , Sklenicka & Co.

16. Charles Lindbergh Jr. , “The Little Eaglet , ” was kidnapped on March 1 , 1932. His body was found on May 12 , 1932. Many parents in the 1920s and 1930s were preoccupied with kidnapping , a

fear that actually began with the Leopold and Loeb case in 1924 but peaked with the Lindbergh baby. An Omaha country-club groundskeeper claimed he was kidnapped and robbed of \$7. In Dallas a minister faked his own kidnapping , trussing himself to his church's electric fan (Omaha World-Herald , August 4 , 1931 , and June 20 , 1931).

17. According to Roberta Buffett Bialek , Howard once had rheumatic fever , which may have weakened his heart.

18. Interview with Doris Buffett.

19. Interview with Doris Buffett. Warren also remembers this.

20. Interview with Roberta Buffett Bialek.

21. Interviews with Jack Frost , Norma Thurston-Perna , Stu Erikson , Lou Battistone.

22. The correct clinical term for Leila's condition is unknown , but it may have boiled down to a literal pain in the neck: occipital neuralgia , a chronic pain disorder caused by irritation or injury to the occipital nerve , which is located in the back of the scalp. This disorder causes throbbing , migrainelike pain , which originates at the nape of the neck and spreads up and around the forehead and scalp. Occipital neuralgia can result from physical stress , trauma , or repeated contraction of the neck muscles.

23. Interview with Katie Buffett. This may have been while pregnant with either Warren or Bertie.

24. Interview with Katie Buffett.

25. "Beer Is Back! Omaha to Have Belated Party , " Omaha World-Herald , August 9 , 1933; "Nebraska Would Have Voted Down Ten Commandments , Dry Head Says , " Omaha World-Herald , November 15 , 1944; "Roosevelt Issues Plea for Repeal of Prohibition , " Associated Press , July 8 , 1933 , as printed in Omaha

26. U.S. and Nebraska Division of Agricultural Statistics , Nebraska Agricultural Statistics , Historical Record 1866~1954. Lincoln: Government Printing Office , 1957; Almanac for Nebraskans 1939 , The Federal Writers' Project Works Progress Administration , State of Nebraska; Clinton Warne , "Some Effects of the Introduction of the Automobile on Highways and Land Values in Nebraska , " Nebraska History quarterly , The Nebraska State Historical Society , Vol. 38 , Number 1 , March 1957 , page 4.

27. In Kansas , a banker sent to foreclose on a farm turned up dead , shot full of. 22-and. 38-caliber bullets and dragged by his own car. "Forecloser on Farm Found Fatally Shot , " Omaha World-Herald , January 31 , 1933. See also "Nickel Bidders' Halted by Use of Injunctions , " Omaha World-Herald , January 27 , 1933; "Tax Sales Blocked by 300 Farmers in Council Bluffs , " Omaha World-Herald , February 27 , 1933; "Penny Sale Turned into Real Auction , " Omaha World-Herald , March 12 , 1933; "Neighbors Bid \$8.05 at Sale When Man with Son , Ill , Asks Note Money , " Omaha World-Herald , January 28 , 1933 , for examples of the mortgage crisis.

28. "The Dust Storm of November 12 and 13 , 1933 , " Bulletin of the American Meteorological Society , February 1934; "60 Miles an Hour in Iowa , " special to the New York Times , November 13 , 1933; Waudemar Kaempffert , "The Week in Science: Storms of Dust , " New York Times , November 19 , 1933.

29. Also cited from Leila's memoirs in Roger Lowenstein's Buffett.

30. From the Almanac for Nebraskans 1939. Sponsored by the Nebraska State Historical Society , which also contained some tall tales such as the idea of scouring pots by holding them up to a keyhole.

31. "Hot Weather and the Drought of 1934 , " Bulletin of the

32. Grasshoppers are the informal state mascot; Nebraska terms itself the “Bugeater State.” Long before the Cornhuskers name , the University of Nebraska football team called itself the “Bugeaters” in 1892 in honor of its flying guests. Nebraska football fans still informally call themselves Bugeaters. Grasshoppers love drought conditions and contribute to soil erosion by devouring every living plant down to the black earth. From 1934–1938 the estimated national cost of grasshopper destruction was \$315.8 million (about \$4.7 billion in 2007 dollars). The region encompassing Nebraska , the Dakotas , Kansas , and Iowa was the epicenter of grasshopper infestation. See Almanac for Nebraskans 1939; also Ivan Ray Tannehill , Drought: Its Causes and Effects. Princeton: University Press , 1947.

33. “Farmers Harvest Hoppers for Fish Bait , ” Omaha World-Herald , August 1 , 1931.

34. As asserted in Franklin Delano Roosevelt’s inaugural address (March 4 , 1933)—he was speaking , however , of economic paralysis.

35. Lacking electronic security and thoughtful cash controls , banks were more vulnerable to robbery in those days , and an epidemic of bank robberies took place in the 1930s.

36. Several Buffetts , including Howard and Bertie , contracted polio. Another epidemic took place in the mid-1940s. People born after the vaccine became available in the 1950s and ’60s may find the chronic anxiety this disease engendered difficult to comprehend , but it was very real at the time.

37. In 1912 , twenty-five people were injured when a howling wind derailed a train near North Loup , Nebraska , according to the Almanac for Nebraskans 1939.

38. Ted Keitch letter to Warren Buffett , May 29 , 2003. Keitch’s

father worked at the Buffett store.

39. Interview with Doris Buffett.

40. Howard wanted his children to attend Dundee's Benson High School instead of Central , where he had suffered from snobbery.

41. Marion Barber Stahl was a partner in his own firm , Stahl and Updike , and had become counsel to the New York Daily News , among other clients. He and his wife , Dorothy , lived on Park Avenue and had no children. Obituary of Marion Stahl , New York Times , November 11 , 1936.

42. Interview with Roberta Buffett Bialek.

43. Interviews with Roberta Buffett Bialek , Warren Buffett , Doris Buffett.

44. Interview with Doris Buffett.

45. September 9 , 1935 , at the Columbian School.

46. Interview with Roberta Buffett Bialek as well as Warren Buffett.

Chapter 7

1. Adults interviewed by the author who attended Rosehill as children recall it as idyllic , yet the year before Warren started first grade , Rosehill parents pleaded for relief from overcrowded rooms and a "mud hole" playground. They were told not to expect help "until the sheriff collects back taxes". "School Plea Proves Vain , " Omaha World-Herald , January 22 , 1935.

2. Interview with Roberta Buffett Bialek.

3. Walt Loomis , the teacher of the boxing lesson , was a big

kid , about Doris's age.

4. Interview with Roberta Buffett Bialek.

5. Stella's doctors referred to her as schizophrenic , while noting she suffered annually from predictable periods of agitation and confusion , and indicated that her personality did not deteriorate as expected in schizophrenia. Based on family history and Bernice's statement that other older relatives in addition to Stella's mother , Susan Barber , were "maniacal" and mentally unstable , bipolar disorder may be suspected as the real condition. This disease was barely understood , to say the least , in the 1930s and '40s.

6. From an entry in Leila's "day book."

7. In an interview , one of his classmates , Joan Fugate Martin , recalled Warren showing up on his rounds periodically to "shoot the breeze" in her driveway.

8. Interview with Roberta Buffett Bialek.

9. Interviews with Stu Erickson , Warren Buffett.

10. According to his Rosehill transcript , Warren was promoted to 4B in 1939.

11. Interview with Stu Erickson.

12. "My appendectomy was the high point of my social life , " Buffett says.

13. "I wish one of those nuns had gone bad , " he says today.

14. Rosco McGowen , "Dodgers Battle Cubs to 19-Inning Tie , " New York Times , May 18 , 1939.(Warren and Ernest did not stay for the entire game.)

15. Ely Culbertson , Contract Bridge Complete: The New Gold Book of Bidding and Play.Philadelphia: The John C. Winston Co. ,

1936.

16. This explanation of bridge was provided by Bob Hamman , eleven-time world champion and #1-ranked bridge player in the world between 1985 and 2004. Hamman appears at the Berkshire shareholders' meeting.

Chapter 8

1. Warren bought the gum for three cents a pack from his grandfather.

2. Interviews with Doris Buffett , Roberta Buffett Bialek.

3. Two presidents , Ulysses S. Grant and Theodore Roosevelt , had previously sought election to a third term. Both were defeated.

4. The Trans-Lux Corporation placed the first ticker-tape projection system at the New York Stock Exchange in 1923. The system worked something like a fax machine. Trans-Lux knew a good thing when it saw one: The company's own stock was listed on the American Stock Exchange in 1925 , and Trans-Lux remains the oldest listed company on the Amex today.

5. Frank Buffett had reconciled with Ernest on Henrietta's death in 1921 and ran the other Buffett store. John Barber was a real estate agent.

6. Pyramid schemes are frauds that promise investors impossible returns , using cash from later investors to pay off earlier investors and create the appearance of success. To keep going , the scheme has to grow like a pyramid , but their geometrically compounding structure guarantees eventual failure and discovery.

7. Alden Whitman , "Sidney J. Weinberg Dies at 77; 'Mr. Wall Street' of Finance" New York Times , July 24 , 1969; Lisa Endlich ,

8. That Weinberg cared about his opinion mattered more than the opinion itself; Buffett has no recollection of which stock he recommended to Weinberg.

9. Buffett later said , in an interview , that these were the words that ran through his head——“that’s where the money is”——although at the time he was not familiar with the famous quote attributed to bank robber Willie Sutton.

10. Almost a decade later , he would lower the age to 30 while talking to his sister Bertie , who was 14 or 15 at the time. Interview with Roberta Buffett Bialek.

11. Buffett believes he overheard his father talking about the stock , which traded on the “Curb Exchange ,” where brokers gathered in the street (later organized into the American Stock Exchange).

12. From the records of Buffett , Sklenicka & Co.

Chapter 9

1. “All these handouts in Europe are being used by the politicians to retain and expand their own power.” “U.S. Moving to Socialism ,” citing Howard Buffett , Omaha World-Herald , September 30 , 1948.

2. Roosevelt said this in Boston on October 30 , 1940 , while campaigning for his third term , fourteen months before Pearl Harbor.

3. Leila Buffett letter to Clyde and Edna Buffett , undated but approximately 1964.

4. United States Department of Agriculture and Nebraska Department of Agriculture , Nebraska Agricultural Statistics (preliminary report) 1930. Lincoln , Government Printing Office ,

5. Buffett's impression of 1940s South Omaha was vivid: "If you walked around down there in those days , believe me , it was not conducive to eating hot dogs."

6. John R. Commons , "Labor Conditions in Meat Packing and Recent Strike , " The Quarterly Journal of Economics , November 1904; Roger Horowitz , "'Where Men Will Not Work': Gender , Power , Space and the Sexual Division of Labor in America's Meatpacking Industry , 1890-1990 , " Technology and Culture , 1997; Lawrence H. Larsen and Barbara J. Cottrell , The Gate City: A History of Omaha. Lincoln: The University of Nebraska Press , 1997; Harry B. Otis , with Donald H. Erickson , E. Pluribus Omaha: Immigrants All. Omaha: Lamplighter Press (Douglas County Historical Society) , 2000. Horowitz , commenting specifically on Omaha , points out that slaughterhouses in 1930 were still organized much the same way as portrayed in Upton Sinclair's 1906 novel The Jungle.

7. In 2005 , the GAO cited "respiratory irritation or even asphyxiation from exposure to chemicals , pathogens , and gases" as a current occupational risk for industry workers in GAO 05-95 Health and Safety of Meat and Poultry Workers. See also Nebraska Meatpacking Industry Workers Bill of Rights (2000) , a "voluntary instrument" whose "reach has been modest" according to Joe Santos of the state labor department , as cited by Human Rights Watch in its report Blood , Sweat and Fear: Workers' Rights in the U.S. Meat and Poultry Industry , December 2004.

8. This description of Washington in wartime owes much to David Brinkley's Washington Goes to War (New York: Alfred A. Knopf , 1988).

9. With so many men off to war , 15% of the city's buses and trolleys sat idle. The Capital Transit company refused to hire blacks as conductors and motormen after it hired one black conductor in 1943 and the white conductors walked off the job. (Over the course of 1944

and 1945 , J. Edgar Hoover , Director of the FBI , reported to the Attorney General that “If the company employs Negroes as operators there will be an immediate ‘wildcat’ strike.. and the inevitable result would be the complete paralysis of the transportation system in the District of Columbia.” (Office memorandums re: racial conditions in Washington , D.C. , September 5 , 1944 , and December 9 , 1944 , from Georgia State Special Collections.)

10. Howard University students used “stool-sitting” on two occasions: In April 1943 , at Little Palace cafeteria , until the proprietor changed his policy , and a year later , with fifty-six students at Thompson’s Restaurant , where some whites joined the cause , a crowd gathered , and the police got Thompson’s to serve everyone , temporarily. (Flora Bryant Brown , “NAACP Sponsored SitIns by Howard University Students in Washington , D.C. , 1943~1944 , ” The Journal of Negro History , 85.4 , Fall 2000).

11. Dr. Frank Reichel headed American Viscose.

12. Interviews with Doris Buffett , Roberta Buffett Bialek , Warren Buffett.

13. Buffett is probably embellishing a little here with hindsight.

14. Interview with Roberta Buffer Bialek.

15. Gladys , formerly known as Gussie , changed her name to Mary sometime during this period. Warren vainly pursued a romance with her daughter Carolyn , who later married Buffett’s friend Walter Scott.

16. Warren claims it was Byron’s idea. Byron claims it was Warren’s idea. Stu says he can’t remember.

17. Joan Fugate Martin , who remembers the date , in an interview corroborated the story. She called the boys perfect gentlemen , but had nothing to add about their self-confessed awkwardness.

18. Interviews with Stu Erickson and Byron Swanson , who supplied various details of the story.

19. The phone number is from a letter from Mrs. Anna Mae Junno , whose grandfather used to work as a meat cutter.

20. The lowly stock boy was Charlie Munger.

21. Interview with Katie Buffett.

22. Ibid. Leila had a striver's fascination with social hierarchies and upward mobility.

23. "You might argue that it was working in my grandfather's grocery store that fostered a tot of desire for independence in me , " Buffett says.

24. This letter , which was at one time one of Buffett's treasured heirlooms , resided in his desk drawer for many years , written on a piece of yellow paper. He can no longer locate it. Through a trade association , Ernest lobbied against chain stores and worked for legislation that would levy special taxes on them—in vain.

25. Interview with Doris Buffett.

26. Warren Buffett letter to Meg Greenfield , June 19 , 1984.

27. Sadly , no one in the family can locate a copy of this manuscript today.

28. Spring Valley marketing brochure. The place had its own coat of arms.

29. "Women Accepted for Volunteer Emergency Service." Before the WAVES , the Navy accepted women only as nurses.

30. Alice Deal Junior High School was named after the first junior high principal in Washington , D.C.

31. Buffett is reasonably sure Ms. Allwine was his English teacher

and that “she had good reason” for her low opinion of him. “I deserved it , ” he says.

32. Interview with Casper Heindel.

33. “I’m not sure I paid tax on that either , ” Warren adds.

34. In her memoir , Leila wrote that Warren would not let her touch the money.

35. Roger Bell , who confirms the story in an interview , was saving war-bond stamps until he had enough to buy an actual bond , and cashed them in to fund the trip. “I told my mother we were going , but she didn’t believe me , ” he says.

36. Interview with Roger Bell.

37. From Buffett’s 1944 report cards.

38. Based on comments in his report cards.

39. Interview with Norma Thurston-Perna.

40. Queen Wilhelmina owned stock in the Dutch holding company that had bought The Westchester.

41. He collected the bus passes from various routes. “They were colorful. I collected anything.” Asked if anyone else in his family ever collected anything: “No. They were more popular.”

42. Customers also discarded old magazines in the stairwells , and Warren would pick them up.

43. While Warren recalls the story , it was Lou Battistone who remembered its fascinating details.

44. Interview with Lou Battistone.

1. This particular prank letter circulated widely in the mid-twentieth century. Where the idea originated and from whom Warren might have gotten a copy is unknown. What makes this fondly recalled prank funny (putting aside whether or how often he actually perpetrated it and upon whom) is how it plays to the commonplace interest in hidden lives and feet of clay. Its essence is a tribute to the power of shame.

2. The impact of Sears , the first department store in Tenleytown , and its unusual rooftop parking lot are described in Judith Beck Helm's Tenleytown , D.C.: Country Village into City Neighborhood.Washington , D.C.: Tennally Press , 1981.

3. In an interview , Norma Thurston-Perna substantiates the essential elements of this story , recalls her boyfriend Don Danly "hooking" from Sears with Warren , adds that to some extent this behavior continued into high school , and mentions how annoyed she was to discover that an impressive honeysuckle fragrance and bath powder set given to her by Don as a birthday gift turned out to have been stolen from Sears.

4. A letter from Suzanne M. Armstrong to Warren Buffett , December 20 , 2007 , recalls a friend of her father's cousin , Jimmy Parsons , stealing golf balls with Buffett while at Woodrow Wilson High School.

5. Hannibal was the antihero of the book and movie The Silence of the Lambs.

Chapter 11

1. See John F. Kennedy , Profiles in Courage (NewYork: HarperCollins , 1955) for an admiring portrait of Taft written from the perspective of the other side of the aisle.

2. From 1933 , when the U.S. went off the gold standard ,

through 1947 , the Consumer Price Index fluctuated wildly , spiking over 18%. The history of the Federal Reserve under inflationary conditions was short and provided little evidence to support an opinion either way.

3. Interview with Roberta Buffett Bialek. The others remember this story.

4. Coffee with Congress.

5. Interview with Katie Buffett. Leila apparently became obsessed with Wallis Warfield Simpson around 1936 during the abdication crisis in England.

6. Woodrow Wilson's terms ran through February and June. Because Warren had skipped half a grade , he started his sophomore year in February.

7. Cartoonist Al Capp Created Li'l Abner , who inherited his strength from his mother , the domineering Mammy Yokum , whose knockout "Good night Irene" punch maintained discipline among the Yokum clan.

8. Interview with Doris Buffett.

9. Battistone recalls Howard giving them a lift at least part of the way.

10. Although most of this information is from Strength and Health , Elizabeth McCracken wrote "The Belle of the Barbell , " a tribute to Pudgy Stockton , in the New York Times Magazine , December 31 , 2006.

11. Pudgy was married to Les Stockton , a bodybuilder who had introduced her to weight lifting.

Chapter 12

1. “It was never any big success at all... it did not do well. It did not do terribly either. And it didn’t last very long , ” says Buffett.

2. In interviews , Roger Bell and Casper Heindel , as well as Warren Buffett , helped remember details about the farm. Buffett believes he bought this from or through his uncle John Barber , a real estate broker.

3. Interview with Casper Heindel. More than half of all Nebraska land was farmed by tenant farmers. Real property ownership with mortgages was unpopular because unstable crop prices left farmers vulnerable to foreclosure.

4. Interview with Norma Thurston-Perna.

5. In an interview , Lou Battistone observes that he noticed the “two sides” of Buffett’s brain in high school—the cool mathematical businessman and the burlesque-watching one—while at the burlesque.

6. Interview with Lou Battistone.

7. Buffett told this story at Harvard Business School in 2005.

8. Carnegie was a salesman for Armour & Co. , covering the Omaha territory; the compatibility of his views with Buffett’s temperament probably owes something to a shared Midwestern ethos.

9. All text , Dale Carnegie , *How to Win Friends and Influence People*. New York: Simon & Schuster , 1938. Copyright Dale Carnegie & Associates. Courtesy of Dale Carnegie & Associates.

10. Dale Carnegie quoting John Dewey.

11. The average man earned \$2, 473 a year in 1946 , according to the U.S. Department of Commerce , Bureau of the Census , *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970 , Bicentennial Edition*. Washington , D.C.: Government Printing Office , 1975 , Series D-722-727 , p. 164.

12. According to Lou Battistone in an interview.

13. According to a newspaper advertisement on July 24 , 1931 , at early Depression-era prices a dozen years earlier , quality refurbished golf balls cost three for \$1.05.

14. Interview with Don Dedrick , a golf teammate from high school.

15. Interview with Lou Battistone.

16. “We were the only guys that paid the fifty-dollar stamp tax on pinball machines , ” Warren says. “I’m not sure we would have done it if my dad hadn’t been insisting.”

17. Interview with Lou Battistone. The name “Wilson” came from Woodrow Wilson High School.

18. An essay into barbershop food concession ended quickly after the peanut dispenser , filled with five pounds of Spanish nuts , broke and got customers a handful of peanuts mixed with ground glass.

19. Dialogue and expressions used by Buffett in this story came from Lou Battistone , although the facts align with Buffett’s recollection.

20. Interview with Don Dedrick.

21. In one version of this story , told by a high school friend of Buffett’s who was not present , Kerlin was too smart to fall for it and never made it to the golf course. Whatever happened , Buffett’s version is , not surprisingly , funnier.

Chapter 13

1. Interview with Katie Buffett.

2. While this story sounds buffed and polished over the years , the tone of it rings true. Letters from Warren at college to his father a couple of years later have the same breeziness.

3. Interview with Stu Erickson.

4. Interview with Don Dedrick.

5. Interview with Bob Dwyer.

6. According to Gray , Buffett also jokingly dreamed up an idea for a magazine called Sex Crimes Illustrated while they were on the train to the Havre de Grace racetrack.

7. Interview with Bill Gray , now Emeritus Professor of Atmospheric Science at Colorado State University and head of the Tropical Meteorology Project.

Chapter 14

1. The class size is approximate because Woodrow Wilson had , in effect , two classes graduating in parallel (February and June graduates); students like Warren could shift from February to the previous June by taking a few extra credits. The school described Buffett's top 50 ranking as falling in the top "one-seventh" of his class.

2. Barbara "Bobby" Weigand , who remembers only the hearse. Doris Buffett recalled the family debate about the hearse.

3. Interviews with Bob Feitler , Ann Beck MacFarlane , Waldo Beck. David Brown became brother-in-law of Waldo Beck , Ann Beck's brother.

4. Interviews with Bob Feitler , Warren Buffett. Note that , because he was using the car for commercial purposes , Buffett would probably have been able to get extra gas coupons at a time when gas was tightly rationed.

5. The term “policy” probably came from the Gaelic pá lae sámh (pronounced paah lay seeh) , which means “easy payday , ” a nineteenth-century Irish-American gambling term.

6. The bill generated fierce anti-Taft labor reprisals in the Midwest.

7. Interview with Doris Buffett.

8. Estimate based on data supplied by Nancy R. Miller , Public Services Archivist , The University Archives and Record Center , University of Pennsylvania.

9. Jolson , a vaudeville singer , was the most popular stage entertainer of the early twentieth century. He made famous such songs as “You Made Me Love You” “Rock-a-Bye Your Baby with a Dixie Melody , ” “Swanee , ” “April Showers , ” “Toot , Toot , Tootsie , Goodbye , ” and “California , Here I Come.” He performed “My Mammy” in blackface in the 1927 movie The Jazz Singer , the first feature film to enjoy widespread commercial success. Jolson was voted “Most Popular Male Vocalist” in a 1948 Variety poll on the back of a film about his life , The Al Jolson Story , which repopularized him to a younger generation. Performing in blackface would be considered racist today but was ubiquitous and unremarkable at the time.

10. “My Mammy , ” words by Sam Lewis and Joe Young; music by Walter Donaldson , copyright 1920.

11. Rich Cohen , “Pledge Allegiance.” From Killed: Great Journalism Too Hot to Print , ed. David Wallace. New York: Nation Books , 2004.

12. Interview with Clyde Reighard.

13. Coffee with Congress.

14. Interview with Chuck Peterson.

15. Interview with Clyde Reighard.

16. Interviews with Chuck Peterson , Sharon and Gertrude Martin.

17. Interview with Anthony Vecchione , as quoted in Roger Lowenstein , *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Doubleday , 1996.

18. Peterson recalls that he stuck it out all year—or , well , almost.

19. Interview with Doris Buffett.

20. Kenesaw Mountain Landis , *Segregation in Washington: A Report* , November 1948. Chicago: National Committee on Segregation in the Nation's Capital , 1948.

21. Interview with Bob Dwyer.

22. Don Danly , as quoted in Lowenstein , Buffett. Danly is deceased.

23. Interview with Norma Thurston-Perna.

24. Interview with Barbara Worley Potter.

25. Interview with Clyde Reighard.

26. Beja , as quoted in Lowenstein , Buffett. Beja is deceased.

27. Interview with Don Sparks.

28. Shoe-shining was a big thing at Penn; a typical pledge haze was to shine the actives' shoes.

29. In an interview , Reighard recalled the outlines of the story. Buffett became a close friend of the victim Beja's roommate , Jerry Oransky (renamed Orans) , who is deceased.

30. Interview with Barbara Worley Potter.

31. Interview with Ann Beck MacFarlane , who thinks the date was engineered by her parents and Leila Buffett.

32. Susan Thompson Buffett described her husband circa 1950 this way.

33. Interview with Clyde Reighard.

34. Interview with Bob Feitler.

35. Interview with Clyde Reighard.

36. Interview with Anthony Vecchione , as quoted in Lowenstein , Buffett.

37. Interview with Martin Wiegand.

38. “Buffett Lashes Marshall Plant , ” Omaha World-Herald , January 28 , 1948. Buffett campaign literature also describes foreign aid as money down the rat hole.

39. June 5 , 1948 , dedication of Memorial Park.

40. Last will and testament of Frank D. Buffett , filed February 19 , 1949.

41. Approved application to the county court of Douglas County , Nebraska , April 14 , 1958. The bonds were allowed to mature , since the will said proceeds of any property “sold” could only be invested in U.S. bonds. Given the opportunity cost and interest rates , Howard’s move was wise.

42. Leila Buffett’s day books. “It’s Cold——But Remember that Bitter Winter of ’48-’49?” Omaha World-Herald , January 6 , 1959.

43. Commercial & Financial Chronicle , May 6 , 1948.

44. Interview with Doris Buffett.

45. Interview with Lou Battistone.

46. Interview with Sharon Martin.

47. Interviews with Waldo Beck and Ann Beck MacFarlane , to whom Brown repeated the story.

Chapter 15

1. They would sell 220 dozen balls for a total of \$1, 200.

2. Warren Buffett letter to Howard Buffett , February 16 , 1950.

3. He asked Howard to advance him \$1, 426 that the broker required him to keep on deposit , signing off , “Yours , for lower auto profits , Warren.” Warren Buffett letter to Howard Buffett , February 16 , 1950.

4. Warren Buffett letter to Jerry Orans , May 1 , 1950 , cited in Roger Lowenstein , Buffett: The Making of an American Capitalist. New York: Doubleday , 1996.

5. “Bizad Students Win Scholarships , ” Daily Nebraskan , May 19 , 1950.

6. Benjamin Graham , The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel. New York: Harper & Brothers , 1949.

7. Garfield A. Drew , New Methods for Profit in the Stock Market. Boston: The Metcalf Press , 1941.

8. Robert D. Edwards and John McGee , Technical Analysis of Stock Market Trends. Springfield , Mass.: Stock Trend Service , 1948.

9. Wood , as cited in Lowenstein , Buffett. Wood is deceased. He told Lowenstein he was not sure when this conversation took place —before Buffett was rejected by Harvard or as late as after when he

had started at Columbia , but it was apparently before he met Graham himself.

10. According to Buffett , Howard Buffett was acquainted with one of the board members.

11. Columbia University in the City of New York , announcement of the Graduate School of Business for the winter and spring sessions 1950~1951 , Columbia University Press.

Chapter 16

1. In his memoir , Man of the House (New York: Random House , 1987) , the late Congressman Tip O'Neill recalled that his pastor , Monsignor Blunt , said it was a sin for Catholics to go to the Protestant-managed YMCA. O'Neill and a Jewish friend stayed at the Sloane House anyway. The regular rate in the 1930s was sixty-five cents a night , but , O'Neill said , "If you signed up for the Episcopal service , it was only thirty-five cents , with breakfast included. We were nobody's fool , so we signed up for the thirty-five-cent deal and figured to duck out after breakfast and before the service. But apparently we weren't the first to think of this brilliant plan , because they locked the doors during breakfast , which meant that we were stuck." By the 1950s , there was no longer a "pray or pay" deal at the Sloane House. "If there had been" Buffett says , "I would have experienced a revelation and embraced whatever denomination offered the greatest discount."

2. Buffett is not certain if the smoking deal applied to all three of the Buffett kids or only his sisters , but they all got the \$2, 000 on graduation on roughly the same terms.

3. Most of the money was invested in U.S International Securities and Parkersburg Rig & Reel , which he replaced with Tri-Continental Corporation on January 1 , 1951. Howard contributed most of the

money and Warren contributed the ideas and work , or “sweat equity , ” to an informal partnership.

4. Benjamin Graham and David L. Dodd , *Security Analysis , Principles and Technique*. New York: McGraw-Hill , 1934.

5. Barbara Dodd Anderson letter to Warren Buffett , April 19 , 1989.

6. David Dodd letter to Warren Buffett , April 2 , 1986.

7. The Union Pacific Railroad in the nineteenth century was the most scandal-plagued and bankruptcy-riddled of the nation’s railroads.

8. William W. Townsend , *Bond Salesmanship*. New York: Henry Holt , 1924. Buffett read this book three or four times.

9. Interview with Jack Alexander.

10. And , according to Buffett , one woman , Maggie Shanks.

11. Interview with Fred Stanback.

12. Anyone of a certain age from the Mid-Atlantic region would still recognize the slogan , “Snap back with Stanback , ” and “neuralgia” as an old-fashioned term for a bad headache.

13. The SEC’s Regulation FD now bars selective disclosure of material nonpublic information and requires that it be disseminated simultaneously by companies to the market on a timely basis.

14. At \$2, 600 a year , Schloss as an investor was making less than the average secretary in 1951 , who took home \$3, 060 , according to a survey of the National Secretaries Association.

15. Interview with Fred Stanback.

16. Interview with Walter Schloss. Some material is from *The Memoirs of Walter J. Schloss*. New York : September Press , 2003.

17. Benjamin Graham , *The Memoirs of the Dean of Wall Street*. New York: McGraw-Hill , 1996.

18. Stryker & Brown was the “market maker , ” or principal dealer , in Marshall-Wells stock.

19. Marshall-Wells was the second Graham and Dodd stock he had bought , after Parkersburg Rig & Reel. Stanback confirms the lunch with Green , but can’t recall the date.

20. Not , as has been written , from *Who’s Who in America*. However , he may have learned it from reading *Moody’s* , hearing it from David Dodd or Walter Schloss , or from a newspaper or magazine source.

21. Due to a legal technicality , this divestiture of GEICO stock was required in a consent order with the SEC in 1948. Graham-Newman violated Section 12(d)(2) of the Investment Company Act of 1940 , although “in the bona fide , though mistaken , belief that the acquisition might lawfully be consummated.” A registered investment company (Graham-Newman was “a diversified management investment company of the open-end type”) cannot acquire more than 10% of the total outstanding voting stock of an insurance company if it does not already have 25% ownership.

22. GEICO oral history interview of Lorimer Davidson by Walter Smith , June 19 , 1998 , and also see William K. Klingaman , *GEICO , The First Forty Years*. Washington , D.C.: GEICO Corporation , 1994 , for a condensed version of this story.

23. Making \$100, 000 in 1929 was equivalent to making \$1, 212, 530 in 2007.

24. By 1951 , GEICO was deemphasizing mailings in favor of platoons of friendly telephone operators who answered the phone at regional offices and were trained to quickly screen bad risks.

25. A type of auto insurer called “nonstandard” specializes in

these customers , surcharging them , say , 80%. USAA and GEICO at the time were “ultra-preferred” companies , specializing in the best risks.

26. The main problem with tontines was that people were gambling with their life insurance policies instead of using them as protection. Originally a “survivor bet” expulsion from a tontine pool was later based on failure to pay premiums for any reason. “It is a tempting game; but how cruel!” Papers Relating to Tontine Insurance , The Connecticut Mutual Life Insurance Company , Hartford , Conn.: 1887.

27. Office Memorandum , Government Employees Insurance Corporation , Buffett-Falk & Co. , October 9 , 1951.

Chapter 17

1. Benjamin Graham , The Memoirs of the Dean of Wall Street. New York: McGraw-Hill , 1996. Anecdotal material from this source has been verified with Warren Buffett.

2. In 1915 , members of the Grossbaum family , like many American Jews , began to anglicize their name to Graham in response to the anti-Semitism that flourished during and after World War I. Ben’s family made the change in April 1917. Source: November 15 , 2007 , speech by Jim Grant to the Center for Jewish History on “My Hero , Benjamin Grossbaum.”

3. Graham was born in 1894 , the year of one of the biggest financial panics in American history , which was followed by the depression of 1896~1897 , the panic of 1901 , the panic of 1903~1904 (“Rich Man’s Panic”) , the panic of 1907 , the war depression of 1913~1914 , and the postwar depression of 1920~1922.

4. Benjamin Graham , Memoirs.

5. Ibid.

6. Ibid.

7. Traditionally , people came to Wall Street in one of two ways. Either they entered the family business by following a relative into the job , or , having no such connection , they“came up through the hawsehole , ” to use a nautical expression common on Wall Street at the time , starting young as a runner or board boy and working their way up , like Sidney Weinberg , Ben Graham , and Walter Schloss. Attending business school with the conscious intention of working on Wall Street was essentially unheard of until the early 1950s because most areas of finance , and especially the art of security analysis , had not developed as academic disciplines.

8. Details of Graham’s early career are from Janet Lowe’s Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street. Chicago: Dearborn Financial Publishing , 1994.

9. Graham believed that one could be swayed by personality and salesmanship by going to meetings with a company’s management , so this was partly a way of remaining dispassionate. But Graham was also not particularly interested in human beings.

10. Interview with Rhoda and Bernie Sarnat.

11. As cited by Lowe.

12. Benjamin Graham , Memoirs.

13. Ibid.

14. Interview with Jack Alexander.

15. In Security Analysis , Principles , and Technique (New York: McGraw-Hill , 1934) , Benjamin Graham and Dodd stressed that there is no single definition of“intrinsic value ,” which depends on earnings , dividends , assets , capital structure , terms of the security , and “other” factors. Since estimates are always subjective ,

the main consideration , they wrote——always——is the margin of safety.

16. The apt analogy to Plato's cave was originally made by Patrick Byrne.

17. Often this was because the kind of undervalued stocks he liked were illiquid and could not be purchased in large positions. But Buffett felt that Graham could have followed a bolder strategy.

18. Interview with Jack Alexander.

19. Interview with Bill Ruane.

20. Interviews with Jack Alexander , Bill Ruane.

21. Schloss , in his memoir , wrote with warm affection of his wife , Louise , who “battled depression throughout her entire adult life.” They remained married for fifty-three years , until she died in 2000.

22. Interview with Walter Schloss.

Chapter 18

1. Mary Monen , sister of Dan Monen , who would later become his lawyer.

2. Susie's parents were friends of Howard and Leila Buffett , but their children attended different schools , so they did not socialize.

3. Interview with Roberta Buffett Bialek. Susie was born June 15 , 1932. Bertie was born November 15 , 1933.

4. Earl Wilson was the saloon writer for the New York Post. In describing Newsday scribe Jimmy Breslin , Media Life Magazine defined a saloon writer as the purveyor of “a certain style of journalism

that's peculiar to New York , and a bit peculiar in itself , where the writer journeys about the places where ordinary people can be found and writes of their visions of the human condition.”

5. A well-known women-only residence still in operation today (at 419 W. 34th Street in New York City).

6. Vanita , in a Valentine letter to Warren , February 1991 , poses the possibility that she “never liked cheese sandwiches and that I just ate them to please.” (In this letter , as at some other times , she spells her middle name “May” instead of “Mae” as in her youth.)

7. This description came from various letters from Vanita , reminiscing about her dates with Warren——January 1 , 1991 , February 19 , 1991 , January 1 , 1994 , many undated; Buffett agrees.

8. Susan Thompson Buffett , as told to Warren Buffett in 2004. He does not remember this but adds that , of course , he wouldn't.

9. Buffett says that , despite her antics , he was never intimidated by Vanita.“I wouldn't have had the guts to stick Pudgy in a wastebasket , ” he says.“I mean , she'd have beaten the hell out of me.” For her part , Vanita later claimed to Fred Stanback that the incident never happened——although she did have some incentive to downplay the histrionic side of her personality to Fred.

10. As Charlie Munger puts it , Buffett narrowly missed a disastrous marriage when he “escaped the clutches of Vanita.”

11. “A Star Is Born?” Associated Press , Town & Country magazine , September 24 , 1977.

12. Information on William Thompson comes from a variety of sources , including interviews with Warren , Roberta , and Doris Buffett and other family members , and “Presbyterian Minister Reviews Thompson Book , ” Omaha World-Herald , January 5 , 1967; “Old ‘Prof’ Still Feels Optimistic About Younger Generation , ” Omaha

World-Herald , March 28 , 1970; “W. H. Thompson , Educator , Is Dead , ” Omaha World-Herald , April 7 , 1981; “O.U. Alumni Honor Dean , ” Omaha World-Herald , May 15 , 1960.

13. As supervisor of the school system’s IQ testing , Doc Thompson had access to and , according to Buffett , knew Warren’s IQ. Indeed , the IQ test results for the three little Buffetts may have intrigued him , given their remarkably high—and remarkably similar scores.

14. In an interview , Marge Backhus Turtscher , who attended these services , wondered what on earth motivated Thompson to make the long trip each Sunday to preach at this tiny church. Thompson also once published a book , *The Fool Has Said God Is Dead*. Boston: Christopher Publishing House , 1966.

15. Susan Thompson Buffett told this story to various family members.

16. In many patients , rheumatic fever causes mild to serious heart complications (in Howard Buffett’s case , at least moderate complications) , but based on her subsequent health history , Susan Thompson appears to have been among the 20%~60% who escape significant carditis , or long-term damage to the heart.

17. Warren , Doris Buffett , Roberta Buffett Bialek , Susie Buffett Jr. , and other Buffetts talk of this striking film.

18. Interview with Raquel “Rackie” Newman.

19. Al Pagel , “Susie Sings for More Than Her Supper , ” Omaha World-Herald , April 17 , 1977.

20. Interviews with Charlene Moscrey , Sue James Stewart , Marilyn Kaplan Weisberg.

21. According to some high school classmates who asked not to be identified.

22. Interviews with Donna Miller , Inga Swenson. Swenson , who went on to become a professional actress , played Cornelia Otis Skinner opposite Thompson's Emily Kimbrough.

23. A composite taken from interviews with Inga Swenson , Donna Miller , Roberta Buffett Bialek , and John Smith , whose brother Dick Smith took Susie dancing.

24. Interviews with Sue James Stewart , Marilyn Kaplan Weisberg. Stewart , who was Sue Brownlee in high school , had access to a car and drove her best friend Susie to Council Bluffs for dates with Brown.

25. Interviews with Roberta Buffett Bialek , Warren Buffett , Doris Buffett , Marilyn Kaplan Weisberg.

26. "I don't think anything as exciting has ever happened to me , " Bertie told the college newspaper. "This is what we sent her to Northwestern for?" wondered Howard.

27. The Wildcat Council acted as guides for campus visitors and leaders during New Student Week. Members joined by petitioning the council for membership (Northwestern University Student Handbook , 1950~1951).

28. Interview with Milton Brown , who says he would have deplored had the roles been reversed.

29. Interview with Sue James Stewart. Susie , a self-described "personal theist , " flirted with Buddhism , a nontheistic religion , all her life and often referred to Zen or to herself as a "Zen person." It is fair to say she used the terms "Zen" and "theist" loosely.

30. Al Pagel , "Susie Sings..."

31. Interview with Roberta Buffett Bialek.

32. Interviews with Chuck Peterson , Doris Buffett.

33. Interview with Charlie Munger.

34. Interview with Milton Brown. In a minor footnote to the story , this was the only time Brown ever entered the Buffetts' house.

35. Interview with Sue James Stewart.

36. "I can see her in those dresses now , " Buffett says , a poignant statement from a man who does not know the color of his own bedroom walls.

37. "Debaters Win at Southwest Meet , "Gateway , December 14 , 1951.

38. "ASGD Plans Meet for New Members , "Gateway , October 19 , 1951.

39. Warren Buffett letter to Dorothy Stahl , October 6 , 1951.

40. Susan Thompson Buffett , as conveyed to Warren Buffett.

41. Interview with Milton Brown.

42. The United States airlifted food and supplies into West Berlin during 1948 and 1949 during a Soviet blockade in which the Soviet Union attempted to seize the entire city , which had been partitioned after World War II.

43. Buffett recalls a literal three-hour lecture. A conversation of such length was almost certainly the result of him working himself up to ask the question while Doc Thompson carried on.

Chapter 19

1. The net gain on investments was \$7, 434. He also put \$2, 500 into the account that he'd saved from his pay working at Buffett-Falk.

2. Delving a little further into Buffett's reasoning about the

valuation of an insurance business: “The stock was trading around forty dollars and therefore the whole company was selling for about seven million. I figured the company would be worth as much as the premium volume , roughly , because they would get the investment income on ‘float’ that was pretty close to dollar-for-dollar , maybe with the premium income. Plus , they’d have the book value. So I figured it would always be worth at least as much as the premium. Now , all I had to do was get to a billion dollars of premium income and I was going to be a millionaire.”

3. This company later became ConAgra. Buffett-Falk had apparently managed a \$100, 000 preferred-stock offering for it as an investment banker—at the time not a trivial transaction.

4. Interview with Margaret Landon , the secretary at Buffett-Falk.

5. According to Walter Schloss in an interview , the Norman family , who were heirs of Julius Rosenwald of Sears , Roebuck , “received GEICO stock because they were big investors in Graham-Newman. When the Normans wanted to put more money with Graham-Newman , they gave Ben Graham the GEICO stock he had distributed to them instead of putting cash in. Warren is out in Omaha , and he’s buying GEICO. But Graham didn’t know he was selling to Warren , and Warren couldn’t figure out why Graham-Newman was selling it.”The distribution of GEICO stock by Graham-Newman is also described in Janet Lowe’s Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street. Chicago: Dearborn Financial Publishing , 1994.

6. Interview with Bob Soener , who called him “Buffie”in those days.

7. As seen in a photograph taken in the classroom.

8. Interview with Lee Seeman.

9. People attended the class partly to get stock ideas. This was the only time he resembled Ben Graham in giving out ideas. He did so

mainly because he had more ideas than money.

10. Interview with Margaret Landon. Her memory of him is in this posture , reading.

11. Office Memorandum , Cleveland Worsted Mills Company , Buffett-Falk Company , September 19 , 1952.

12. Interview with Fred Stanback.

13. Buffett traded two stocks personally , Carpenter Paper and Fairmont Foods. While astute enough to set the firm up as a market maker and trade the stocks , he was immature (albeit witty) enough to refer to the CEO of Fairmont Foods , D. K. Howe , as “Don’t Know Howe.”

14. Bill Rosenwald later founded the United Jewish Appeal of New York.

15. Interviews with Doris Buffett , Roberta Buffett Bialek.

16. Interview with Fred Stanback.

17. Interview with Chuck Peterson.

18. Brig. Gen. Warren Wood of the 34th National Guard Division.

19. Interview with Byron Swanson.

20. Interview with Fred Stanback.

21. Susie told Sue Brownlee (Sue James Stewart) this the week after she returned from her honeymoon. Interview with Sue James Stewart.

22. Wahoo is best known as the birthplace of movie mogul Darryl E Zanuck.

23. “Love Only Thing That Stops Guard , ”Omaha World-Herald , April 20 , 1952.

24. Interview with Buffett. Also , Brian James Beerman , “Where in the Hell Is Omaha?”Americanmafia.com , March 21 , 2004.

Chapter 20

1. General Douglas MacArthur made a halfhearted run for the nomination but was eclipsed by Taft. He and his former aide Eisenhower were bitter enemies.

2. Interview with Roberta Buffett Bialek.

3. David L.Dodd , Associate Dean , Columbia University , letter to Warren Buffett , May 20 , 1952.

4. This was the same Robert Taft who had cosponsored the Taft-Hartley Act , much favored among businessmen but despised by broad swaths of Americans. In short , Taft represented the extreme end of the party , which made him less likely to capture moderate voters.

5. Ironically , many in this faction promoted tariffs , government farm supports , and tough labor laws desired by their small-business and farm constituents , even though this may have seemed inconsistent with their other views on government. Another famous member of this group was popular Nebraska Senator Ken Wherry , the “merry mortician ,” famous for malapropisms such as calling Indochina “Indigo China ,” addressing the chairman as “Mr. Paragraph ,” and offering his “unanimous opinion.” Time , June 25 , 1951. Wherry died shortly before the election.

6. The leaders of this wing of the party were Henry Cabot Lodge and Nelson Rockefeller , despised by Howard Buffett and like-minded Republicans as rich East Coast Ivy League elitists who abandoned core Republican principles to join forces with Democrats whenever it furthered their own pragmatic interests and those of “big business.”

7. “Top GOP Riff Closed But Not the Democrats’ ,” New York

Times , September 14 , 1952; Elie Abel , “Taft Rallies Aid for GOP Ticket , ”New York Times , October 5 , 1952.

8. Howard Buffett wrote to former president Hoover , October 23 , 1952: “I have no enthusiasm for Eisenhower , but your decision to support his election is good enough for me.”He apparently changed his mind after this letter was written.

9. Interview with Roberta Buffett Bialek.

10. Interview with Katie Buffett , who recalled this conversation and found it amusing.“Warren’s probably forgotten he told me that one , ”she said.

11. Susan Goodwillie Stedman , recalling personal interview with Susan Thompson Buffett conducted November 2001 , courtesy of Susan Goodwillie Stedman and Elizabeth Wheeler.

12. Interview with Susan T. Buffett.

13. Interviews with Mary and Dick Holland , Warren Buffett.

14. Interviews with Racquel Newman , Astrid Buffett.

15. The IQ story is a family tale , but since Dr. Thompson was in charge of IQ testing for the whole school system , it has at least some credence. Within the family , Dr. Thompson often tested his daughters and grandchildren while he was creating new psychology and intelligence tests.Whatever her IQ , Dottie was considered no dummy.

16. This story is related in Leila Buffett’s diary. Also , Gabe Parks , “Court Has Nomination Vote Vacancy , ”Omaha World-Herald , July 4 , 1954.

17. “Buffett May Join Faculty at UNO , ”Omaha World-Herald , April 30 , 1952; Buffett-Falk and Company announcement , Omaha-World Herald , January 9 , 1953; “Talks on Government Scheduled at Midland , ”Omaha World-Herald , February 6 , 1955; “Buffett Midland Lecturer in 1956 , ”Omaha World-Herald , February 15 ,

1955.

18. Warren Buffett letter to “Pop”Howard Buffett , dated “Wednesday , ”presumed August 4 , 1954.“Scarsdale G.I. Suicide , ”Army Reports the Death of Pvt. Newton Graham in France , ”New York Times , August 3 , 1954. The entire text of the item read: “Frankfurt , Germany , Aug. 2 (Reuters)—Pvt. Newton Graham of Scarsdale , N.Y. , committed suicide at La Rochelle , France , the United States Army announced today.”Newton——named after Sir Isaac Newton——was the second of Graham’s sons to be named Isaac Newton; the first had died of meningitis at age nine. Noting Newton’s increasing mental instability , which he labeled “highly neurotic , even probably schizophrenic , ”Graham had written letters trying to get him discharged from the army , but failed. (Benjamin Graham , The Memoirs of the Dean of Wall Street. New York: McGraw-Hill , 1996.)

19. Susie Buffett Jr. says she had a crib.

20. Using the term “pay”loosely , since all of the earnings are not actually paid out as a dividend. This distinction was once the subject of heavy academic debate as to the discount that should be imputed to a stock’s valuation for earnings that were not paid out. The premium assigned to companies that pay dividends has waned for a number of reasons. See also the reference to “The Frozen Corporation”in Chapter 46 , “Rubicon.”

21. Interview with Fred Stanback.

22. His personal investment return that year was 144.8% , compared to 50.1% for the DJIA.

23. Union Underwear was the predecessor to Fruit of the Loom.

24. Buffett recalled this classic story in an interview.

25. Interview with Sue James Stewart.

26. Interview with Elizabeth Trumble.

27. Interview with Roxanne Brandt.

28. I Love Lucy , Season 1 , Episode 6 , November 11 , 1951.

29. Buffett's exact quote was "I can see her pulsing and moaning as she said , "Tell me more..."

Chapter 21

1. Berkshire Hathaway chairman's letter , 1988.

2. The tax code exemption applied to LIFO inventory liquidations. For tax purposes Rockwood used LIFO accounting , which let it calculate profits using the most recent cocoa-bean prices , which minimized taxes. Correspondingly , cocoa beans were carried in inventory at old prices. A large taxable profit would therefore occur if it sold the inventory.

3. Pritzker created a business conglomerate through his investing activities , but is best known as founder of the Hyatt hotel chain.

4. At the onset of the exchange period , Accra cocoa beans , which made up half of Rockwood's 13million-pound pile , were trading at \$0.52 a pound. The price dropped to \$0.44 per pound by the conclusion of the exchange period. The price of these beans had hit a high of \$0.73 per pound in August 1954 , causing candy companies to shrink the size of their 5 candy bars. George Auerbach , "Nickel Candy Bar Wins a Reprieve , "New York Times , March 26 , 1955; "Commodity Cash Prices , "New York Times , October 4 and 20 , 1954.

5. Letter to Stockholders of Rockwood & Co. , September 28 , 1954.

6. From the 1988 chairman's letter in the Berkshire annual report to shareholders , which contains a brief description of the Rockwood transaction.

7. The speculator's return on the contract also reflects his funding cost. For example , if the speculator broke even on a three-month contract—net of his fee—the contract would actually be unprofitable , considering the speculator's funding cost.

8. In the futures market , the difference between a speculator and a hedger (or“insured”) is essentially whether an underlying position in the commodity exists to be hedged.

9. Interviews with Tom Knapp and Walter Schloss , as well as Buffett.

10. Warren Buffett letter to David Elliott , February 5 , 1955.

11. Based on its profile in Moody’s Industrial Manual , Rockwood traded between \$14.75 and \$85 in 1954 and between \$76 and \$105 in 1955. Buffett held on to the shares through 1956. Profit on the trade is estimated. Rockwood traded above \$80 a share during early 1956 , based on the Graham-Newman annual report.

12. In the letter to David Elliott noted above (February 5 , 1955) , Buffett explains that Rockwood is his second-largest position (after Philadelphia & Reading , which he did not disclose) and writes that Pritzker“has operated quite fast in the past. He bought the Colson Corp. a couple years ago and after selling the bicycle division to Evans Products sold the balance to E L. Jacobs. He bought Hiller & Hart about a year ago and immediately discontinued the pork-slaughtering business and changed it into a more or less real estate company.”Pritzker , he writes , “has about half the stock of Rockwood , which represents about \$3 million in cocoa value. I am quite sure he is not happy about sitting with this kind of money in inventory of this type and will be looking for a merger of some sort promptly.”He had studied not just the numbers but Jay Pritzker.

13. Initially he had bought the stock from Graham-Newman when he was a stockbroker , after a minor mistake on an order from them caused them to DK (“don’t know , ”or repudiate) the order. Warren kept the stock.

14. Before 2000 , investors and analysts routinely sought and received nonpublic information that would be an advantage to them in trading stocks. This gradual flow of information , which benefited

some investors at the expense of others , was considered part of the efficient workings of the capital markets and a reward for diligent research. Warren Buffett and his network of investor friends profited significantly from the old state of affairs. Ben Graham was questioned extensively about this practice before Congress in 1955. He commented that “a good deal of information from day to day and month to month naturally comes to the attention of directors and officers. It is not at all feasible to publish every day a report on the progress of the company... on the other hand , as a practical matter , there is no oath of secrecy imposed upon the officers or directors so that they cannot say anything about information that may come to their attention from week to week. The basic point involved is that where there is a matter of major importance it is generally felt that prompt disclosure should be made to all the stockholders so that nobody would get a substantial advantage in knowing that. But there are all degrees of importance , and it is very difficult to determine exactly what kind of information should or must be published and what kind should just go the usual grapevine route.”He added that all investors may not be aware of the grapevine , but , “I think that the average experienced person would assume that some people are bound to know more about the company [whose stock they are trading] than he would , and possibly trade on the additional knowledge.”Until 2000 that was , in effect , the state of the law.

While a full discussion of insider trading is beyond the scope of this book , the theory of insider trading was promulgated with SEC Rule 10b-5 in 1942 , but “so firmly entrenched was the Wall Street tradition of taking advantage of the investing public , ”as John Brooks puts it in *The Go-Go Years* , that the rule was not enforced until 1959 , and it was not until the 1980s that anyone seriously questioned the duties of people other than insiders under insider-trading laws. Even then , the Supreme Court affirmed , in *Dirks v. SEC* , 463 U.S. 646 (1983) , analysts could legitimately tell their clients this type of information , and the Supreme Court also noted in *Chiarella v. United States* , 445 U.S. 222 (1980) , that “informational disparity is inevitable in the securities markets.”To some extent , there was

understood to be some benefit to the market of a gradual leakage of inside information; in fact , how else was the information to get out? The practice of business public relations and conference calls had not developed.

In these 1980s cases , however , the Supreme Court defined a new“misappropriation”theory of insider trading , in which inside information that was misappropriated by a fiduciary could lead to liability if acted upon. Then , largely in response to the Bubble-era proliferation of “meeting and beating consensus”earnings and the “whisper numbers”that companies began to suggest to favored analysts that they were going to earn , in 2000 , through Regulation FD (Fair Disclosure) , the SEC broadened the misappropriation theory to include analysts who selectively receive and disseminate material nonpublic information from a company’s management. With the advent of Reg. FD , the “grapevine”largely ended , and a new era of carefully orchestrated disclosure practices began.

15. At the end of 1956 , after the dividend was paid , Warren owned 576 shares trading at \$20 , worth \$11, 520.

16. He registered the securities in his own name , rather than his brokers’ , so the checks came straight to his home.

17. Interviews with George Gillespie , Elizabeth Trumble , who heard this story from Madeline. Warren heard it for the first time at his fiftieth birthday party , from Gillespie. Apparently Susie had never mentioned it to him.

18. More than five decades later , Howie recalls this as his first memory. While that may seem improbable , in “Origins of Autobiographical Memory ,”Harley and Reese (University of Chicago , Developmental Psychology , Vol. 35 , No. 5 , 1999) study theories of how childhood memories are recalled from the earliest months of life and conclude that this phenomenon does occur. One of the explanations is parents who repeat stories to their children. A gift from Ben Graham——probably significant to Warren——might plausibly

be recalled by Howie from infancy because at least one parent helped him imprint it solidly in memory by discussing it so much.

19. Interview with Bernie and Rhoda Sarnat.

20. This story also is cited in Janet Lowe's Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street. Chicago: Dearborn Financial Publishing , 1994.

21. Interview with Walter Schloss.

22. Warren Buffett letter to the Hilton Head Group , February 3 , 1976.

23. Schloss was starting the partnership with \$5, 000 of his own capital , a risky arrangement that left him nothing on which to live. Buffett got him help with housing from Dan Cowin. Ben Graham put in \$10 , 000 and had some of his friends do so too; eight of Schloss's friends put in \$5, 000 each. Schloss charged 25% of profits , "but that's it. If the market went down , we would have to make up the loss until my partners were whole."

24. Knapp was a security analyst at Van Cleef , Jordan & Wood , an investment adviser.

25. Interview with Tom Knapp.

26. Interview with Ed Anderson.

27. Ibid.

28. Graham was born May 9 , 1894. He decided to shut down Graham-Newman when he was sixty-one , but the last Graham-Newman shareholder meeting was held on August 20 , 1956.

29. Jason Zweig says in a July 2003 Money article , "Lessons from the Greatest Investor Ever , "that "From 1936 to 1956 , at his Graham-Newman mutual fund , he produced an average annual gain of more than 14.7% vs. 12.2% for the overall market—one of the

longest and widest margins of outperformance in Wall Street history.”This record does not reflect the impressive performance of GEICO , which was distributed to the shareholders in 1948.

Chapter 22

1. At times he had said he wanted to be a millionaire by age thirty.

2. Interview with Ed Anderson.

3. “Newman and Graham predated A. W. Jones , which everybody thinks is the first hedge fund , ”Buffett says. A. W. Jones is best known as the first promoter of the concept of hedging the risk in stocks with short sales. However , its fee structure , partnership arrangement , and flexible investing approach—that is , the classic hedge fund as the term is technically defined—were pioneered much earlier , by Graham if not others as well.

4. Interview with Chuck Peterson.

5. The first partnership agreement provided: “Each limited partner shall be paid interest at the rate of 4% per annum on the balance of his capital account as of December 31 of the immediately preceding year as shown by the Federal Income Tax Return filed by the partnership applicable to said year’s business , said interest payments to be charged as expenses of the partnership business. In lieu of a separate computation of interest for the period ending December 31 , 1956 , each limited partner shall be paid 2% of his original capital contribution , said payments to be charged as expense of the partnership business for said period. In addition each of the limited partners shall share in the overall net profits of the partnership , that is , the net profits of the partnership from the date of its formation to any given point of time in the proportions set opposite their respective names.”The total interest of the partners

added up to 23/42 or 50% of the total interest in the earnings (Certificate of Limited Partnership , Buffett Associates , Ltd. , May 1 , 1956). The agreement to share in the losses was an amendment to the partnership agreement on April 1 , 1958.

6. According to Joyce Cowin , both Buffett and her own husband , Dan Cowin , who had been introduced to Buffett by Fred Kuhlken , ran money separately for Gottschaldt and Elberfeld.

7. Interview with Chuck Peterson.

8. Some of these remarks were made at the 2003 speech to Georgia Tech students , the rest in interviews with the author.

9. Hartman L. Butler Jr. , “An Hour with Mr. Graham , ”March 6 , 1976 , interview included in Irving Kahn and Robert Milne , Benjamin Graham: The Father of Financial Analysis. Occasional Paper No. 5 , The Financial Analysts Research Foundation , 1977.

10. Interview with Tom Knapp.

11. “Tourist Killed Abroad , Portugal-Spain Highway Crash Fatal to Long Island Man”New York Times , June 23 , 1956. Kuhlken had been on a yearlong trip. The other passenger , Paul Kelting , was listed in critical condition.

12. Sloan Wilson , The Man in the Gray Flannel Suit. New York: Simon & Schuster , 1955.

13. Interview with Susie Buffett Jr.

14. From Headliners & Legends , MSNBC , February 10 , 2001.

15. Interview with Charlie Munger.

16. Or thereabouts.

17. Interview with Ed Anderson.

18. According to Tom Knapp , one thing Dodge and Buffett had in

common was their tightfistedness. Even when he later became one of Buffett's richest partners , Homer Dodge would angle for a free canoe from a canoe maker. He knew every route into New York City from both La Guardia and JFK airports , and took convoluted trips by bus and subway and on foot rather than hire a cab.

19. The Dodges chose a slightly different deal. Buffett's share of the profits would be only 25% , but the amount he could lose was limited to his capital , initially only \$100. Certificate of Limited Partnership , Buffett Fund , Ltd. , September 1 , 1956.

20. Cleary split profits over 4% , while Buffett was exposed to the extent of any arrears. Certificate of Limited Partnership , B-C Ltd. , October 1 , 1956. In 1961 , B-C Ltd. was folded into Underwood Partnership , Ltd.

21. Buffett Partnership files , "Miscellaneous Expense" and "Postage and Insurance Expense , "1956 and 1957.

22. Warren Buffett's first letter to partners , December 27 , 1956.

23. During the war , people bought Liberty Bonds , which paid low interest rates , as a patriotic duty. When rates subsequently rose , the bonds traded "below par"—face value. Stock promoters offered shares to Liberty Bond owners in exchange for the par value of the bonds. Thus bondholders thought they were getting \$100 worth of stock for a bond selling in the market for , say , \$85 , when in fact the stock was worth little if anything. Salesmen also promised some buyers board seats , according to Hayden Ahmanson , who told Buffett this.

24. From 1928 to 1954 , the manual was published in five volumes annually as Moody's Manual of Investments , one volume each for government securities; banks , insurance companies , investment trusts , real estate , finance and credit companies; industrial securities; railroad securities; and public-utility securities. In 1955 , Moody's began publishing Moody's Bank and Finance Manual

separately.

25. Buffett says Hayden Ahmanson gave him this version of events.

26. Buffett: “He was my partner in National American insurance. Dan didn’t have a lot of money , so he was using his money that he had originally planned to put in the partnership , and borrowed some money too.”

27. Under the Williams Act , passed in 1968 , you could not do this today , nor could Howard Ahmanson buy back the stock piecemeal. The act requires buyers to make a “tender offer”that puts all sellers on a level playing field under the same price and terms.

28. According to Fred Stanback , when Buffett had“bought all he could pay for , ”he also let Stanback start buying.

29. A year later , Buffett sold the National American stock for around \$125 (to the best of his memory) to J. M. Kaplan , a New York businessman who had reorganized and headed Welch’s Grape Juice in the 1940s and ’50s and was later known for his philanthropy. Kaplan eventually sold the stock back to Howard Ahmanson.

30. See , for example , Bill Brown , “The Collecting Mania , ”University of Chicago Magazine , Vol. 94 , No. 1. , October 2001.

31. Interview with Chuck Peterson. This was insurance proceeds from her husband’s estate. By then , Buffett had decided to offer his partners several choices of risk versus reward. Mrs. Peterson chose a fee structure that shifted more of both to Warren. He had to beat the market by 6% , not 4% , before earning anything. But he got one third of everything he made above that. Under this structure , only Warren’s capital was at risk for the 25% payback-of-losses provision. Certificate of Limited Partnership , Underwood Partnership , Ltd. , June 12 , 1957.

32. Arthur Wiesenberger , Investment Companies. New York: Arthur W. Wiesenberger & Co. , released annually from 1941.

33. United States & International Securities Corp. was formed amid much fanfare in October 1928 by Dillon , Read & Co. and promptly sank into ignominy , becoming a cigar butt by 1950. Clarence Dillon , the founder of Dillon , Read , was called before the Pecora hearings in 1933 to explain how Dillon , Read obtained control of US&FS and US&FS , which were capitalized at \$90 million , for \$5 million.

34. Quote is from Lee Seeman. Buffett confirms the substance of the statement. The intriguing question is who or what prompted Wiesenberger to make the phone call.

35. Lee Seeman's recollection in an interview is that Dorothy Davis made the comparison.

36. Buffett , recalling a conversation with Eddie Davis.

37. Dacee resembled the Buffett Fund. Buffett was credited 25% of any profits over a 4% hurdle rate. Certificate of Limited Partnership , Dacee Ltd. , August 9 , 1957.

38. Congressional records note a Washington , D.C. , furniture store was giving away shares of uranium stock with any purchase for a Washington's Birthday sale. (Stock Market Study , Hearings before the Committee on Banking and Currency of the United States Senate , March 1955.)

39. Monen had also invested in a small real estate partnership with Warren and Chuck Peterson. The money from this , a profit from National American , and likely some personal savings had , in short order , made him one of Buffett's largest partners.

40. Above a 4% to 6% "bogey."He benchmarked himself against the rate of long-term government bonds , telling his partners that if he could not do better than that , he should not get paid. The wide range

of profit-sharing reflected the varying level of risk Warren was taking. In the partnerships that paid him the most , he also had unlimited liability to pay back losses.

41. Buffett was charging 25% of the partnership's appreciation in excess of 6%.

42. Meg Mueller , in an interview , recalls its size relative to other houses on the street at the time.

43. Reynolds was a city councilman.“Sam Reynolds Home Sold to Warren Buffett , ”Omaha World-Herald , February 9 , 1958.“Buffett's Folly”was referred to in a letter to Jerry Orans , March 12 , 1958 , cited in Roger Lowenstein , Buffett: The Making of an American Capitalist. New York: Doubleday , 1996.

44. Interview with Susie Buffett Jr.

45. Interview with Howie Buffett.

46. Pyelonephritis , sometimes associated with pregnancy.

47. As quoted in Lowenstein , Buffett. Billig is now deceased.

48. Interview with Charlie Munger.

49. In interviews , Dr. Marcia Angle recalls the TV being acquired in the late 1950s and how much it impressed her father. Kelsey Flower and Meg Mueller recall its impact on the neighborhood.

50. Interviews with Howie Buffett , Peter Buffett , Susie Buffett Jr.

51. Interview with Thama Friedman. Laurette Eves was the third partner.

52. Interview with Howie Buffett.

53. Kuhlken had introduced Cowin to Buffett in 1951 on one of Buffett's trips back to New York after his graduation from Columbia.

54. From Buffett's eulogy for Cowin.

55. From Joyce Cowin's eulogy for Cowin.

56. Marshall Weinberg , Tom Knapp , Ed Anderson , Sandy Gottesman , Buffett , and others contributed to this portrait of Cowin.

57. "He lent me unsecured. A dollar of short-term loss offset two dollars of long-term gain for tax purposes , and you could buy a mutual fund that was going to pay a long-term capital-gains dividend and redeem it immediately thereafter to offset a long-term gain going into the end of the year. I bought a combination of long-term gain and short-term loss , which , though equal in amount , had different effects on your tax return. It was all legit then; you can't do it anymore. It probably saved me a thousand dollars. Boy , it was huge , "says Buffett.

58. Interview with Joyce Cowin.

59. This was an experimental town built to house 1, 800 families in low-cost units. Numerous government properties were auctioned off after World War II. "House Passes Bill to Speed Greenbelt Sale" Washington Post , April 14 , 1949; "U.S. Sells Ohio Town It Built in Depression , "New York Times , December 7 , 1949; "Greenbelt , Md. , Sale Extended for 30 Days , "Washington Post , May 31 , 1952.

60. Chuck Peterson paraphrased this quote from the version of the story he heard. It is probably correct in substance , but , as with all quotes recalled from memory , the exact wording is in doubt.

Chapter 23

1. "A. C. Munger , Lawyer , Dies" Omaha World-Herald , July 1 , 1959.

2. The obituary of Henry A. Homan , son of George W. Homan ,

in the Omaha World-Herald , March 22 , 1907 , mentions that Homan , who was twelve years older than Judge Munger , was a close friend of the judge. The Homan and Buffett sides of the families , however , were not close.

3. “33 Years a Federal Judge ,”Omaha World-Herald , March 12 , 1939.

4. Charles Munger letter to Katharine Graham , November 13 , 1974. When Judge Munger died , this same aunt Ufie (Ruth) reportedly made the bizarre claim that he must have been taken by God’s grace because of a mistake he’d made recently in arithmetic. She said she knew “he couldn’t stay on after that.”

5. Lowe , Damn Right!: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger. New York: John Wiley & Sons , 2000. Lowe’s biography , which is based on extensive family interviews , was the author’s principal source for the Munger family history.

6. Said approvingly in Lowe , Damn Right!

7. Interview with Lee Seeman.

8. Interview with Mary McArthur Holland.

9. Interview with Howard Jessen , a friend of the Buffetts’.

10. His grandfather , a prominent Omaha lawyer , was a friend of Dean Roscoe Pound , the dean of Harvard Law School.

11. Munger made no effort to burnish a résumé by , for example , joining the Law Review. In an interview , he described himself as relatively aloof.

12. His father also gave him this advice.

13. Lowe , Damn Right!

14. As quoted in Lowe , Damn Right!

15. Munger , as told to Janet Lowe in Damn Right!

16. In Damn Right! , Munger compared getting married to investing. Nancy said he was “uptight”about showing emotions. His son Charles Jr. said , “There are some things my dad could deal with better if he faced them more”but “he just walks away.”

17. Munger , as quoted in Lowe , Damn Right!

18. Ibid.

19. In Damn Right! , Nancy says that Charlie “was not much of a helpmate around the house.”For her seventieth birthday , Buffett says he went to a pawn shop and got her a Purple Heart.

20. Roger Lowenstein , Buffett: The Making of an American Capitalist. New York: Doubleday , 1996.

21. Lowe , Damn Right!

22. Interview with Charlie Munger.

23. Interview with Lee Seeman.

24. In a year when the Dow was up 38.5% , Warren had managed to beat it , taking minimal risk.

25. In addition to his \$100 stake in Buffett Associates , Buffett had later put \$100 into each of his other partnerships: Buffett Fund , B-C , Underwood , Dacee , Mo-Buff , and Glenoff.

26. Interview with Lee Seeman.

27. This version differs from some others that have been published. For example , Susie Buffett has said that she was present. Several writers have set the meeting at a dinner at Johnny’s Café. Roger Lowenstein , however , also set the meeting at the Omaha Club. Most likely , other versions are confiations of later events. To

the author , Seeman's version is the most detailed yet has the least embellished air.

28. Interview with Charlie Munger. The dinner is reconstructed from interviews with Buffett and Munger , whose memories are hazy. Nancy Munger doesn't remember. The wives were introduced soon after the first meeting , and Johnny's is the most likely location. Buffett recalls Munger's self-intoxication clearly.

Chapter 24

1. Estimated. Buffett was managing \$878 , 211 at the end of 1958 in six partnerships. The \$50, 000 Glenoff Partnership was formed in February 1959. By the end of 1959 , the partnerships' market value had grown to \$1, 311 , 884. His personal funds and Buffett & Buffett increased this total.

2. Sanborn sent its customers paste-over revisions each year showing new construction , changed occupancy , new fire-protection facilities , and changed structural materials. A new map was published every few decades. Buffett took note of the company , as far as he recalls , when a large block of stock came up for sale. The widow of the deceased president was reportedly selling 15, 000 shares because her son was leaving the company. Phil Carret owned 12, 000 shares.

3. Five or ten shares apiece , forty-six shares in total.

4. Buffett had become friendly with the company's CEO , Parker Herbell , whom he said the rest of the board treated as an "errand boy." Herbell supported the plan to separate the investments from the map business , and had facilitated some of its underpinnings , such as this study.

5. "It does not make sense to have management , consultants , and major stockholders in complete agreement regarding a course of

action but unable to proceed because of directors owning an insignificant amount of stock.”Warren Buffett letter to C. P. Herbell , September 25 , 1959.

6. In those days , appreciated shares could be exchanged for a company’s own shares. So a company could get rid of the capital-gains tax that was inherent in an operation if it just sold stock from time to time.

7. As part of the deal , the Buffett partnerships agreed to tender their stock.

8. Interview with Doris Buffett.

9. Interview with Kelsey Flower , a childhood friend of Susie Jr.’s.

10. Interview with Dick and Mary Holland.

11. Interview with Peter Buffett.

12. Interview with Howie Buffett.

13. Ibid.

14. Gateway , May 26 , 1961.

15. “Paul Revere’s Ride , ”Henry Wadsworth Longfellow. Listen my children , and you shall hear of the multitudes rescued by Susan Buffett.

16. From remarks made by Eisenberg at Susie’s funeral.

17. According to his autobiography , *Stranger to the Game* (written with Lonnie Wheeler , New York: Penguin , 1994) , Bob Gibson lived in Omaha in the off season. He talks about playing basketball in Omaha with a white team in 1964 , traveling to Iowa for games , and hanging out at a bar on North 30th Street. The bartender wouldn’t serve him.

18. Howard Buffett quoted in Paul Williams , “Buffett Tells Why

He Joined Birch Society , "Benson Sun , April 6 , 1961. Leila Buffett letter to Dr. Hills , December 10 , 1958.

19. The Christian Anti-Communist Crusade was founded in 1953 by "a crisp , energetic , selfconfident Austrian , "Fred Schwarz , who was a physician , psychiatrist , and lay preacher. It used media to spread its anti-Communist philosophy. Cabell Phillips , "Physician Leads Anti-Red Drive with 'Poor Man's Birch Society , "'New York Times , April 30 , 1961. See the CACC website , <http://www.schwarzreport.org/>.Leila Buffett to Mrs. Kray , May 23 , 1960.

20. Interview with Susie Buffett Jr. and Howie Buffett. They recall their father's behavior during this period as routine and , with hindsight , as a form of denial.

21. Interview with Howie Buffett.

22. Interview with Chuck Peterson.

23. According to Chuck Peterson , Carol Angle "did not hear well."This is a example of Buffett's raconteurism. She says she had progressive hearing loss.

24. Interview with Lee Seeman.

25. Interview with Dick Holland.

26. Interviews with Frank Matthews Jr. and Walter Schloss , who agree that Schloss introduced them on the street corner.

27. This is how hedge funds are commonly managed to stay within the legal investor limit today.

28. George Payne was also a founding member of this partnership. By then , B-C had been folded into Underwood. Along with the ten partnerships , Warren and his father were still operating Buffett & Buffett.

29. The Dow's results include dividends received. Note that this

was the performance for the partnership before Warren's fees.

30. Interview with Chuck Peterson.

31. Interviews with Kelsey Flower , Meg Mueller.

32. Interview with Stan Lipsey.

33. Buffett was 31 on January 1 , 1962 , but his personal investments and gains in the partnership had taken him past the million-dollar mark months earlier , when he was still 30.

34. Interview with Bill Scott.

35. Buffett waived his fee for Scott , one of the two most lucrative arrangements he ever made with an employee. (See Henry Brandt in "Haystacks of Gold" and "Folly" for the other.)

36. He put in everything except his investment in Data Documents , a personal investment in a private company.

37. Letter to partners , July 6 , 1962. In the second quarter of 1962 , the Dow fell from 723.5 to 561.3 , or 23%. In the first half of that year , the partnership saw a loss before payments to partners of 7.5% , compared with a loss of 21.7% including dividends for the Dow—— the partners had a 14.2% outperformance.

38. Buffett's phrase is a clever reworking of Graham's original. In *The Intelligent Investor*: "The sovereign virtue of all formula plans lies in the compulsion they bring upon the investor to sell when the crowd is buying and to buy when the crowd lacks confidence" (*Intelligent Investor* , Part I: General Approaches to Investment VI: Portfolio Policy for the Enterprising Investor: The Positive Side , 1949 edition). And in *Security Analysis*: "It would require bond investors to act with especial caution when things are booming and with greater confidence when times are hard" (*Security Analysis* , Part II: Fixed-Value Investments , XI: Specific Standards for Bond Investment , 1940 edition).

Chapter 25

1. Warren Buffett typewritten file memo , undated.

2. Warren Buffett letter to Bob Dunn , June 27 , 1958.

3. Note from Jack Thomsen to Warren Buffett , March 8 , 1958:
“I think we have to be realistic and reorganize on a basis that has a reasonable chance of working... the only thing that Clyde is concerned about is prestige....Hale received a letter from Clyde yesterday to notify him that he was being removed as trustee of his estate. I am certain the same rancor is and will be held for all of us who have dared to oppose him....I do feel sorry for him in his present predicament but I do not think we can correct our problems with sympathy.”

4. Interview with Verne McKenzie , who says Buffett explained this to him when he hired him. Without a public exit strategy , this is one of only two ways to realize the value of the assets.Buffett had not yet figured out the other one , as the reader will see.

5. Interview with Walter Schloss.

6. Warren Buffett letter to Clyde Dempster , April 11 , 1960.

7. Warren Buffett note to Bob Dunn , June 27 , 1958: “...has become increasingly less active in the business and it appeared the company was just drifting with him not interested and no one else having the authority to do anything....We finally got the job accomplished by letting Clyde stay as president.”He gave Jack Thomsen , executive vice president , temporary operating authority.

8. Interview with Walter Schloss.

9. At \$30.25 per share. Warren Buffett letter to Dempster shareholders , September 7 , 1961.

10. Warren Buffett letter to partners , July 22 , 1961.

11. “Dempster had earned good money in the past , but was currently only breaking even. “We continued to buy the stock in small quantities for five years. During most of this period I was a director and was becoming consistently less impressed with the earnings prospects under existing management. However , I also became more familiar with the assets and operations and my evaluation of the quantitative factors remained very favorable”thus leading him to continue buying stock. Letter to partners , January 24 , 1962.

12. And water-system parts—as the demand for windmills was waning.

13. “We had parts for windmills and certain farm equipment”says Scott , “where we had a lock on the business and by repricing it could stop losing money down there. And we were successful to some degree.”

14. January 18 , 1963.

15. Interview with Bill Scott.

16. “Still a Chance City Can Keep Dempster , ”Beatrice Daily Sun , September 1 , 1963; “Drive to Keep Dempster Rolls , ”Omaha World-Herald , September 30 , 1963.

17. As Buffett’s successor , Dempster’s chairman W. B. McCarthy , put it , “We understand , as I am sure you do , that a number of the people in Beatrice do not recognize the fine , necessary job that you and Harry accomplished with Dempster.”W. B. McCarthy letter to Warren Buffett , November 19 , 1963.

18. Of the \$2.8 million total financing , \$1.75 million went to pay the sellers and the remainder to expand the operation.“Launch 1 1th Hour Effort to Keep Dempster Plant Here , ”Beatrice Daily Sun , August 29 , 1963.

19. “Beatrice Raises \$500, 000 , ”Lincoln Evening Journal , September 3 , 1963; “Fire Sirens Hail Victory , Beatrice Gets Funds to

Keep Dempster , ” Omaha World-Herald , September 4 , 1963;
“Contracts for Dempster Sale Get Signatures , ”Beatrice Daily Sun ,
September 12 , 1963.

20. The partnership made \$2.3 million , almost three times its investment. Buffett changed the name of the holding company to First Beatrice Corp. and moved its headquarters to Kiewit Plaza.

Chapter 26

1. The speakers appeared as individuals who happened to belong to different groups rather than “representatives”of their races and faiths. All went well , except once , says Doris Buffett , when a Protestant panelist started telling the Catholic and the Jew that they were going to hell.

2. The black workers were squeezed out of jobs as Omaha’s packinghouse industry shrank. Marginalized into a ghetto north of downtown called the Near North Side , they lived in dilapidated , aging tenements for which unscrupulous landlords charged high rents. In 1957 , the Omaha Plan , a communitywide study , proposed redevelopment of the Near North Side , but bond issues were defeated. A budding civil-rights movement led by college students at Creighton University , the Urban League , and other civic groups had worked to improve black employment and end segregation of teachers in the public schools since 1959.

3. Interview with Susie Buffett Jr. , who wondered what good the police whistle was going to do.

4. Interview with Peter Buffett.

5. Interview with Doris Buffett. Viktor E. Frankl , *Man’s Search for Meaning*. Boston: Beacon Press , 1962.

6. Interview with Sue James Stewart.

7. Alton Eltiste , “Miss Khafagy Gives Views on Homeland , ”Gateway , October 5 , 1962.

8. This image of the crossing guard may surprise modern readers , but in the United States until the latter part of the twentieth century , children were traditionally given significant freedom and responsibility.

9. Interview with Howie Buffett.

10. Howie and Susie Jr. describe themselves and their relationship this way in interviews.

11. This composite picture of the Buffett household is based on interviews with Susie Buffett Jr. , Howie Buffett , and Peter Buffett.

12. Interview with Meg Mueller.“My mom has commented on that several times over the years , ”she says.

13. Interview with Bill Ruane.

14. Interview with Dick Espenshade. One of the founding lawyers , Jamie Wood , joined from another firm.

15. Interview with Ed Anderson.

16. The example has been simplified for ease of understanding the concept of leverage. Obviously the exact return on capital depends on how long it took to make the profit , and on the funding rate.

17. Interview with Rick Guerin in Janet Lowe , Damn Right!: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger. New York: John Wiley & Sons , 2000.

18. This description is from Ed Anderson.

19. Interview with Ed Anderson.

20. Interview with Charlie Munger. Guerin’s seamstress mother died when he was a teenager.

21. Interviews with Rick Guerin , Ed Anderson.

22. Janet Lowe , Damn Right!

23. Interview with Ed Anderson. Guerin doesn't remember this specific incident but says it sounds likely.

24. Anderson takes the blame for being too obtuse to read Munger's mind , rather than blaming Munger for not explaining things to him.

25. Interview with Ed Anderson.

26. Along with Munger , Ed Anderson recalls this extraordinary trade. Munger says the story is true in substance. Buffett also recalled the reasoning.

27. Interview with Ed Anderson , who suggested the word "pretender" because , as he put it , "Charlie would never feel like he was an 'apprentice.'"

28. Ira Marshall relates Munger's confusion with names in Damn Right!

29. Interview with Ed Anderson. This term was commonly used among Buffett's friends. He referred to "coattail riding" in his partnership letter of January 18 , 1963.

30. Buffett also recalls Munger hyperventilating at his own jokes.

31. Charles T. Munger letter to Katharine Graham , December 9 , 1974.

32. Ibid.

33. In 1953 , Buffett sold copies of this report for \$5.

34. Buffett had also let Brandt in on one lucrative private investment , the Mid-Continental Tab Card Company. While Buffett gave up his override on Brandt's money , the deal was a win/win.

35. “There’s got to be a warehouse full of these somewhere , ”said Bill Ruane in an interview , but the author never saw it.

36. Bill Ruane introduced Buffett to Fisher’s ideas. Philip A. Fisher , *Common Stocks and Uncommon Profits*. New York , Evanston , and London: Harper & Row , 1958. (“Scuttlebutt”is a nautical term for a barrel with a hole in it used to hold the sailors’ drinking water.)

37. The market for soybean oil was not large , a key element in the scheme. It would be impossible for a single individual to amass enough capital to corner the market for , say , oil or treasury bills.

38. Most accounts published about the scandal incorrectly refer to oil floating on top of water in the tanks.

39. Mark I. Weinstein , “Don’t Leave Home Without It: Limited Liability and American Express , ”Working paper , American Law & Economics Association Annual Meetings , Paper 17 , Berkeley Electronic Press , 2005 , p. 14–15 , is the source that American Express was certifying more warehouse receipts than the Department of Agriculture said existed in salad oil.

40. Haupt was a securities dealer who traded both stocks and commodities and was a member of the NYSE; thus , he was required to meet the exchange’s net capital rules (which state that capital must be 1/20 of its total liabilities). SEC Rule 15c3–1 regulates broker-dealer net capital. Under the Aggregate Indebtedness Standard , 2% of net capital is required today , compared to 5% in the 1960s. The New York Stock Exchange paid \$10 million to cover its customers’ losses. H. J. Maidenberg , “Lost Soybean Oil Puzzles Wall St. , ”*Wall Street Journal* , November 20 , 1963.

41. Equivalent to 2.9% of its value.

42. The Stock Exchange had closed mid-session on August 4 , 1933 , due to a tear-gas prank. Some consider the Kennedy

assassination closing to be the first “real” closing of the market.

43. John M. Lee , “Financial and Commodities Markets Shaken; Federal Reserve Acts to Avert Panic” New York Times , November 23 , 1963.

44. H. J. Maidenberg , “Big Board Ends Ban on Williston , Walston and Merrill Lynch Are Instrumental in the Broker’s Reinstatement , Haupt Remains Shut , Effect of Move Is Swept Aside by Assassination of President Kennedy , ” November 24 , 1963. The soybean-oil drama , including the American Express role , peaked during a period of about a week following the assassination.

45. American Express at the time was the only major U.S. public company to be capitalized as a joint stock company rather than a limited liability corporation. This meant its shareholders could be assessed for deficiencies in capital. “So every trust department in the United States panicked , ” recalls Buffett. “I remember the Continental Bank held over 5 percent of the company , and all of a sudden not only do they see that the trust accounts were going to have stock worth zero , but they could get assessed. The stock just poured out , of course , and the market got slightly inefficient for a short period of time.”

46. The Travelers Cheque was American Express’s main product. The company introduced the card defensively when banks developed credit cards as a countermeasure to the Travelers Cheque.

47. Warren Buffett letter to Howard L. Clark , American Express Company , June 16 , 1964. Brandt sent Buffett a foot-high stack of material , according to Jim Robinson , former CEO of American Express , who saw it. “I remember seeing Henry’s stuff on American Express , just reams of it , ” said Bill Ruane in an interview.

48. At the end of it all , De Angelis pleaded guilty to four federal counts of fraud and conspiracy , and was sentenced to ten years in prison. “The Man Who Fooled Everybody” Time , June 4 , 1965.

49. Howard Buffett , August 6 , 1953 , last will and testament.

50. Interviews with Patricia Dunn , Susie Buffett Jr. , Warren Buffett.

51. In *Grand Old Party* (New York: Random House , 2003) , Lewis L. Gould describes the way being a Republican became identified with racism in the minds of many people who changed parties during the civil-rights era.

52. Buffett cannot recall whether he initially registered as an independent or a Democrat. His preference would have been to register as an independent , but that would have precluded him from voting in primaries. Either immediately or within a few years , he did register as a Democrat.

53. Interview with Susie Buffett Jr.

54. Susan Goodwillie Stedman , recalling personal interview with Susan T. Buffett conducted November 2001 , courtesy of Susan Goodwillie Stedman and Elizabeth Wheeler.

55. Dan Monen as quoted in Roger Lowenstein , *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Doubleday , 1996. Monen is now deceased.

56. Warren's inability to deal with Howard's death is the incident most widely cited by family members as indicative of his inner state during this period.

Chapter 27

1. Warren Buffett letter to Howard L. Clark , American Express Company , June 16 , 1964.

2. L.J. Davis , "Buffett Takes Stock , "New York Times , April 1 , 1990.

3. “I’m not a hundred percent sure of that. I’ve been told that by other people , so it’s hard to remember. But I’m pretty sure it was Howard Clark.”

4. In July 1964 , Buffett’s letter to partners said , “...our General category now includes three companies where B.P.L. is the largest single stockholder.”Readers could infer from this a fairly concentrated portfolio.

5. Letter from Warren Buffett to partners , November 1 , 1965.

6. Letter from Warren Buffett to partners , October 9 , 1967.

7. Letter from Warren Buffett to partners , January 20 , 1966.

8. The author studied Buffett’s written work and interview material in reaching this conclusion. Charlie Munger , on the other hand , often uses the terms “dishonor”and“disgrace”(referring to others and not himself).

9. Interview with John Harding.

10. In 1962 , according to an interview with Joyce Cowin.

11. Per capita. According to Everett Allen in *Children of the Light: The Rise and Fall of New Bedford Whaling and the Death of the Arctic Fleet* (Boston: Little , Brown , 1983) , yearly ificome from whaling amounted to \$12 million by 1854 , making New Bedford probably the richest city per capita in the world before the Civil War.

12. More than thirty ships were lost in the disaster of 1871 , most from New Bedford. The devastating cost of 1871 in financial and human terms laid waste to the industry. Whalers began building metal boats that could break through the ice in a futile quest to save what remained of the whaling industry.

13. Baleen is the “teeth”through which whales sieve plankton. The use of spring steel also reduced baleen demand.

14. Horatio Hathaway , A New Bedford Merchant. Boston: D.B.Updike , the Merrymount Press , 1930.

15. Partnership agreement , Hathaway Manufacturing Company , 1888. Among the other partners was William W. Crapo , a longtime New Bedford associate of Hetty Green's , who also invested \$25, 000. The total initial capital was \$400, 000.

16. With a fortune estimated at \$100 million.

17. Eric Rauchway , Murdering McKinley: The Making of Theodore Roosevelt's America. New York: Hill and Wang , 2003.

18. The North was no workers' paradise , but in the South there were virtually no laws against child labor , excessive work hours , or unsafe work conditions. The mills owned the workers' houses and the stores where they shopped , controlled their water supply , owned their churches , and effectively controlled the state governments and the courts. Machine-gun-bearing state militia prevented strikes. The workers were more like sharecroppers. Nearly ten thousand Northern workers had lost their jobs when the textile industry marched southward to the Carolinas in search of cheaper labor when air-conditioned plants were constructed after World War II.

19. Seabury Stanton , Berkshire Hathaway Inc. , A Saga of Courage. New York: Newcomen Society of North America , 1962. Stanton made this address to the Newcomen Society in Boston on November 29 , 1961.

20. Ibid.

21. In A Saga of Courage , Seabury says he conceived of the Stantons as forming part of an "unbroken thread of ownership"that stretched back to Oliver Chace , who had founded New England's textile industry and created Berkshire Fine Spinning's oldest predecessor company in 1806. Chace was a former apprentice of Samuel Slater , who first brought Sir Richard Arkwright's innovative spinning-frame technology to the United States at the end of the

eighteenth century.

22. Hathaway Manufacturing Corporation Open House tour brochure , September 1953. Courtesy of Mary Stanton Plowden-Wardlaw.

23. If the goal had been to save jobs , the money to modernize need not have been spent. Roger Lowenstein , in Buffett: The Making of an American Capitalist (New York: Doubleday , 1996) , quotes Ken Chace (now deceased) as saying that Seabury hadn't the slightest idea of return on investment.

24. Stanton (now deceased) is stated as having these opinions in "Berkshire Hathaway's Brave New World , "by Jerome Campbell , Modern Textiles , December 1957.

25. Berkshire Hathaway 1994 chairman's letter.

26. Interviews with David S. Gottesman , Marshall Weinberg.

27. Letter to Warren Buffett on May 4 , 1990 , from James M. Clark Jr. at Tweedy , Browne Co. , noting that "Howard Browne gave various accounts code initials."

28. Interview with Ed Anderson.

29. Interviews with Chris Browne , Ed Anderson.

30. According to Ed Anderson , this is how Buffett traded. The author is well acquainted with BuffeRing in other contexts.

31. The commission sounds tiny , but at ten cents a share , Buffett later said , it was by far the highest commission he ever paid on a stock.

32. Interviews with Mary Stanton Plowden-Wardlaw , Verne McKenzie.

33. He also felt that Seabury's strategy of trying to bypass the

New York “converters”——who turned the company’s “gray goods” into finished dyed goods and sold them to customers——was a serious misjudgment.

34. “If you’re in a business that can’t take a long strike , you’re basically playing a game of chicken with your labor unions because they’re going to lose their jobs , too , if you close down....And there’s a lot of game theory involved. To some extent , the weaker you are , the better your bargaining position is——because if you’re extremely weak , even a very short strike will put you out of business; and the people on the other side of the negotiating table understand that. On the other hand , if you have a fair amount of strength , they can push you harder. But it is no fun being in a business where you can’t take a strike.”Berkshire Hathaway’s Warren Buffer and Charlie Munger , “The Incentives in Hedge Funds Are Awesome , But Don’t Expect the Returns to Be Too Swift , ”Outstanding Investor Digest , Vol. XVI , No. 4 & 5 , Year End 2001 Edition.

35. Several of the Grahamites swear they saw the room. Buffett swears this story is not true. A former Plaza Hotel employee confirms that the seventeenth floor did have a few exceptionally small rooms , with bad views , and that it was possible to haggle the room prices down , especially later in the evening.

36. Interview with Ken Chace Jr.

37. According to Roger Lowenstein’s Buffett , Ken Chace was the source. Warren does not recall any of the details , including talking to Jack Stanton , but he says Ken Chace’s account is most likely correct.

38. Mary Stanton Plowden-Wardlaw , letter to Warren Buffett , June 3 , 1991. Stanley Rubin set it up.

39. Interview with Mary Stanton Plowden-Wardlaw.

40. The detailed version of this story was related in Roger Lowenstein’s Buffett , with Ken Chace as the source. Buffett recalls sitting on a bench near the Plaza with Chace , eating ice cream.

41. “The Junior League is an organization of women committed to promoting voluntarism , developing the potential of women and improving the community through the effective action and leadership of trained volunteers. Its purpose is exclusively educational and charitable , ”according to its mission statement. (The author is a member.)

42. He replaced the elderly Abram Berkowitz , who worked for the company’s law firm , Ropes & Gray , and had cooperatively decided to step down.

43. Stanton said he “hastened [his] retirement due to a disagreement with regard to policy with certain outside interests which have purchased sufficient stock to control the company.” “Seabury Stanton Resigns at Berkshire , ”New Bedford Standard-Times , May 10 , 1965.

44. Berkshire Hathaway Board of Directors’ minutes , May 10 , 1965.

45. “Buffett Means Business , ”Daily News Record , May 20 , 1965.

46. Adapted in part from the documentary Vintage Buffett: Warren Buffett Shares His Wealth (June 2004) and in part from interviews.

Chapter 28

1. Interview with Doris Buffett.

2. Ibid.

3. November 10 , 1965.

4. Report of the National Advisory Commission on Civil Disorders. New York: Bantam Books , 1968.

5. “Riot Duty Troops Gather in Omaha ,” New York Times , July 5 , 1966. The governor said the problem was unemployment , which ran triple that of whites. 30% of blacks were unemployed in Omaha.

6. Bertrand Russell , *Has Man a Future?* New York: Simon & Schuster , 1962. This powerful , absolutist book argued that unless something “radical” happened , mankind was eventually doomed by weapons of mass destruction , and predicted the development of mass chemical and biological weapons in the not-distant future.

7. The 1955 Russell-Einstein Manifesto. Russell was president of the Campaign for Nuclear Disarmament in 1958 , and was cofounder with Einstein of the Pugwash Conference , a group of scientists concerned about nuclear proliferation.

8. Interview with Dick Holland.

9. Buffett and his chief administrative officer John Harding chose a set of representative large-cap stocks , in effect creating a market index. Buffett did not want to execute the trade through a brokerage firm because the broker kept the proceeds from the sale and paid no interest to him. Harding contacted university endowment funds. Buffett went personally to Chicago to get shares. The idea of lending directly to a short-seller was so novel at the time that most universities passed. However , Harding was able to borrow about \$4.6 million of stock.

10. Buffett put \$500, 000 into treasury bills in the first quarter of 1966.

11. Interview with Susie Buffett Jr. , Meg Mueller , Mayrean McDonough.

12. Interview with Kelsey Flower.

13. Interview with Susie Buffett Jr.

14. Interview with Marshall Weinberg.

Chapter 29

1. “The Raggedy Man , ”by James Whitcomb Riley , a children’s poem about a handyman.

2. Interview with Chuck Peterson.

3. Buffett tells the story , which Charlie Heider recalls and found unforgettable. Parsow doesn’t recall it.

4. Both Byer-Rolnick and Oxxford were acquired by Koret in 1967.

5. Interview with Sol Parsow.

6. Gottesman worked for Corvine and Company , which , he says , was going out of business. He founded his own firm , First Manhattan Co. , in 1964.

7. Interview with Sandy Gottesman.

8. “That’s not negotiating , ”claims Munger.“It’s just using pithy examples to steer people to what they should be doing. Sure , it’s persuasion , but it’s legitimate persuasion.”

9. The Kohns were planning to sell for a quarter less than the tangible net assets of the business. Gottesman had done a private placement of debentures for Hochschild-Kohn with Equitable Life that year and was familiar with its financial statements. His mother-in-law , her brother Martin Kohn , and another sister were equal stockholders who owned a class of preferred stock in the company. The preferred stock was in arrears , not having paid a dividend in some time. In effect , therefore , they could have controlled the business. They had not exercised this privilege , however. The common stock was owned largely by their relative Louis Kohn , from another branch of the family and second in command after Martin Kohn.

10. DRC Offering documents for 8% debentures , December 18 , 1967.

11. He gave them the money anyway , partnered with National City to provide \$9 million in shortterm financing for the deal. Diversified Retailing Company , Inc. , Prospectus , December 18 , 1967. According to Gottesman and Moody's Bank & Finance Manual , Martin Kohn was on the board of Maryland National Bank.

12. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HQ-784. Thursday , March 20 , 1975 , page 187.

13. Buffett mentioned the problem to the partners in his mid-1966 letter but stressed the more important question of buying a company rather than a stock. Another factor was the banks , which had also started issuing credit cards , cutting further into Hochschild-Kohn's edge.

14. Interview with Charlie Munger. The company was purchased in April 1967.

15. Diversified Retailing Company , Inc. , Prospectus , December 18 , 1967.

16. Buffett says Rosner told him he got Aye Simon's consent to sell the business by saying something along the following lines: "And to hell with you. If you're going to second-guess it , you come down and run the store."The relationship was irretrievably broken.

Chapter 30

1. Including Buffett's stock in Data Documents , a separate investment , the Buffetts' net worth was somewhere between \$9.5 and \$10 million.

2. Buffett's description , in Patricia E. Bauer's "The Convictions of a Long-Distance Investor , "Channels , November 1986 , was , "One time we had a dog on the roof , and my son called to him and he jumped. It was so awful—the dog that loves you so much that he jumps off the roof..."—leaving the reader to wonder how the dog got on the roof.

3. Interview with Hallie Smith.

4. "Haight-Ashbury: The Birth of Hip , "CBC Television , March 24 , 1968.

5. In 1967 , over 2.5 billion shares traded , topping the previous 1966 record by one third. Thomas Mullaney , "Week in Finance: Washington Bullish"New York Times , December 31 , 1967.

6. But insurers looked undervalued and he thought they would get taken over. He bought Home Insurance and Employers Group Associates.

7. Sun Valley Conference , 2001.

8. At high rates of return , and paying no tax. If a shareholder had taken \$0.06 a share—after paying a tax on the \$0.10 dividend—and put it in the market earning 5% on average , he would have about \$0.42. If Buffett had kept that \$0.10 , and compounded it at the 21% he earned over the past forty years , a shareholder , who would have been slightly diluted over the years , would be \$135 richer. Looking at it on a larger scale , the tiny dividend "cost"Berkshire shareholders over \$200 million as of 2007.

9. Interview with Verne McKenzie.

10. Letter to partners , July 12 , 1967.

11. Interview with Verne McKenzie.

12. "Requiem for an Industry: Industry Comes Full Circle , "Providence Sunday Journal , March 3 , 1968.

13. Letter to partners , January 25 , 1967.

14. By September 30 , 1967 , the partnership had \$14.2 million in treasuries and short-term debt out of a total \$83.7 million invested.

15. Alice was a friend of Ringwalt's; the family believed she may have once had some sort of "under-standing" that might have led to marriage until Ernest put a stop to it. Ringwalt had a reputation as a ladies' man , but Alice also kept house for her father , and "no one was good enough for her , " Buffett says.

16. Interview with Bill Scott.

17. Interview with Charlie Heider.

18. Robert Dorr , "'Unusual Risk' Ringwalt Specialty , " Omaha World-Herald , March 12 , 1967 , and Ringwalt's Tales of National Indemnity and Its Founder (Omaha: National Indemnity Co. , 1990) recount stories of lion tamers , circus performers , and hole-in-one contests. Buffett heard of the burlesque stars from Ringwalt.

19. Berkshire paid Heider a \$140, 000 fee for the transaction.

20. Interview with Bill Scott.

21. With the company closely held , it took only a week to round up the necessary 80% shareholder approvals.

22. In his book , Ringwalt says he was only driving around looking for a metered place on the street because he refused to pay a parking garage.

23. This was a reason why National Indemnity would not need reinsurance , or protection from other insurers , which was both expensive and would make it a dependent.

24. Ringwalt also was included in the shareholder register of Diversified Retailing in 1976 (he actually sold 3, 032 shares back to the company in its tender offer).

Chapter 31

1. As quoted in an interview with Jose Yglesias as Dr. King prepared for the Poor People's Campaign. Jose Yglesias , "Dr. King's March on Washington , Part II , "New York Times , March 31 , 1968.

2. Wead , who declined to be interviewed , was the director of Wesley House , a community improvement organization of the Methodist Church.

3. Interview with Racquel Newman and her son , Tom Newman. A number of other people recalled Susie and Rackie's activities.

4. Interview with Chuck Peterson.

5. Buffett had met Rosenfield through a connection to Hochschild-Kohn.

6. Grinnell's founder , Congregational minister Josiah Grinnell , pastor of the First Congregational church in Washington , D.C. , bolted from its doors in 1852 when his Southern congregation took exception to his abolitionist views. It was Grinnell who sought advice from the famous New York Herald editor Horace Greeley and who heard the words that every schoolchild in America would subsequently learn without knowing their source: "Go West , young man , go West!"The phrase was originally written by John Soule in the Terre Haute Express in 1851.

7. Interview with Waldo "Wally"Walker , Dean of Administration at the time.

8. The luckless George Champion , chairman of the board of Chase Manhattan Bank , followed King on the program , speaking on "Our Obsolete Welfare State."

9. This common paraphrase of Lowell was more eloquent than Lowell's actual words: "Though her portion be the scaffold , And upon the throne be wrong."James Russell Lowell (1819~1891) , "The

Present Crisis”1844.

10. Interview with Hallie Smith.

11. From King’s 1963 speech at Western Michigan University. King may have said something like this at the October 1967 Grinnell Convocation , but no transcript exists.

12. King first said this in Cleveland in 1963 and used variations of it in most major speeches thereafter. He called the idea that you can’t legislate morality a “half-truth.”“It may be true that the law cannot make a man love me , ”he said , “but it can keep him from lynching me , and I think that is pretty important.”

13. Despite flirting briefly with the magic 1, 000 , it had ended down more than 15%.

14. Letter to partners , January 25 , 1967.

15. Letter to partners , January 24 , 1968.

16. Galbraith in an interview by Israel Shenker , “Galbraith: ’29 Repeats Itself Today , ”published in the New York Times on May 3 , 1970.“The explosion in the mutual funds is the counterpart of the old investment trusts. The public has shown extraordinary willingness to believe there are financial geniuses in the hundreds. Financial genius is a rising stock market. Financial chicanery is a falling stock market.”Galbraith reiterates this in “The Commitment to Innocent Fraud”Challenge , Sept.~Oct. 1999: “In the world of finance , genius is a rising market.”

17. Grinnell forgave Noyce after intervention from his physics professor Grant Gale and , according to Buffett , from Rosenfield.

18. Wallace sought signatures in order to be placed on the Nebraska ballot as a candidate for the American Party.

19. Wallace hired an ex-Klansman as a speechwriter and made a number of inflammatory statements at different times , such as “I

reject President Kennedy's statement [that] the people of Birmingham have inflicted abuses on the Negroes...the President wants us to surrender this state to Martin Luther King and his group of Communists."Yet his famous stand , blocking the University of Alabama's Foster Auditorium to prevent the enrollment of two black students until forced by federal marshals and the National Guard to step aside , was a compromise apparently engineered with the White House to appease white supremacists and avoid violence while allowing the blacks to enroll. Wallace later apologized to the black community for his role.

20. Associated Press , "Disorder , Shooting Trail Wallace Visit , "Hartford Courant , March 6 , 1968; Homer Bigart , "Omaha Negro Leader Asks U.S. Inquiry , "New York Times , March 7 , 1968.

21. "Race Violence Flares in Omaha After Negro Teen-Ager Is Slain , "New York Times , March 6 , 1968; Bigart , "Omaha Negro Leader Asks U.S. Inquiry."

22. Associated Press , "Disorder , Shooting Trail Wallace Visit."

23. UPI , "1 Wounded , 16 Held in Omaha Strike , "July 8 , 1968.

24. He recovered after a lengthy hospital stay. Part of this account is from *The Gate City: A History of Omaha* (Lincoln: The University of Nebraska Press , 1997).

25. In a December 1981 *Playboy* interview , Henry Fonda , an Omaha native , recounts witnessing the same event: "It was an experience I will never forget...My dad's office looked down on the courthouse square and we went up and watched from the window...It was so horrifying. When it was all over , we went home. My dad never talked about it , never lectured. He just knew the impression it would have on me."

26. April 4 , 1968.

27. Interview with Racquel Newman.

28. The club was renamed Ironwood in 1999.

29. By coincidence , at the time , Chuck Peterson had also been put up for the Highland. Peterson was eating there a lot with fellow flying enthusiast Bob Levine and thought he ought to join instead of freeloading.

30. Stan Lipsey , another friend of Buffett's , weighed in on behalf of Chuck Peterson. "I got so highprofile because of that , "says Lipsey , "that they made me serve on the board next year. No good deed goes unpunished. A golf buddy named Buck Friedman was the chairman. He was very serious , and I'd be trying to crack them up. He didn't like that I'd call him Buckets."

Chapter 32

1. Warren Buffett letter to Ben Graham , January 16 , 1968.

2. Ibid.

3. Armon Flenn , "Run for Your Money , "New York Times , June 3 , 1968; "Mutual Interest"Time , January 19 , 1968; Robert D. Hershey Jr. , "Mutual Funds Reaching Further for Investment;"New York Times , September 29 , 1968.

4. In 1929 , only about 3% of the population owned stock. In 1968 , about 12.5% of the population owned stock or equity mutual funds.

5. Letter to partners , July 11 , 1968.

6. The SEC prepared a study stating that the new system , NASDAQ , was "on the horizon" in 1963. NASDAQ went live on February 8 , 1971 , and traded as much volume as the American Stock Exchange in its first year. Eric J. Weiner , What Goes Up: The

Uncensored History of Modern Wall Street , New York: Little , Brown , 2005.

7. Warren Buffett letter to the Graham Group , January 16 , 1968.

8. Warren Buffett letter to the Graham Group , September 21 , 1971.

9. DRC earnings were down overall \$400, 000 , or 17% , in 1968. Associated Cotton Shops earned about 20% on the money employed in the business—an outstanding performance in any year but especially in difficult 1968.

10. Letter to partners , January 24 , 1968.

11. Buffett lost money in stocks at times and was quick to cut his losses. The margin of safety didn't prevent losses but shifted the odds away from large losses.

12. The Youth International Party (Yippees) , a prankster group of anarchist activists , nominated Pigasus the Pig as their party candidate. Leader Jerry Rubin said , “Why vote for half-pigs like Nixon , Wallace , and Humphrey , when you can have the whole hog?”at a speech to the University of British Columbia Faculty Club (October 24 , 1968).

13. Interview with Verne McKenzie , who says that Chace was upset but did not show it. He did what he had to do.

14. The impact of credit cards and a radical change in consumer thinking about consumption is hard to overstate. Savings and layaway—once commonplace in purchasing even items such as clothing—were replaced by debt. Although economists debate measures of household wealth over time , the result has been a world of renters who tithe to financial institutions. The “earthquake risk”is a catastrophic mass deleveraging. (See 2008 credit crisis.)

15. Retailers paid , on average , 2 for every dollar of sales for the stamps they gave out and tacked this onto the price of their goods.

16. They priced Blue Chip cheaper , at 1.5.

17. Blue Chip had 71% of the trading-stamp business in California at the time.“Safe on Its Own Turf , ”Forbes , July 15 , 1968.

18. Sperry & Hutchinson sued Blue Chip when the Alpha Beta and Arden-Mayfair food chains dropped S&H stamps in favor of Blue Chip stamps. Blue Chip paid \$6 million to settle this case.

19. Each “package”priced at \$101 , consisted of \$100 face amount of 6.5% ten-year debt plus three shares of \$0.333 par common stock. A total of 621, 600 Blue Chip shares were included in the offering. Nine retailers who were big Blue Chip customers split another 45% , which went into trusts for ten years. The remaining 10% went to company management (as reported in the Wall Street Journal , September 23 , 1968).

20. A couple of gas-station chains were still suing , as were a group of small trading-stamp companies in Northern California. Blue Chip Stamps annual report to shareholders , 1969.

21. One of the Graham Group members recalls this.

22. Letter to partners , January 24 , 1968.

23. Leslie Berlin , The Man Behind the Microchip. New York: Oxford University Press , 2005.

24. Buffett shorted 10 , 000 shares of Control Data in the third quarter of 1965 in the low \$30s—at this point he had over \$7 million of his portfolio in shorts. He eventually bought some Control Data for the partnership in 1968 , as a “workout , ” meaning an arbitrage.

25. Interview with Katie Buffett , who said Fred wanted to put in \$300 and she “snatched a little”to add another hundred. She thought

she would have been better off putting more money in the partnership.

26. In the form of a convertible debenture.

27. Leslie Berlin , The Man Behind the Microchip.

28. Buffett told his partners about the “particularly outstanding performances” of Associated Cotton Shops and National Indemnity Company. But the controlled companies had only a “decent” performance overall; Berkshire and Hochschild-Kohn were dragging down the results.

Chapter 33

1. A former Kelly girl temporary office worker , Kaiser came to work in January 1967 and stayed until her retirement in 1993.

2. Interview with Donna Walters. Buffett shared Walters with Sol Parsow , the men’s haberdasher in the building’s lobby.

3. Blue Chip stamps were the closest equivalent.

4. Beginning with “Love Only Thing That Stops Guard , ” Omaha World-Herald , April 20 , 1952 , continuing to a cute feature picture of Susie and the kids packing a picnic Thermos , and a story about him buying Sam Reynolds’s house.

5. Loomis’s recollections are from her memoir in Fortune , “My 51 Years (and Counting) at Fortune , ” Fortune , September 19 , 2005.

6. Loomis wrote an admiring profile of hedge-fund manager A. W. Jones , “The Jones Nobody Keeps Up With , ” Fortune , April 1966 , around the time or shortly before she met Buffett. In this article she mentions Buffett in passing. She did not begin to profile him in her writing until “Hard Times Come to the Hedge Funds , ” Fortune , January 1970.

7. Buffett says that he never actually overslept his paper route. This seems to be his version of the common “test-anxiety dream.”

8. Interview with Geoffrey Cowan.

9. Interview with Tom Murphy.

10. Warren Buffett letter to Jay Rockefeller , October 3 , 1969. Buffett added , “It tends to be a very poor business unless you have a life-size fold-out of a girl in the middle. I have frequently told my partners that I would rather lose money logically than make money for the wrong reasons. Hopefully , I will come up with some similar aphorism to rationalize this deal.”

11. Buffett put in \$32, 000 to start.

12. Interview with Charles Peters , with additional condensed comments adapted from Peters’s memoir , *Tilting at Windmills*. New York: Addison-Wesley , 1988.

13. Buffett put in another \$50, 000.

14. After being told that he couldn’t donate his investment in the Washington Monthly to charity , “I finally let them give the stock to one of the people who worked there , just to get rid of it , ”says Stanback.“It was worthless.”

15. Letter to partners , May 29 , 1969.

16. Ibid.

17. Ibid.

18. The Buffetts hired teachers as babysitters , but Howie co-opted the teachers’ husbands into becoming his confederates , doubling the degree of lawlessness.

19. Al Pagel , “Susie Sings for More Than Her Supper , ”*Omaha World-Herald* , April 17 , 1977.

20. Interview with Milton Brown.

21. Berkshire Hathaway annual meeting , 2004.

22. Letter to partners , October 9 , 1969.

23. John Brooks , The Go-Go Years. New York: Ballantine Books , 1973.

24. The stock had “split”so that each share became five , then promptly rose to \$25 per share.

25. Blue Chip had called a shareholders’ meeting to vote on a secondary offering in which shareholders could offer blocks of existing stock to the public.

26. Interview with Wyndham Robertson , who says she could barely understand the code when she first joined the Graham Group two years later in Carmel.

27. Letter to Graham Group , September 21 , 1971.

28. Interviews with Marshall Weinberg , Tom Knapp , Fred Stanback , Ruth Scott.

29. Interview with Ed Anderson.

30. Letter from Warren Buffett to Graham Group , September 21 , 1971.

31. Interview with Fred Stanback.

32. Interview with Sandy Gottesman , who notes that they basically broke even on the deal; he says that a bit of mythology has arisen around the Hochschild-Kohn deal.“It goes down in history as an enormous mistake , ”he says.“And I don’t think it was as big a mistake as represented... it’s grown way out of proportion.”

33. Supermarkets General bought Hochschild-Kohn in 1969 for \$5.05 million cash plus \$6.54 million in non-interest-bearing notes

with a present value of about \$6 million. Effectively , DRC received about \$11 million.

34. From the 1969 Diversified Retailing annual report. But if Buffett had been hit by the proverbial bus , under the terms of the debenture , the obligation for mandatory redemption would have ceased. So he was taking the element of random chance out of it.

35. Wilder was not the only doubter.“Danny [Cowin] thought I was crazy to do it , ”says Buffett.

36. Cited in the 1989 letter to shareholders.

37. “How Omaha Beats Wall Street , ”Forbes , November 1 , 1969.

38. The article stated that Buffett had lived in the house since his marriage in 1952 , an error later repeated by other writers. The Farnam house was far from the “starter home”that is implied. Articles often refer to the house as “modest”or some similar term and rarely mention its extensive remodeling. Buffett bought the house in 1958.

39. Evelyn Simpson , “Looking Back: Swivel Neck Needed for Focus Change Today , ”Omaha World-Herald , October 5 , 1969.

Chapter 34

1. Carol Loomis , “Hard Times Come to the Hedge Funds , ”Fortune , January 1970 , the first of a series of Loomis articles that showcase Buffett’s opinions.

2. Book value. Tangible book value was \$43. Warren Buffett letter to partners , October 9 , 1969.

3. Ibid.

4. The more inquisitive partners may have discovered that

Berkshire Hathaway owned Sun Newspapers by reading its 1968 annual report.

5. Letter to partners , October 9 , 1969. Buffett explained that he expected stocks to yield about 6.5% after tax for the next ten years , roughly the same as a“purely passive investment in tax-free bonds.”Even the best managers , he said , were unlikely to do better than 9.5% after tax. Compare this to the 17% return he had projected to partners in the early years of the partnership and the 30% average he had actually achieved.

6. Letter to partners , December 5 , 1969.

7. According to Buffett , a couple of them never were able to find anyone they trusted to manage their money , and one ended up working as a fortune-teller in San Diego.

8. Letter to partners , December 26 , 1969.

9. This statement is intriguing since Buffett had just named Dow Jones as the stock he would like to own on a desert island. However , the Sun was not a good investment.

10. Emphasis added by author. By then , a small cult of Buffett-stalkers monitored his holdings , and curiosity about Buffett's intentions was rife among many partners. The importance of a clear statement of his intentions——after more than a decade of obsessive secrecy——should have been unmistakable (at least with hindsight).

11. Buffett indulged in a bit of score-settling with the underwriters in his letter to partners of December 26 , 1969 , saying that the deal was pitched “with a heavy weight”placed on a comparison to Sperry & Hutchinson , the nearest competitor , but shortly “before the stock was to be offered , with the Dow Jones Industrials much lower but S&H virtually unchanged , they indicated a price far below their former range.”(Blue Chip at the time had declined significantly.) “We reluctantly agreed and felt we had a deal but , on the next business day , they stated that our agreed price was

not feasible.”

12. It was a little unclear what the filling stations’ actual beef was. They had given out Blue Chip stamps and made money doing it. If there were five stamp companies in California , they might have given out stamps that cost more , and it isn’t clear that they would have made more money—they might have made less.

13. This takes into account the approximately 90, 000 shares of Blue Chip Stamps that were still tied up in BPL because of the delay in the sale.

14. DRC’s 1971 annual report discloses \$841, 042 of notes issued “in exchange for common stock of an affiliated company” due on varying dates , or within twelve months of the death of Warren E. Buffett. DRC continued to issue these notes until 1978 , for a total of \$1.527 million. During the first year the notes were also payable at the payee’s demand. Apparently the notes were reissued with this term eliminated in 1972 (according to the 1972 DRC financial statements).

15. 1970 Annual Statement for Reinsurance Corporation of Nebraska , Berkshire Hathaway , Diversified , and Blue Chip , Forms 10-K and annual reports to shareholders.

16. Interview with Verne McKenzie.

17. Interview with Rhoda and Bernie Sarnat.

18. Interview with Charlie Munger.

19. Through chunks of stock large enough to almost certainly block an unfriendly takeover.

20. Blue Chip sales peaked in 1970 at \$132 million.

21. A&P’s discounting program , Where Economy Originates , prompted other supermarket chains to adopt discounting in 1972. “The Green Stamp Sings the Blues , ”Forbes , September 1 , 1973.

22. From the files of Berkshire Hathaway.

23. Interview with Bill Ramsey. The sale occurred because Laurence A. See , son of Mary See and a founder of the firm , had died , and Charles See , his brother and executor of his estate , mentioned to an attorney acquaintance while on vacation in Hawaii that he might want to sell. The attorney told Bob Flaherty , who worked for Scudder , Stevens , and Clark , and Flaherty talked to Ramsey , who was also a client of the firm.

24. From Margaret Moos Pick , *See's Famous Old Time Candies , A Sweet Story*. San Francisco: Chronicle Books , 2005.

25. Interview with Ed Anderson.

26. Buffett and Munger paid 11.4x trailing twelve months earnings for See's (i.e. , a price equal to over eleven years' worth of the company's earnings—at the past twelve months' earnings rate). This was a remarkably high price/earnings ratio for Buffett , who rarely paid more than ten times earnings. Paying more than book value was also unprecedented. Susie told at least one friend that he "bought it for her , "because of her chocolate obsession , which sounds like something he might have said as an endearment.

27. Since 1960.

28. Letter from John W. Watling to Harry W. Moore , December 3 , 1971. Buffett was particularly involved in tax aspects of the deal. He wrote a detailed memorandum outlining a proposed structure for the company's trademarks in order to obtain a tax basis equal to the effective purchase price without incurring the tax costs that a sale would entail under tax law at the time , such as depreciation recapture and investment tax-credit recapture. Price Waterhouse , the accountants for See's , apparently were pleased that Buffett had done their job and wrote a memo concurring with his proposal and explaining how it would be executed (letter from Price Waterhouse & Co. to William F. Ramsey , January 18 , 1972).

29. This account is an amalgamation of interviews with Munger and remarks at the Berkshire Hathaway 2003 annual meeting. Warren Buffett and Charlie Munger , “What Makes the Investment Game Great Is You Don’t Have to Be Right on Everything , ” Outstanding Investor Digest , Vol. XVIII , Nos. 3 and 4 , Year End 2003 Edition.

30. Interviews with Ed Anderson and Chris Browne. Buffett’s reasoning in situations like this and Berkshire was that he needed the stock to get control. However , his allies could have kept their stock and voted with him. Indeed , in his younger days when he had less capital , Buffett had arranged such voting blocks.

31. Warren Buffett letter to Chuck Huggins , December 28 , 1971.

32. During the early 1970s , the price of sugar increased sixfold. Although most news stories focused on the price of meat , sugar and cocoa were the commodities that experienced the most wrenching price increases.

33. At the time a cult product that people carried home on airplanes after encounters on vacation in Colorado.

34. Narrative is based on correspondence among Warren Buffett , Stanley Krum , and Chuck Huggins , 1972. In a letter dated later in 1972 , Buffett the teetotaler also says , “Maybe grapes from one little eighty-acre vineyard in France are really the best in the whole world , but I have always had a suspicion that about 99% of it is in the telling and about 1% is in the drinking.”

35. This is the lament of a number of the managers.

36. Warren Buffett letter to Chuck Huggins , September 25 , 1972.

37. Interviews with Tom Newman , Raquel Newman.

38. Buffett also would have gone on the board of his favorite company , GEICO , had the SEC not concluded that it would be a

conflict because Berkshire Hathaway already owned an insurance company , National Indemnity.

39. Interview with Peter Buffett.

40. Each of the advisory-board members invested about \$7, 000. Control of the bank was retained within the African-American community. Some blacks did not want white investors.“They just thought we were trying to put something over on them , I guess , ” Buffett says.

41. Interview with John Harding.

42. Interview with Larry Myers. According to Myers , Buffett continued this level of involvement for seventeen years. An advisory board is different from a regular board position and normally requires less time commitment.

43. Roger Lowenstein , Buffett: The Making of an American Capitalist. NewYork: Doubleday , 1996.

44. Interview with Hallie Smith.

45. Interview with Rhoda and Bernie Sarnat. Buffett recalls the story as well.

46. At an anniversary party for the Thompsons a few weeks earlier , the Buffetts’ cook served what came to be known throughout Omaha as the “poisoned chicken.”Except for a rabbi and his wife , who ate tuna , everyone present came down with salmonella. By then , Buffett was so wellknown that the episode made the Omaha World-Herald. Interview with Rabbi Meyer Kripke.

47. Interview with Ron Parks.

48. As Buffett tells this story he lost the game , but according to Roxanne and Jon Brandt , he was determined not to lose to a six-year-old——and won.

49. According to a friend , Susie began to verbalize this attitude around the late 1960s. She later said these words , as quoted , to Charlie Rose in an interview.

50. Interview with Milton Brown. Several sources confirm that Susie was frequently in contact with Brown during this period.

51. Interviews with Racquel Newman , Tom Newman.

52. His mortgage was \$109, 000 in 1973.

Chapter 35

1. “Warming Up for the Big Time: Can John Tunney Make It as a Heavyweight?”Charles T.Powers , West magazine (Los Angeles Times) , December 12 , 1971.

2. A letter from Senator Ed Muskie to Buffett , September 23 , 1971 , said that Muskie was “especially intrigued by this concept , ”which Hughes and Rosenfield had passed along to him. Later , the same notion , with the more memorable and attention-grabbing name “misery index , ”played a role in President Jimmy Carter’s failure to win a second term.

3. James Doyle , “A Secret Meeting: Hughes Rejects Presidential Bid , ”Washington Evening Star , July 15 , 1971.

4. John H. Averill , “Hughes Drops Out as Democratic Contender , ”Los Angeles Times , July 16 , 1971.

5. Without naming the interviewer , this incident is cited by James Risser in “‘Personal’ Religion of Senator Hughes , ”Des Moines Sunday Register , July 11 , 1971. Hughes appeared on Meet the Press on April 4 , 1971.

6. James Risser and George Anthan , “‘Personal’ Religion of Senator Hughes.”Hughes said he “believes in the ability of certain

people to foretell the future.”

7. The way Hughes told this story (with Dick Schneider) in his autobiography , *The Man from Ida Grove* (Lincoln , Va.: Chosen Books , 1979) , differed slightly from the press account. Hughes freely discusses his reputation as a “mystic”and mentions Rosenfield’s backing. He does not mention Buffett but recalls the meeting as taking place in a California motel room instead of Washington , as reported. On the plane on the way home , he saw“a vision of a red button”that would launch “an awesome nuclear attack”and says he realized that , as President , he could not press the button. After asking God’s guidance , he decided not to run for President.

8. John H. Averill , “Hughes Drops Out as Democratic Contender.”Most likely , the media would have unearthed the story at some point anyway , and Hughes was saved from greater embarrassment later. Hughes’s advisers subsequently denied in the *Los Angeles Times* that disclosing his beliefs in spiritualism and his communication with his dead brother through a medium had influenced his decision not to run.

9. Interview with Tom Murphy.

10. This version of the story is an amalgamation of Murphy’s and Buffett’s versions. The stories are identical except for trivial differences in their recollection of the dialogue.

11. The announcement of the sale of the Fort Worth Star-Telegram and the area’s AM and FM radio stations to Cap Cities for \$80 million was on January 6 , 1973. However , the closing of the deal was delayed until November 1974.

12. “I Should have done it , ” Buffett says.“That was really dumb. We would have made a lot of money with that.”

13. According to Boys Town (now renamed Girls and Boys Town) , the home opened on December 12 , 1917 , with about six boys and grew to twenty-five within three weeks. The approximate

date and number (“between twenty and thirty”) are cited in Omaha’s Own Magazine and Trade Review , December 1928.

14. Howard Buffett “helped us greatly in securing our own post office for which we were deeply grateful , because he came to us to assist us when we were badly in need of a friend.”Patrick J. Norton letter to Warren Buffett , April 24 , 1972. The post office was established in 1934 and the village became incorporated in 1936 , according to the Irish Independent , August 25 , 1971. The post office was a key element in the charm of Boys Town’s fund-raising appeals.

15. The average contribution at the time of the Sun’s story was \$1.62. Transcript , Mick Rood interview with Msgr. Nicholas Wegner.

16. Ibid. Robert Dorr , “Hard-Core Delinquent Rarity at Boys Town , ”Omaha World-Herald , April 16 , 1972.

17. Paul Williams , Investigative Reporting and Editing , Englewood Cliffs , N.J.: Prentice-Hall , 1978. Williams was the editor during the Boys Town investigation.

18. Michael Casey , new director of special projects brought in after the Sun story , described the atmosphere as a “minimum-security prison , ”based on his experience working in prisons and mental hospitals , in “Midlands News”of the Omaha World-Herald , March 10 , 1974. According to Casey’s account , he was forced to resign from Boys Town six months later and stated that reforms were window dressing. Father Hupp says Casey left because his job was done—but Casey was an outspoken ex-convict , which may have made him “too hot.”

19. Paul N. Williams , “Boys Town , An Exposé Without Bad Guys , ”Columbia Journalism Review , January/February 1975.

20. The Sun had a “four-way”staff that reported stories that would appear in seven editions of the paper. These were the reporters working on the Boys Town story.

21. According to Paul Williams , in Investigative Reporting and Editing , Boys Town got school-aid funds and state welfare and gasoline tax funds. While these were “relatively small change” in the context of the overall budget , about \$200, 000 a year , the discrepancy was real and pointed to other possible problems.

22. Transcript , Mick Rood interview with Msgr. Nicholas Wegner. Wegner speaks of “this gal down there in the Lincoln welfare department [who] tried to make a big thing , a big blow out of this...” which , he thought , was personal rather than institutional. Nevertheless , he implied that Boys Town might move out of state if the regulators pestered it too much because “our bylaws say WE'RE NOT OBLIGED TO STAY HERE.”

23. Paul Williams , Investigative Reporting and Editing.

24. Interview with Mick Rood. According to several sources , the “Deep Throat” of Boys Town , a role that required courage in insular Omaha , was Dr. Claude Organ.

25. Jeannie Lipsey Rosenblum described his appearance at that time in an interview.

26. As a religiously affiliated organization , Boys Town was entitled to an exemption for the first two years and could have filed with the archdiocese of Omaha. But it had filed separately anyway.

27. According to Paul Williams , the footwork in Philadelphia was done by Melinda Upp , a Washington reporter whom he previously had tried to hire. Finally , the call came: Are you sure you want this? she asked. The IRS charged a dollar a page and it was 94 pages long. The answer was , Hell , yes.

28. Interview with Randy Brown.

29. In his follow-up columns in the Sun.

30. The \$25 million is combined fund-raising and investment

income.

31. Interviews with Mick Rood , Warren Buffett.

32. The Sun published on Thursdays and worked around its own production schedule while trying to cut off the opportunity for a preemptive response through the Omaha World-Herald.

33. Paul Williams , Investigative Reporting and Editing , and Craig Tomkinson , “The Weekly Editor: Boys Town Finances Revealed”Editor & Publisher , April 15 , 1972.

34. Transcript , Mick Rood interview with Msgr. Nicholas Wegner.

35. The reporters interviewed thirteen of the seventeen board members. Two were too old or ill to be interviewed.

36. Monsignor Schmitt , speaking at a press conference on May 22 , 1972. Press conference transcript.

37. Interview with Randy Brown.

38. Paul N. Williams , “Boys Town , An Exposé Without Bad Guys.”

39. Michael D. LaMontia , director of the State Department of Public Institutions , which oversaw Boys Town , called the Sun’s criticisms those of a “vocal minority”that should be ignored in a letter to Wegner , May 25 , 1972. The Sun , he said , speaks“from a very low profile and is really not heard by many people. The person being attacked can let it die a natural death....”He referred to the reporters as “scavengers”and “professional losers.”Possibly Mr. LaMontia was merely being empathetic , but his tone seemed a little more charged-up than that.

40. Paul N. Williams , “Boys Town , An Exposé Without Bad Guys.”

41. “Boys Town Bonanza , ”Time , April 10 , 1972; “Boys Town’s Worth Put at \$209 Million , ”Los Angeles Times , March 31 , 1972; “Money Machine , ”Newsweek , April 10 , 1972; Tomkinson , “The Weekly Editor.”

42. “Other Boys Homes Affected by Boys Town Story , ”Omaha Sun , December 14 , 1972.

43. Undated two-page letter from Francis P. Schmitt to Boys Town supporters printed on Boys Town stationery; “Boys Town May Take Legal Steps to Initiate New Programs , Policies , ”Omaha Sun , December 14 , 1972; correspondence between Paul Williams and the “Irreverent Reverend” Lester Kinsolving of the National Newspaper Syndicate Inc. of America , a muckraking religious columnist widely syndicated through the San Francisco Chronicle. Schmitt was angry because , among other things , Boys Town’s marketing domicile had backfired: Kinsolving wrote a followup story in the Washington Evening Star , “Boys Town Money Machine”(November 4 , 1972) , and datelined it Boys Town , Nebraska. Schmitt (incorrectly) felt that he had no right to do so.

44. Paul Critchlow , “Boys Town Money Isn’t Buying Happiness , ”Philadelphia Inquirer , July 20 , 1973.

45. The Reverend Monsignor Wegner , letter to a man who said he was an employee of the San Francisco Examiner and worked in the composing room , June 1 , 1973. The man wrote Lester Kinsolving at the San Francisco Chronicle and asked that his name not be used in a story , probably because he was offering it to a competing paper. Kinsolving apparently forwarded this material to Buffett.

46. Used with permission of the Omaha Press Club Foundation.

47. Warren Buffett letter to Edward Morrow , April 21 , 1972.

48. Memo from Paul Williams to Buffett , October 13 , 1972 , including Buffett’s comments.

49. Mick Rood note to personal files , January 19 , 1973. Transcript , Mick Rood interview with Msgr. Nicholas Wegner.

50. The award was to “The Sun Newspapers of Omaha , of The Sun Newspapers of Omaha: For uncovering the large financial resources of Boys Town , Nebraska , leading to reforms in this charitable organization’s solicitation and use of funds contributed by the public.”It was the first time a weekly paper won for Local Investigative Specialized Reporting (although according to Pulitzer Center staff , weeklies had won before in categories other than investigative reporting).

51. However , Monsignor Wegner was described as “frail”and had had several recent surgeries. See Paul Critchlow , “Boys Town Money Isn’t Buying Happiness.”

52. Among the consultants’ findings was that the Boys Town staff morale was now low , with many long-tenured employees having worked for years on church-mouse wages on the impression that Boys Town was barely getting by. In 1973 , Boys Town actually raised more money than in 1972 (over \$6 million) , according to the Omaha World-Herald (March 21 , 1973). The main result of the exposé and reforms was increased transparency and accountability over how the money was spent.

53. George Jerome Goodman (writing as “Adam Smith”) , Supermoney. New York: Random House , 1972. Goodman (known as Jerry) chose his pen name after Adam Smith , the father of market economics.

54. John Brooks , “A Wealth of Notions , ”Washington Post , October 22 , 1972.

Chapter 36

1. Interview with Stan Lipsey. Scripps Howard owned 60% of the

paper but had been ordered by the Department of Justice in 1968 to divest it on antitrust grounds because it also owned the Cincinnati Post & Times-Star , a competing paper. Blue Chip bought 10% of the Enquirer's stock and tried to get the rest for \$29.2 million in February 1971.

2. Scripps would have been interested in selling because it was looking at buying Journal Publishing and Albuquerque Publishing and could not own all three.

3. Graham thought that the only alternative to going public was to sell one of the company's TV stations , which she did not want to do. To protect the business from an unfriendly bidder , Beebe and family lawyer George Gillespie structured the stock sale in two tiers , with class A shares in the family's hands and class B stock , which carried diluted voting privileges , sold to the public. Katharine Graham , Personal History. New York: Alfred A. Knopf , 1997.

4. Graham told this story to Buffett.

5. Katharine Graham , Personal History.

6. Katharine Graham letter to Charlie Munger , December 23 , 1974.

7. Katharine Graham , Personal History.

8. Katharine Graham interview with Charlie Rose , February 5 , 1997.

9. Some of the nonvoting B shares went to Kay's brother , Bill , in exchange for an investment in the company. Kay's sisters were not investors in the Post. At the time , the unprofitable newspaper was less a financial asset than a public responsibility and a source of prestige.

10. Buffett's former golf coach Bob Dwyer was the office boy who performed this task , in between running copy for the Post's editorial

department.

11. Katharine Graham , Personal History.

12. These anecdotes are from Personal History.

13. C. David Heymann's *The Georgetown Ladies' Social Club* (New York: Atria Books , 2003) a well-researched account of the most influential Washington hostesses and the private power they wielded —gave examples , such as a black eye , that indicated that on at least some occasions Phil Graham physically abused her.

14. Stories of the women with whom Phil Graham was involved and the allegation that he swapped girlfriends with Kennedy , including the actress-model Noel-Noel , are contained in *The Georgetown Ladies' Social Club*.

15. In her memoir , Graham attributed this partly to the subservience of women in her time and partly to her emotionally abusive upbringing. She seems to have had at least a partial grasp of her own role in enabling Phil's behavior.

16. Katharine Graham interview with Charlie Rose , February 5 , 1997.

17. Ibid.

18. Interview with Don Graham.

19. Beebe had been a partner at Cravath , Swaine & Moore in New York and , under the direction of Don Swatland , in 1948 was instrumental in designing the structure that protected the Post from a sale outside the family.

20. Katharine Graham , Personal History.

21. McNamara later said he commissioned the "History of the United States Decision-Making Process on Vietnam Policy" to "bequeath to scholars the raw material from which they could

reexamine the events of the time.”Sanford J. Ungar , *The Papers and the Papers: An Account of the Legal and Political Battle over the Pentagon Papers* 23~27. New York: E. P. Dutton , 1972.

22. Dialogue between Graham and Bradlee has been condensed and edited for clarity from *Personal History* and her interview with Charlie Rose. Description of the scene is from *Personal History*.

23. Bob Woodward , “Hands Off , Mind On , ”*Washington Post* , July 23 , 2001.

Chapter 37

1. Nixon made explicit threats about the licenses , but a paper trail did not surface to document this until May 1974 (Katharine Graham , *Personal History*. New York: Alfred A. Knopf , 1997). Graham filed an affidavit with the FCC on June 21 , 1974 , saying the challenge was “part of a White House-inspired effort to injure...the company in retaliation for its Watergate coverage.”Morton Mintz , “Mrs. Graham Links White House , TV Fights , ”*Washington Post* , June 27 , 1974; David E. Rosenbaum , “Threats by Nixon Reported on Tape Heard by Inquiry , ”*New York Times* , May 16 , 1974.

2. Katharine Graham , *Personal History*.

3. Ibid.

4. All quotes on Meyer are from Cary Reich , *Financier: The Biography of André Meyer: A Story of Money , Power , and the Reshaping of American Business*. New York: William Morrow , 1983.

5. Cary Reich , *Financier*.

6. “The whole company at one point got down to where it was seltingfor eighty million , ” Buffett says.“We spent a little less than ten

million bucks when all was said and done and paid a price that valued the company on average at a hundred million.”

7. Graham’s memoir , which downplays her relationship with Meyer , credits Gillespie and Beebe for the idea of the two-class stock. Meyer’s biographer , Cary Reich , credits Meyer for the idea. Given Meyer’s talents as a banker , it seems unlikely he had no involvement.

8. Warren Buffett letter to Katharine Graham , May 1973.

9. Jim Hoagland , “A Journalist First , ”Washington Post , July 18 , 2001.

10. Robert Kaiser , “The Storied Mrs. Graham , ”Washington Post , July 18 , 2001.

11. Cary Reich used the term “irate”in Financier.

12. Interview with Arjay Miller.

13. Katharine Graham , Personal History.

14. “A Sure Thing? What Is Inside Information? Forget the black-and-white definitions. The real world often comes in gray , like at the San Jose Water Works , ”Forbes , September 1 , 1973.

15. The company had disclosed in 1971 that the city was interested in buying it.

16. Interview with Bill Ruane.

17. Warren Buffett letter to Malcolm Forbes , August 31 , 1973.

18. Interview with Bill Ruane.

19. Katharine Graham , Personal History.

20. Patrick Brogan , The Short Life and Death of the National News Council: A Twentieth Century Fund Paper. New York: Priority Press Publications , 1985. The Council survived for eleven years

before giving up—a decade before the Internet became available—for lack of a viable outlet through which its findings could reach the public.

21. Interview with George Gillespie.

22. Interview with Don Graham.

23. Katharine Graham , Personal History.

24. October 20 , 1973.

25. Graham’s foreword to Meg Greenfield’s *Washington*. New York: Public Affairs , 2001.

26. Graham more tactfully called him a “delightful and mischievous goad”in *Personal History*.

27. In her book , Graham recalls that “someone”mentioned the amortization of intangibles and that Howard Simons , unprompted , then challenged her to define it. Possibly Graham did not perceive herself as “showing off”when writing what was , after all , her own memoir.

28. Interview with Don Graham.

29. Interview with Liz Hylton.

30. The Dumbarton Oaks Conference; the Dumbarton Oaks Research Library and Collection.

31. Wisner was the widow of Frank Wisner , and married columnist Clayton Fritchey in 1975 , becoming Polly Fritchey.

Chapter 38

1. Wattles , confusingly , bore the same name as Gurdon W. Wattles , the “streetcar king”of Omaha , who was no relation.

2. Interviews with Ed Anderson , Marshall Weinberg.

3. Buffett bought American Manufacturing at 40% of what he thought it was worth.“How Omaha Beats Wall Street , ”Forbes , November 1 , 1969.

4. A couple of other people did what Wattles did——Thomas Mellon Evans and Jean Paul Getty. Buffett followed Evans , too , while another Columbia friend , Jack Alexander , and his partner , Buddy Fox , followed Getty , who pyramided oil companies and wrote a book , How to Be Rich (not how to get rich). Evans , a Pittsburgh businessman , discussed in “Heirloom Collector , ”Time , May 11 , 1959 , operated through H. K. Porter and Crane Co. Wattles , who is virtually unknown today , was a director of Crane.

5. It didn't make you huge money unless you picked the shareholders' pockets , as some had done. An unscrupulous operator could milk the subsidiaries for money while saddling the shareholders of the parent company with an unsustainable amount of debt. John S. Tompkins , “Pyramid Devices of 20's Revived , ”New York Times , November 16 , 1958.

6. “If I have seen further it is by standing on ye shoulders of giants.”Letter from Isaac Newton to Robert Hooke , February 5 , 1676.

7. “Fighting the Tape , ”Forbes , April 1 , 1973.“I trust this man [Wattles] to do intelligent things , ”Ruane said. Shareholders had sued over the values in the merger , however , illustrating the conflicts created by the Wattles model.

8. Interview with Charlie Munger.

9. Blue Chip made two purchases totaling 137, 700 shares , or 6% , of Wesco on July 11 and July 14 , 1972. Between July 1972 and January 1973 , Blue Chip bought another 51 , 300 shares , or 2% of the stock , through open market purchases on twenty different days.

10. “Not Disappointed , Says Analyst As Wesco , FSB Call Off Merger , ”California Business , March 15 , 1973.

11. Wesco’s equivalent book value per share at the exchange ratio offered was \$23 , compared to Santa Barbara’s \$8. Santa Barbara had zero unrestricted capital , whereas Wesco had \$7 per equivalent share free net worth. Santa Barbara’s earnings per equivalent share after bad debt accruals and deferred taxes were 28.7% lower than Wesco’s.

12. This is Betty Casper Peters’s recollection of how Buffett related the story to her.

13. A letter from Charlie Munger to Louis Vincenti , February 8 , 1973 , makes the case that Home Savings’ (a California banking giant) cost structure was so low“because it is run like Wesco.”

14. Interview with Betty Casper Peters.

15. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Wednesday , March 19 , 1975 , p. 53. Warren E. Buffett testimony , March 21 , 1975 , pp. 61~63.

16. Interview with Charlie Munger.

17. “It is awkward , ”he wrote , “when we want to talk to you about alternatives to be provided by us for Wesco shareholders , to have you sort of prevented from considering anything unless and until released by FSB [Santa Barbara] or actions of ours....I guess all we can do is have everyone act as best he can as the matter unfolds to an outcome now not entirely clear to us.”Charles T. Munger letter to Louis R. Vincenti , February 8 , 1973.

18. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Wednesday , March 19 , 1975 , page 84.

19. Interview with Betty Casper Peters.

20. Minutes of the Special Meeting of Board of Directors of Wesco Financial Corporation , February 13 , 1973.

21. Interview with Betty Casper Peters.

22. All analyst commentary from “Not Disappointed , Says Analyst As Wesco , FSB Call Off Merger , ”California Business.

23. Peters was grateful to them , writing to Don Koeppl two months later that the decision to kill the deal looked “heroic”because Santa Barbara’s stock price had fallen from over \$33 to \$15.50.

24. Interview with Charlie Munger.

25. Blue Chip applied to the Federal Savings and Loan Insurance Corporation to buy 50% of Wesco , thereby turning Blue Chip , and potentially its affiliates Berkshire , Diversified , and others , into a savings-and-loan holding company. In the application , the companies said that Diversified had never considered Blue Chip a subsidiary but Diversified and its affiliates might be deemed to control Blue Chip by view of Buffett’s ownership of the stocks of both as well as of Berkshire , which owned 17.1% of Blue Chip at the time.

26. Munger started looking at other California bank stocks and suggested that Wesco might buy a large block of Crocker National Bank.

27. “I have a personal , pronounced prejudice in favor of buying at a material discount from book value stock in extremely entrenched institutions which have earned between 11% and 13% on book value for a decade or more with a history of substantial and ever-increasing dividends. Moreover , I like the idea of diversifying the economic base at Wesco with something like a zero increase in overhead. I also like becoming the largest shareholder in substantial enterprises——on the theory that this adds a possible plus factor to investment performance.”Charles T. Munger letter to Lou Vincenti , April 3 , 1973.

28. Buffett's trading style that year suggested he might be pessimistic about the economy and was preparing for a downturn. He wrote straight covered-call options on Kennecott Copper and down-and-out options , a more sophisticated type of covered call that limits the downside and upside within a specified range , on several stocks such as Ford Motors , General Motors , and Black & Decker. Selling calls on the latter three economically sensitive stocks was not a market call , but does suggest that he was more pessimistic than optimistic about the economy. Letter from Warren Buffett to Jack Ringwalt , March 9 , 1972.

29. At December 31 , 1973 , his Post stock was worth \$7.9 million.

30. Catherine Elberfeld letter to Warren Buffett , May 1974.

31. Ben Graham wrote about this Eau Claire , Wisconsin , company in The Intelligent Investor.

32. "I'd have made a hell of a lot more money if I hadn't sold it. I would have made a fortune out of the stock , " Buffett says. He says he got off quickly when he learned the CEO had different deals with every director about pay. Vornado was under different management and owned discount stores. Today it is a real estate investment trust managed by Steven Roth.

33. Interview with Bob Malott.

34. Buffett says he immediately told Malott that FMC should buy back its own stock , which was cheap. Although FMC considered the idea , it didn't follow through.

35. Black enrollment had risen to one third and was projected to rise to nearly half in the fall. A desegregation suit was pending and the building did not conform to fire codes. Some white students had already transferred out of fears that Central and Tech High , the city's toughest school , would be merged. Dana Parsons , "Central Parents Express Fears , Seek Changes , " Omaha World-Herald , May 9 , 1974.

The committee proposed changes that in effect created a magnet school oriented to college prep.

36. Mark Trustin , a neighbor , gave Hamilton to the Buffetts.

37. Interview with Susie Buffett Jr. , who says she wasn't planning to become a police officer.

38. Interview with Peter Buffett.

39. Interview with Dave Stryker.

40. In the Temptations' world , men are the Daisy Maes: "Since I Lost My Baby , " "The Way You Do the Things You Do , " "(I Know) I'm Losing You , " "I Can't Get Next to You , " "Just My Imagination , " "Treat Her like a Lady , " and , of course , "Ain't Too Proud to Beg."

41. From several sources both close to Susie at the time and who knew her later.

42. Interview with Peter Buffett.

43. His dividends from Blue Chip were also about \$160, 000 per year before taxes.

44. By having Diversified buy insurance from ("reinsure") National Indemnity through its new subsidiary. The cash was transferred by paying a premium to Diversified. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Thursday , March 20 , 1975 , pp. 188~194.

45. By year-end 1973 , Reinsurance Corp. of Nebraska (renamed Columbia Insurance) had amassed investments of \$9 million , which is indicative of its cash flows.

46. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Wednesday , March 19 , 1975. Both had previously owned some stock. Munger had

bought a block and Gottesman bought stock his partners sold.

47. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Thursday , March 20 , 1975 , p.193.

48. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Thursday , March 20 , 1975 , p.190.

49. They were reported at the end of the year in DRC's annual report , but few people read it , and it took legwork and initiative to get more timely information from SEC Form 3s and 4s. DRC's 11.2% position was disclosed in BRK's 1973 annual report , as well as the fact that Warren and Susie owned 43% of DRC at the time too.

50. For \$1.9 million.

51. Don Koeppel letter to Warren Buffett , June 15 , 1973.

Chapter 39

1. From peak to trough in the Depression (September 3 , 1929 , to July 8 , 1932) , the Dow fell 89%. From peak to trough in the early 1970s (January 11 , 1974 , to December 6 , 1974) , the Dow fell 45% —the two worst bear markets of the century.

2. Robert Redford interview , cited by Graham in Personal History. New York: Alfred A. Knopf , 1997.

3. Katharine Graham , Personal History.

4. The television stations owned by both would have created a conflict.

5. Katharine Graham , PersonalHistory.

6. Al Pagel , “What Makes Susie Sing?” Omaha World-Herald , April 17 , 1977.

7. Interview with Gladys Kaiser.

8. From a letter that Graham wrote Buffett , reprinted in Personal History. Don Graham recalls his mother telling him that Susie cooked eggs for her , and Susie and Warren watched Kay eat them and did not eat any themselves.

9. Measured from its peak.

10. Interview with Charlie Munger.

11. “Fighting the Tape;” Forbes , April 1 , 1973.

12. The seat would have sold for a quarter of what Ruane , Cuniff had paid for it.

13. The record was 1970: Sequoia 12.11% vs. S&P 20.6%; 1971: Sequoia 13.64% vs. S&P 14.29%; 1972: Sequoia 3.61% vs. S&P 18.98%; 1973: Sequoia (24.8%) vs. S&P (14.72%).

14. Marshall Weinberg as well as Buffett confirmed this in interviews. Malott says he does not recall it.

15. Loomis joined Sandy Gottesman at First Manhattan; Brandt went to work at Abraham & Co.

16. “Look at All Those Beautiful , Scantly Clad Girls Out There!” Forbes , November 1 , 1974.

17. “Forbes didn’t use what I considered to be the most significant line , ” said Buffett in a letter to Pat Ellebracht on October 24 , 1974 , repeating this quote.

18. Interview with Rod Rathbun; Omni arbitration files of the National Indemnity Company.

19. Compounded over thirty years at 20% , this was perhaps a

\$2.4 billion investment return forgone. Buffett and Munger have referred to it as the greatest missed opportunity in the history of Berkshire Hathaway. The details are arcane but the essence of the story is as portrayed here.

20. “Why the SEC’s Enforcer Is in Over His Head ,” BusinessWeek , October 11 , 1976.

21. Interview with Verne McKenzie.

22. Letter from Charlie Munger to Chuck Rickershauser “re: Diversified Retailing——Berkshire Hathaway Proposed Merger ,” October 22 , 1974.

23. Interview with Betty Casper Peters.

24. Interview with Verne McKenzie.

25. Robin Rickershauser , who has often heard this clever trope from her husband , did not realize he originated it until contacted by the author.

26. If true , investors would have been selling without required information about the buyer and his reasons.

27. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Thursday , March 20 , 1975 , p.112.

28. The increase in Santa Barbara’s price if the deal collapsed would only partially hedge this risk.

29. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Thursday , March 20 , 1975 , pp.112~113.

30. Interview with Judge Stanley Sporkin.

31. Ibid. This lawyer was so particularly ferocious that the author

was asked not to mention his name.

32. A thick file of documents produced in response to the SEC's February 1975 subpoena illustrates several points: 1) it contained no evidence that Buffett bought on inside information or expecting a takeover; 2) Buffett had become expert on water company regulation and ratemaking , and his interest and expertise in this narrow subject was prodigious; 3) this aspect of the investigation must have been intrusive and an embarrassing form of déjvù , as it included production of his correspondence with Forbes that attempted to dear his name.

33. Partly because of state restrictions on how much stock any one insurance company could hold , the diagram was more complicated than it would have been otherwise. The version shown on pages 412~413 was created by Verne McKenzie and updated through 1977 (i.e. , includes the Buffalo News). Berkshire was still negotiating with the SEC as late as 1978.

34. During Buffett's testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Friday , March 21 , 1975 , p.125 , he acknowledged that he and Munger had been buying shares of Wesco in the open market during a tender offer and Rickershauser had advised him to stop , saying that they should use only tender offers to accumulate further shares (which they did). Rickershauser interjected , "I want the record to be clear that I did not tell them it was illegal to do what was done. I told them it would be hard to convince somebody that in hindsight they may not have intended to do what they did. You can swear me in if you want to on that one. I didn't want to be right."

35. Said to a colleague.

36. The SEC apparently considered Buffett , Munger , and Guerin's interests and the companies a controlled group for purposes of tender offers. The combination of Warren (11%) , Susie (2%) , Munger and his partners (10%) , Berkshire Hathaway (26%) , and

Diversified (16%) controlled 65% of Blue Chip's stock. Warren and Susie owned 36% of Berkshire and 44% of DRC. Munger owned 10% of DRC. DRC owned 15% of BRK and 16% of BC. BC owned 64% of Wesco.

37. The "harm principle" was articulated by scholars such as John Locke , Wilhelm von Humboldt , and John Stuart Mill , who argued that the sole purpose of law was to prevent harm , and the individual's liberty should not be encroached otherwise. The harm principle is the basis for certain portions of the U.S. Constitution.

38. Chuck Rickershauser Jr. letter to Stanley Sporkin , November 19 , 1975.

39. Chuck Rickershauser Jr. letter to Stanley Sporkin , December 1 , 1975.

40. Warren E. Buffett testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Friday , March 21 , 1975 , p. 157.

41. Charles T. Munger testimony , In the Matter of Blue Chip Stamps , Berkshire Hathaway Incorporated , HO-784 , Thursday , March 20 , 1975 , p. 197.

42. Interview with Judge Stanley Sporkin. Sporkin served as general counsel to the CIA after leaving the SEC in 1981. He became Judge of the U.S. District Court for the District of Columbia in 1985 and served till his retirement in 2000.

43. Ibid. For more on Sporkin see Jack Willoughby , "Strictly Accountable , " Barron's , April 7 , 2003; Peter Brimelow , "Judge Stanley Sporkin? The Former SEC Activist Is Unfit for the Federal Branch , " Barron's , November 4 , 1985; Robert M. Bleiberg , "Sporkin's Swan Song?" Barron's , February 2 , 1981; "Why the SEC's Enforcer Is in Over His Head , " BusinessWeek , October 11 , 1976.

44. “I bet on a good horse , ” says Sporkin , “and the horse came in.”

45. After the deregulation of the S&L industry , Santa Barbara lost \$80.9 million during fifteen straight quarters in the early 1980s. In June of 1984 , Ivan Boesky was close to buying it and infusing it with a desperately needed \$34 million , but that fell through. In 1990 it was seized by federal regulators , placed in conservatorship , and operated by the Resolution Trust Corp. until Bank of America bought it in 1991 for \$41 million.

46. The company also paid a \$115 , 000 fine. “Consent to Judgment for Permanent Injunction and Other Relief” “Final Judgment for Permanent Injunction and for Other Relief and Mandatory Order and Consent with Respect Thereto” and “Complaint for a Permanent Injunction and Other Relief , ” In the Matter of Securities and Exchange Commission vs. Blue Chip Stamps , June 9 , 1976.

47. The SEC Advisory Committee on Corporate Disclosure , July 30 , 1976.

Chapter 40

1. Doug Smith , “Solid Buffer Voice Melts Debut Jitters , ” Omaha World-Herald , May 9 , 1975.

2. Interview with Charlie Munger.

3. Charles Munger letter to Katharine Graham , December 9 , 1974. Munger wrote “dilly” when he apparently meant “silly.” For clarity , “silly” has been used in the text.

4. Interview with Fred Stanback.

5. Interviews with Roxanne Brandt , Walter Schloss. Brandt later jokingly admitted this was grounds for divorce.

6. New York Daily News , October 30 , 1975.

7. As of December 2007 , these shares would be worth \$747 million.

8. That Buffett , who had never borrowed a significant amount of money in his life , thought it made sense for his sisters to buy Berkshire stock using borrowed money , with only 5% down , speaks volumes about how cheap he thought the stock was and how good its prospects were at the time.

9. Berkshire owned so much Washington Post stock and Buffett's position on the board was such that , if it bought a TV station , its ownership would be attributed to the Washington Post , pushing it over the limit of five stations that it could own.

10. Howard E. Stark letter to Warren Buffett , June 18 , 1975. Also see Lee Smith , "A Small College Scores Big in the Investment Game" Fortune , December 18 , 1978.

11. Katharine Graham , Personal History. New York: Alfred A. Knopf , 1997.

12. The new printing-press technology that owners had installed made management hostage to the skilled employees who knew how to run the complex equipment.

13. Katharine Graham , Personal History.

14. Ibid.

15. Interview with George Gillespie.

16. According to Personal History , this contract would have given the pressmen the highest wages in the nation and security from layoffs. Negotiations broke down in part because the Post refused to hire back the workers who had damaged the presses.

17. According to Personal History , fifteen former Post pressmen

pleaded guilty to various misdemeanor charges. Six who had damaged presses and committed more serious crimes were jailed.

18. They sold their interest in Source Capital to its managers.

19. With the press strikes and Watergate affair behind her , Katharine Graham began to focus on growth at the Washington Post in the mid-1970s. Up until then , the company didn't have sufficient profits and there was "little more than a hit-or-miss strategy" for growth (Personal History). Sales and earnings started to take off in 1976 , around the time that they started buying back company stock. Earnings per share were \$1.36 in 1976 vs. \$0.36 in 1970. Return on equity was 20% compared to 13%. Profit margin grew to 6.5% from 3.2%. And it kept improving from there (Value Line report , March 23 , 1979).

20. Charles Munger letter to Katharine Graham , November 13 , 1974.

21. Interview with Don Graham.

22. C. David Heymann , The Georgetown Ladies' Social Club. New York: Atria Books , 2003.

23. Interview with Don Graham.

24. Interview with Susie Buffett Jr. , who credits her parents for not interfering.

25. Interview with Susie Buffett Jr.

26. Interview with Dick and Mary Holland.

27. Interview with Susie Buffett Jr.

28. Ibid.

29. Interview with Howie Buffett.

30. In an interview Peter Buffett described his routine at this

time.

31. According to friends of Susie's who say she blamed Graham for the relationship.

32. Al Pagel , "What Makes Susie Sing?" Omaha World-Herald , April 17 , 1977.

33. Ibid.

34. This is Jack Byrne's recollection of Davidson's remonstrance in an interview. Jack being a colorful guy , it is possible that his recollection is a bit more colorful than what Davidson actually said.

35. Interview with Tony Nicely.

36. Warren Buffett memo to Carol Loomis , July 6 , 1988.

37. By 1974 , the whole insurance industry was producing what rating agency A. M. Best called "unbearable" losses of \$2.5 billion from a vicious price war and inflation of everything from car repairs to lawsuits. (A.M. Best Company Comment on the State of and Prospects for the Property/Liability Insurance Industry , June 1975.) The states were also passing "no-fault" insurance legislation , which meant that insurers had to pay for an accident regardless of who caused it. The federal government also slapped price controls on the industry during the Middle East war. Meanwhile , the devastating stock market of 1973~1974 had wiped so much value from GEICO's stock portfolio that for every share of stock , investments that had once been worth \$3.90 were now worth a dime a share (Leonard Curry , "Policy Renewed: How GEICO Came Back from the Dead," Regardie's , October/November 1982).

38. GEICO had \$500 million in premiums and would have needed capital of \$125 million to meet regulatory and rating agency standards for leverage.

39. Interview with Sam Butler.

40. Interview with Jack Byrne. “The bastards at Travelers had passed me over for president for Ed Budd , ” recalls Byrne (who likes to tell this story and tells it often). “A million dollars invested with me is now worth a billion , and a million dollars invested with Ed Budd is now worth \$750, 000. And I used to be pissed , but obviously I’m more mature about it now. Well , I’m still pissed” This story is also recounted in William K. Klingaman , *GEICO , The First Forty Years*. Washington , D.C.: GEICO Corporation , 1994.

41. Interview with Jack Byrne.

42. “GEICO’s Plans to Stay in the Black , ” *BusinessWeek* , June 20 , 1977. It is Byrne’s impression that Wallach did not like him.

43. GEICO had too little capital under regulatory standards to ensure its ability to pay claims on all its policies. By transferring some of its business to competitors , the company would relieve the strain on capital.

44. Interview with Rhoda and Bernie Sarnat.

45. Interview with Lou Simpson.

46. “Leo Goodwin Jr. Is Dead at 63; Headed GEICO Insurance Concern , ” *New York Times* , January 18 , 1978; “Leo Goodwin , Financier , Son of Founder of GEICO , ” *Washington Post* , January 18 , 1978.

47. Interview with Don Graham.

48. Leonard Curry , “Policy Renewed.”

49. Warren Buffett memo to Carol Loomis , July 6 , 1988.

50. Blue Chip bought 14% of Pinkerton’s in March 1976 and Buffett went on the board , a thrill to the erstwhile boy detective who had also busted open Boys Town’s hidden war chest.

51. Interview with Bill Scott.

52. Wallach had invited big insurers to buy up 40% of GEICO's reinsurance treaties , giving them until June 22 to make their decision to participate. Not enough insurers signed up. Wallach was supposed to decide by Friday , June 25 , whether to shut GEICO down. He extended the deadline and , in mid-July , revised his rescue plan—requiring only 25% of GEICO's premiums to be taken up by the insurance pool and lowering the amount of capital they needed to raise by yearend to \$50 million. Reginald Stuart , “Bankruptcy Threat Fails to Change Status of GEICO , ” New York Times , June 26 , 1976; Reginald Stuart , “The GEICO Case Has Landed in His Lap , ” New York Times , July 4 , 1976; Matthew L. Wald , “GEICO Plan Is Revised by Wallach;” New York Times , July 16 , 1976.

53. National Indemnity was a specialty company , not yet so large or well-known that it would cause too much push-back on the grounds of helping a competitor. Buffett's other insurers , as will be seen , were struggling.

54. Who knows what General McDermott actually wrote , but any endorsement at all from him would have carried weight among insurers.

55. Some of the people instrumental in making it happen were former GEICO employees , according to Byrne.

56. Interview with Jack Byrne.

57. John Gutfreund quoting Frinquelli in an interview. Frinquelli did not return calls requesting an interview.

58. Interview with Sam Butler.

59. Leonard Curry , “Policy Renewed” According to some sources , Butler also had an instrumental role in convincing Gutfreund to underwrite the deal.

60. Without a doubt it had not. Among other things , GEICO had failed to disclose a change in method of calculating loss reserves ,

which had enabled it to boost profits by \$25 million during the second and third quarters of 1975. “In the Matter of GEICO et. al. , ” October 27 , 1976.

61. Leonard Curry , “Policy Renewed.”

62. Interview with John Gutfreund.

63. An indication of “aftermarket support” was a principal component in underwriters’ assessments of how a stock might trade once it was listed. The presence of aftermarket support helped prevent a “busted deal” in which the underwriter had to buy back the offering with the firm’s own capital.

64. Byrne’s recollection is that Tom Harnett , the New York superintendent , helped rally the industry to get behind the reinsurance. Harnett , he believes , had an incentive because the New York guaranty fund was prefunded and had invested in Big Mac New York City bonds , which were selling at a fraction of their par value. The insolvency funds in effect had evaporated in the wake of New York City’s financial crisis.

65. Byrne has told this story more vividly in times past. In Roger Lowenstein’s *Buffett: The Making of a American Capitalist* (New York: Doubleday , 1996) , he supposedly said to Sheeran , “Here’s your fucking license. We are no longer a citizen of the state of New Jersey.” He calls Sheeran “the worst insurance commissioner ever.”

66. Disgruntled employees , hearing the news about their jobs , started throwing policies out the top-story window. “Files were floating all around North Jersey in the air , ” says Byrne. Nobody knew this until GEICO moved the claims office to Philadelphia , “when we went to move the files and they weren’t there.” Byrne estimates the lost data cost the company as much as \$30million~40 million in excess claims. GEICO also gave up its license in Massachusetts. It stopped writing business in many other states without surrendering the right to do so in the future. In total ,

the company nonrenewed 400,000 out of its 2.2 million policyholders.

67. Interview with Jack Byrne. The author first heard this story from a secretary who formerly worked for Byrne.

68. Interview with Tony Nicely. The length of these meetings sounds incredible, but Byrne seemed to have an almost superhuman energy.

69. Interview with Jack Byrne.

70. James L. Rowe Jr., "Fireman's Fund Picks Byrne" Washington Post, July 24, 1985; Sarah Oates, "Byrne Pulled GEICO Back from Edge of Bankruptcy" Washington Post, July 24, 1985.

71. Graham Group members, Buffett friends, and Berkshire employees such as Marshall Weinberg, Wyndham Robertson, Verne McKenzie, Gladys Kaiser, Bob Goldfarb, Tom Bolt, Hallie Smith, Howie Buffett, and Peter Buffett all remember Grossman fondly.

Chapter 41

1. Christopher Ogden, *Legacy, A Biography of Moses and Walter Annenberg*. Boston: Little, Brown, 1999; John Cooney, *The Annenbergs: The Salvaging of a Tainted Dynasty*. New York: Simon & Schuster, 1982.

2. Ogden, in *Legacy*, cites Annenberg as saying he declined to buy the Washington Times-Herald from Colonel McCormick and convinced McCormick to sell to the Grahams despite their reservations about Phil Graham's drinking and mental stability. Thus, he felt responsible for putting together the newspaper marriage that made the Washington Post what it had become. He felt slighted because the Grahams had never credited him. Buffett says that Annenberg was exaggerating his role and that Graham viewed this notion as

ridiculous.

3. Drew Pearson , “Washington Merry-Go-Round: Annenberg Lifts Some British Brows;” Washington Post , February 24 , 1969.

4. Buffett’s recollection of Annenberg’s perspective on Nixon.

5. Description of the Annenbergs’ reactions is from Legacy. Drew Pearson , “Senators Wary on Choice of Annenberg” Washington Post , March 5 , 1969.

6. The comparison with Nixon was made by Annenberg’s biographers.

7. In fact , the Annenbergs’ investment of time , personal funds , and good judgment in a thoughtful restoration of Winfield House , the ambassadorial residence , played a key role in their acceptance in Britain.

8. C. David Heymann , *The Georgetown Ladies’ Social Club* (New York: Atria Books , 2003) and *Legacy*. This is Walter Annenberg’s account , and there is no telling what was really said. But , by all accounts , he was offended.

9. In the end , he gave most of his money to the Annenberg Foundation and his art collection to the Metropolitan Museum of Art.

10. Lally Weymouth , “Foundation Woes: The Saga of Henry Ford II , Part 1I;” New York Times Magazine , March 12 , 1978.

11. Walter Annenberg letter to Warren Buffett , October 1 , 1992.

12. Donner was not entirely obliterated. In 1960 , seven years after he died at age eighty-nine , the \$44 million in assets in his foundation was divided equally—between a newly formed Donner Foundation and the original foundation , which changed its name to the Independence Foundation (www.independencefoundation.org).

13. Walter Annenberg letter to Warren Buffett , October 1 , 1992.

14. Said to the author in an interview in 2003—an indicator of the direction of his thoughts at the time.

15. While most mergers are done for stock (if only for tax reasons) , this subtle underlying psychology gives the seller a slight advantage. The willingness to issue stock implies , by its nature , that the buyer prefers the seller's business to his own. The exception is using an overpriced stock to buy an underpriced company from a naive seller , which aggressive buyers sometimes do , although not nearly as often as they think.

16. Graham's term , from her autobiography. Liz Smith called Graham Buffett's "frequent hostess" and Diana McLellan said , "All the way up in New York , they're talking about Kay Graham and Warren Buffet [sic]... but oh , so discreetly." Diana McLellan , "The Ear , " Washington Star , March 12 , 1977; Liz Smith , "Mystery Entwined in Cassidy Tragedy , " Chicago Tribune , March 6 , 1977.

17. Heymann , The Georgetown Ladies' Social Club.

18. See , for example , her relationships with Jean Monnet , Adlai Stevenson.

19. The letter was described this way in Lowenstein , Buffett.

20. Graham showed Dan Grossman a copy of this letter. Susan Buffett also showed Doris Buffett a copy of this letter. Graham's papers currently are under seal.

21. Roger Lowenstein , Buffett.

22. "Interview with Susan Buffett;" Gateway , March 5 , 1976.

23. Peter Citron , "Seasoning Susie;" Omaha World-Herald , April 7 , 1976.

24. "Buffett Serious , " Omaha World-Herald , September 14 , 1976.

25. Buffett considered buying Alfred Knopf's apartment at 24 West 55th Street , later one of two landmarked Rockefeller apartments.

26. Interview with Susie Buffett Jr.

27. Interview with Al "Bud" Pagel.

28. Denenberg declined to be interviewed.

29. Al Pagel , "What Makes Susie Sing?" Omaha World-Herald , April 17 , 1977.

30. Ibid.

31. Interview with Al "Bud" Pagel.

32. Ibid.

33. Peter Citron , "Seasoning Susie."

34. Interview with Stan Lipsey. See Leo Litwak , "Joy Is the Prize: A Trip to Esalen Institute , " New York Times Magazine , December 31 , 1967.

35. Steve Millburg , "Williams' Songs Outshine Voice;" Omaha World-Herald , September 5 , 1977.

36. Interview with Astrid Menks Buffett. The sleeping Warren famously did not notice whether Susie was there. In one story related by Racquel Newman , she decided to drive to Dottie's to play music at around ten or eleven at night , ran out of gas in a snowstorm at midnight on her way home , and instead of waking Warren , called a friend and went on an all-night obstacle-filled expedition to a gas station on the interstate , delayed by a tractor-trailer jackknifed on the free- way. She finally got home shortly before dawn. Warren never knew she was gone.

37. Said to a friend of the couple's who believes that Susie was

probably sincere , both because she believed Warren really was that dependent on her and because of his preoccupation with suicide , linked to the many suicides among the Stahl family and the Buffetts' friends.

38. Warren Buffett , “How Inflation Swindles the Equity Investor , ” *Fortune* , May 1977. In a letter to the Graham Group , September 27 , 1977 , Bill Ruane describes how “This article can well serve as a basis for a discussion of so many things which are central to our economic concerns today. The article not only deals with the central theme of inflation but also with the effects of taxes , rate of return , dividend paying capacity and other elements which are crucial to the appraisal of aggregate values in our economic system.”

39. The Buffett Group would take this problem up again and again. Its members were pessimistic about whether the problem could be solved , for they doubted , with good reason , that Congress had the necessary resolve to control the federal budget over the long term.

40. Interview with Marshall Weinberg.

41. The \$72 million includes his holdings in BRK , DRC , and Blue Chip Stamps at year-end 1977. Susie added another \$6.5 million to this total. This does not include his indirect holdings through the three companies' cross-holdings of each other.

42. Interview with Peter Buffett.

43. Interview with Tom Newman.

44. Two sources have confirmed this.

45. Interview with Astrid Buffett.

46. *Ibid.*

47. Interview with Michael Adams.

48. Interview with Astrid Buffett.

49. The 1977 letter contains significantly more “teaching” content than its predecessor. Although Buffett had control of Berkshire for twelve years previously , the 1977 letter was the first to be collected in a bound collection of letters he used to hand out to friends and is the first year featured on Berkshire’s website.

Chapter 42

1. Interview with Astrid Buffett.

2. Interview with Michael Adams.

3. Interview with Kelly Muchemore.

4. From a close friend of the family.

5. Buffett explained in conversation and a letter to the author how he felt , separating his life into two stages with age forty-seven as the turning point.

6. To the end of her life , Estey wrote letters with “Mrs. Benjamin Graham” embossed on her stationery.

7. Interview with the author , 2003.

8. Katharine Graham , *Personal History*. New York: Alfred A. Knopf , 1997.

9. Interview with Stan Lipsey.

10. Interview with Sharon Osberg.

11. Astrid Buffett recalled the VCR conversation in an interview.

12. Jeannie Lipsey Rosenblum and others recall the details in interviews.

13. Interview with Peter Buffett.

14. Bryant campaigned to make it illegal for gays to teach in public schools in Dade County , Florida , and succeeded in passing a civil-rights ordinance against gays.

15. The price included \$1.5 million in pension liabilities. Blue Chip Stamps Annual Report , 1977. Blue Chip borrowed \$30 million from a bank in April 1977 to finance the purchase.

16. Berkshire had assets of \$379 million , Blue Chip had \$200 million , DRC had \$67.5 million at year-end 1977.

17. Warren and Susie personally owned 46% of Berkshire (both directly and indirectly , through their ownership of Blue Chip and Diversified , which owned Berkshire stock) , and 35% of Blue Chip (both directly and indirectly).

18. Murray Light , *From Butler to Buffett: The Story Behind the Buffalo News* (Amherst , NY: Prometheus Books , 2004) , who notes that only in the face of an inquiry from the Human Rights Commission in the early 1970s did Butler begin publishing wedding photos of African Americans.

19. Interview with Stan Lipsey.

20. The Evening News put out a Saturday edition , but its weak ad lineage demonstrated the power of the Sunday edition of the Courier-Express.

21. If the trend had continued without the Evening News starting a Sunday paper , the logical outcome would have been either a joint operating agreement or outright acquisition of the Courier-Express to combine the papers——both expensive alternatives.

22. *Buffalo Courier-Express , Inc. , v. Buffalo Evening News , Inc. , Complaint for Damages and Injunctive Relief for Violation of the Federal Antitrust Laws* (October 28 , 1977).

23. Former Courier-Express reporter Michael A. Hiltzik posted on

June 20 , 2000 , on Jim Romenesko's "Media News Extra , " a recollection of the staff writing puff pieces on every local state judge in order to flatter whichever one was chosen. It was a "misguided strategy , " he said , as the trial took place in federal court under Brieant. One of the profiles supposedly was titled "Judge Loses Firmness When He Doffs His Robe."

24. Interview with Ron Olson.

25. Jonathan R. Laing , "The Collector: Investor Who Piled Up \$100 Million in the '60s Piles Up Firms Today" Wall Street Journal , March 31 , 1977.

26. Testimony of Buffett , Buffalo Courier-Express , Inc. , v. Buffalo Evening News , Inc. , November 4 , 1977.

27. In Roger Lowenstein's Buffett: The Making of an American Capitalist , Bob Russell cited Warren as a boy wanting to charge money to people driving by the Russells' house. Buffett does not remember the incident , but if it occurred , most likely he was influenced by the city's efforts to convert the Douglas Street toll bridge—the only passageway over the Missouri River—to a free bridge , one of the most widely reported local news stories during his early youth.

28. The bridge was sold to Marty Maroun in 1979 for \$30 million , 30% less than the inflation adjusted cost of building it thirty years earlier. Maroun parlayed the bridge into an enormous fortune.

29. Findings and Conclusions , Motion for Preliminary Injunction , Buffalo Courier-Express , Inc. , v. Buffalo Evening News , Inc. , November 9 , 1977.

30. Dick Hirsch , "Read All About It , " "Bflo Tales" in Business First , Winter 1978.

31. In its first full year under Buffett. Murray Light , From Butler to Buffett.

32. Interview with Stan Lipsey.

33. Ibid.

34. Buffalo-Courier Express , Inc. , v. Buffalo Evening News , Inc. , United States Court of Appeals , Second Circuit , 601 E2d 48 , April 16 , 1979.

35. Warren Buffett , “You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus , ” Forbes , August 6 , 1979.

36. Interview with Wally Walker. Jobs did not respond to repeated requests for comment.

37. Warren Buffett , “You Pay a Very High Price in the Stock Market...”

38. Interview with Stan Lipsey.

39. Blue Chip Stamps 1980 annual report to shareholders.

40. Janet Lowe , Damn Right.t: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway’s Charlie Munger , New York: John , Wiley & Sons , 2000.

41. Ibid.

42. Warren Buffett menlo to employees , December 2 , 1980.

43. At first , management and the unions tried to publish without the drivers (Buuffalo Evening News , December 2 , 1980). The striking union walked out over a pay difference of \$41 a week.

44. It was selling 195 , 000 papers on Sundays , about 2/3 of its rivals. From Lowenstein , Buffett , Audit Bureau of Circulations figures as of March 1982.

45. The Blue Chip Stamps 1980 annual report to shareholders notes the litigation became “less active and cosily” that year.

46. Interview with Ron Olson.

图书在版编目 (CIP) 数据

滚雪球：巴菲特和他的财富人生·上（纪念版） / （美）施罗德著；覃扬眉，丁颖颖，张万伟，张春明，张艳云译.—2版.—北京：中信出版社，2013.7

书名原文：The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life

ISBN 978-7-5086-4041-9

I. ① 滚... II. ① 施... ② 覃... ③ 丁... ④ 张... ⑤ 张... ⑥ 张... III. ① 巴菲特，W. - 生平事迹 ② 巴菲特，W. - 股票投资 - 经验 IV. ① K837.125.34 ② F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字（2013）第110995号

滚雪球——巴菲特和他的财富人生·上（纪念版）

著者：[美] 艾丽斯·施罗德

译者：覃扬眉 丁颖颖 张万伟 张春明 张艳云

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

（CITIC Publishing Group）

电子书排版：张明霞

中信出版社官网：<http://www.citicpub.com/>

官方微博：<http://weibo.com/citicpub>

滚雪球

巴菲特和他的财富人生

[美] 艾丽斯·施罗德◎著

覃扬眉 丁颖颖 张万伟
张春明 张艳云◎译

下



THE
SNOWBALL
Warren Buffett and the Business of Life

(纪念版)



中信出版社·CHINACITICPRESS

目录

第五部分 华尔街之王

- 43 法老王
- 44 B夫人
- 45 拖车政策
- 46 两难抉择
- 47 不眠之夜
- 48 吮拇指及其严重后果
- 49 愤怒的众神
- 50 卵巢彩票
- 51 该死的熊
- 52 饲料事件

第六部分 财富提取单

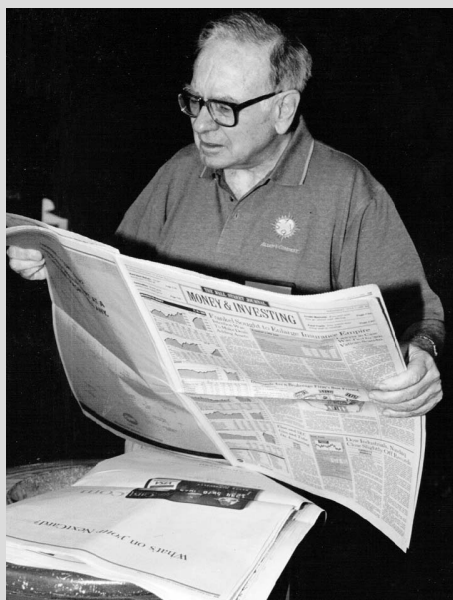
- 53 精灵的故事
- 54 一个分号
- 55 凯瑟琳的最后一次聚会
- 56 富人统治、富人享受
- 57 传神谕者
- 58 超越自我
- 59 冬天
- 60 冰可乐
- 61 七度火苗
- 62 票根

后记

资料搜集说明

致谢

第五部分 华尔街之王



43 法老王

奥马哈，1980~1986

500名心情愉悦的富翁穿着礼服，系着领带，走过红地毯，来到纽约豪华的大都会俱乐部，为巴菲特庆祝50岁生日。此时，伯克希尔-哈撒韦每股价值375美元，巴菲特夫妇的资产净值比一年半前翻了一番还要多。¹因此他们可以轻松地租到这个地方。在来宾中，还有些不太知名的人士，比如演员加里·古柏的女儿。苏珊订购了一个大蛋糕，有六大箱沃伦钟爱的百事可乐那么大。他还让他的老伙计唐·丹利把威尔逊投币弹子机公司当年的资产负债表带来了。²巴菲特开始收集他早年商业活动的资料，并把这些东西当作圣物一样，带着一丝崇敬展示给人们看。它们的存在，重新向人们证明了他所做出的成就。

苏珊从旧金山带来了她的乐队，他们站在舞台中央，深情地为她的丈夫献上了一首改编的《舞到布法罗》：

沃伦受够了糖果

手中拿着优惠券

.....

歌词描述了巴菲特最近的商业活动：他收拾好行李，放下了所有一切来到布法罗就是为了买下价格被低估的股票。

苏珊的主要节目，平淡无奇却甜蜜悦耳，拉开了一个话题讨论的序幕。巴菲特的家人和朋友开始当着他的面一一列举他所掌控的公司和投资，就像数念珠上的小珠子一样。巴菲特戴着一副黑边眼镜，杂乱的眉毛像常春藤的卷须。他穿着礼服，系着领带，已经不像以前那么尴尬了。现在他所打造的全新的伯克希尔-哈撒韦，像上紧了发条的钟表一样，在不知疲倦地工作着，不断地给念珠上增添新的珠子。巴菲特更加雄心勃勃地搜寻并买进股票，并且已经摆脱了多年前“烟蒂”型股票和法律诉讼的困扰。“复利”这一伟大的发动机像奴仆一样正在为他的财富辛

勤劳作着，他的财富正在以几何级数飞速增长，公众眼睁睁地看着他的身家飞涨。巴菲特的方法仍然没变：评估投资价值，规避风险，保留安全边际，专注，做自己能够胜任的事，让复利发挥实际功效。任何人都可以理解这些简单的方法，但是很少有人能够去实施。尽管巴菲特使这一过程看起来毫不费力，但是实际上，在这些背后隐含着大量的工作，需要他和他的员工一起去努力。尽管他的商业帝国逐渐扩展到整个美国，从伊利湖边到洛杉矶的市郊，基威特大厦一直都是中心——这座外表安静、实则充斥着忙碌不停的人的商业圣殿，其地面却铺着亚麻油布地板，摆满了已经褪色的破旧的钢架结构家具。每进行一项新的投资，人们的工作就会增加不少，但是在总部工作的员工人数几乎没有什么变化。巴菲特仍然关着门办公，而格拉迪丝则守在门口。十分富有的比尔·斯科特现在只工作半天，其他时间他要去波尔卡乐队排练。新来的经理迈克·戈德伯格，加强了总部的力量。维恩·麦肯齐负责财务工作。员工们很少离开他们的小办公室，除非是到会议室秘密开会，而小会议室只能容纳4个人。茶水间里也没有人聊天。经过对《布法罗晚报》的投资一战，这里出现了短暂的安逸，麦肯齐这样说道：“从来没有像这样过。”³那些想测试一下里克肖塞尔的热力学定律的人发现，“太阳”（巴菲特）虽温暖，但他过于专注了，并且他的头脑反应很快，同他谈话会被“晒黑”的。“我的头脑太累了，”一个朋友说，“我必须等恢复了脑力以后才能去见他。”一位曾经的员工说：“和巴菲特一起工作，会感觉大脑好像整天都被敲打着一样。”

巴菲特精力充沛，激情洋溢，就像一个不知疲倦的青年；他似乎记得每一个读过的事实和数据；他能激发人们自愿接受困难的工作，并坚信他们能够创造奇迹；而且巴菲特极能容忍别人的嘲讽和缺点，却不能容忍别人浪费他的钱财。他热切渴望结果，对其他人的能力十分信任，并且没有意识到他们在很大程度上同他是不一样的，因此他长期以来都低估了人们的工作负荷。巴菲特就像太阳一样，每个人都在围着他转，但是他自己却感觉不到里克肖塞尔的热力学定律。

人们说我对他们施加了压力，我从来都没想这么做。有些人喜欢使用压力，我从来都不这样，这是我最不愿意做的事情。我认为自己从来没有这么做过，但是却有许多人说我这样做了，于是就肯定我是这样的了。

在这个腹地之外管理伯克希尔和蓝筹印花公司子公司的那些经理们

可就太幸运了，因为巴菲特基本上让他们独自经营，他的管理技巧就是找到一些像他一样不知疲倦地工作的完美主义者，然后就放任自流了，不过要对他们“卡内基化”——关注、赞扬，以及运用戴尔·卡内基的其他方法时不时地敲打他们一下。对大多数人来说，其他方法就不必再用了。

20世纪70年代，巴菲特做出的股票交易决定，是在漫长的熊市中公然蔑视悲观的情绪，大胆地冒险投注。当时失业大军不断壮大，物价以每年15%的速度飞涨。这一赌注之所以突然取得成功，多亏了孤注一掷的卡特总统，他在1979年任命了一位新的联邦储备委员会主席保罗·沃尔克。沃尔克把中央银行的贴现率提高到14%，从而控制了通货膨胀。1981年，新总统罗纳德·里根开始大幅减税，并撤销对商业活动的管制，同时大力支持沃尔克的举措，尽管他的政策引发了许多争议。但之后经济和市场经历了两年半的阵痛，在1982年年底的时候，80年代的牛市开始突起，股票的价格终于赶上了企业利润的增长。⁴

70年代末期，巴菲特大部分的投资资金都来源于一个流动的金库，即保险和赠品券（印花）的浮存金。尽管国民赔偿公司的业务仍然繁荣兴旺，但蓝筹印花公司的销量却继续萎缩。虽然预付费的赠品券所提供的浮存金在逐渐地减少，但是这些资金所投资的项目却正在收获丰厚的回报。⁵

《布法罗晚报》业绩的彻底扭转意味着巴菲特和芒格不用再讨论蓝筹印花公司这笔最大的投资是否即将失败。《布法罗晚报》开始稳步实现赢利。在1983年，他们最终同蓝筹印花公司商议好了价格，伯克希尔将其全部收购——这是他们从麻烦中摆脱出来的最后一步。⁶巴菲特和芒格现在是共同合伙人了，这也是他们第一次成为合伙人——尽管芒格最多也只能算个次要合伙人。

巴菲特把芒格选为公司的副董事长，他现在持有伯克希尔2%的股份。芒格也是韦斯科金融公司的总裁和董事长，同庞大的伯克希尔相比，韦斯科金融公司只是一个微不足道的小兄弟，但却是芒格自己的。它就像伯克希尔-哈撒韦大嘴中的一根意大利面条，只剩一点悬在外面，巴菲特没有吞进去。韦斯科金融公司的股东明白他将来一定会把它吃进去，因此不可避免地全都开始哄抬韦斯科金融公司的股价。

芒格对巴菲特思想的影响远远超过了对他金融方面的影响。他们的想法十分相似，他们在商业活动上的主要区别在于，巴菲特很容易为一

些交易而陶醉，并且立即敲定协议，而芒格有时则会否决这些交易。他们对股东的态度是一致的。随着并购工作尘埃落定，在1983年的年度报告中，这两人向伯克希尔的股东们阐释了他们的一套操作原则。他们把这些原则称为“所有者导向原则”，而其他任何公司的管理层，都不会告诉股东这些东西。

“尽管我们形式上是公司，但我们实际上却将股东视为合伙人，”他们写道，“我们不把公司看作我们企业资产的最终所有者，相反，我们把它看作股东拥有这些资产的纽带。”⁷

这一陈述看起来很简单，却意味着要推翻以前的公司管理原则。现代的公司主管一般都把股东看作一群很讨厌的人，或者很吵闹，或者很安静，可以去取悦也可以忽视，他们当然不是管理者的合伙人或者老板了。

“我们不搞财务游戏，”巴菲特和芒格说，“我们不喜欢大量举债。我们经营的目的是为了取得长期的最佳收益。”所有这些听起来都很简单，也许被认为是陈词滥调——但很少有管理者能够这样坦诚地陈述。

同时，巴菲特在那年的年报中也写道：“不管购买的价格多么高，我们也没有兴趣出售伯克希尔旗下任何赚钱的业务，也不愿意出售次一等的业务。”——即使这会影响他们的绩效。“我们只是期盼着他们能够多少赚点钱，我们只是希望他们的管理方和员工之间的关系能融洽点儿。”⁸这对加里·莫里森是一个暗示，他刚刚接替伯克希尔的肯·蔡斯的工作，蔡斯在勤勉地工作了数十年后于1982年退休。此时，巴菲特已经关闭了曼彻斯特的工厂，并且削减了新贝德福德1/3的生产线。

纺织行业每年大概只有10分钟的时间是赚钱的，全美一半男西装的衬布是由我们生产的，但是没有人会走进裁缝店说：“我要一件灰色条纹西装，请用伯克希尔的衬布。”我们工厂生产的布成本要比其他工厂高，而资本主义是靠节俭发展起来的。我们从当年的供应商西尔斯公司那里获得奖励，在“二战”期间为他们供货。我还是西尔斯公司董事长的私人朋友，他们说：你们的产品很不错。而我们会说：那一码加半分钱怎么样？他们回答：你们开玩笑吧。因此，这一行很不好做。

莫里森没有去“生钱”，相反，他请求巴菲特给他现金以便升级纺织

厂的硬件设施，但巴菲特断然拒绝了。

然而，巴菲特仍然坚持保留这些处于困境的纺织厂。因此，让他卖掉其中一家利润丰厚的公司——罗克福德银行——就更不可能了，对他来说，那就像没有打麻醉药就实施牙齿根管手术一样。但是，他又必须这么做；《银行控股公司法案》规定他必须这么做，只有这样伯克希尔才能继续持有非银行业的股权（尤其是保险业的）。⁹

当本·罗斯纳最终从联合零售公司退休时，巴菲特很不情愿让他走。罗斯纳的下属曾经取笑他的管理方式，但十分肯定的是，当他们接管公司后，联合零售公司的业绩迅速下跌。好几个月的时间，维恩·麦肯齐都辛苦地在纽约的服装区来回奔波，想把该公司兜售出去。¹⁰最后，他发现一个买主愿意出50万美元，而该公司每年最多也只能为伯克希尔创造200万美元的利润。

伯克希尔一些子公司的运作十分独立，因此，你很难判断它们是管理得法的公司还是随波逐流的公司。在韦斯科金融公司，路易斯·文森蒂拒绝被别人掌控，并且成功地向巴菲特和芒格隐瞒了他的老年痴呆症，长达数年之久。

“我们并不经常看见他，”巴菲特说，“并且他在尽力使自己振作起来，克服疾病带来的影响。再者，我们也不想看到他患病。查理和我都十分喜欢他，我们不想听到这个噩耗。”

“路易斯·文森蒂十分果断、聪明，并且很诚实和精干，”芒格说，“他所经营的储蓄和借贷公司是加利福尼亚州最后一个采取计算机系统管理存款账户的公司，因为雇用社区大学的学生做兼职以手工操作，成本仍然很低。你能了解我们看到后十分吃惊。他是个思想古怪、独立自主的人，为人很好。我们都很喜欢他，发现他的病情后，我们甚至仍然让他继续工作，直到他疾病发作被迫入院治疗。他喜欢工作，并且他从来没有给我们带来什么伤害。”¹¹

巴菲特和芒格把这个故事变成了一个诙谐的寓言，这表明他们让更多的公司即使在患老年痴呆症经理的管理下也能取得成功。

巴菲特对老年痴呆症很在意，他对自己拥有过人的记忆力感到十分

自豪，而他的母亲已变得十分健忘了。利拉似乎总是生活在过去，她的状态好像很不稳定，并且总是生活在幻想中。她经常回忆巴菲特小时候在浴室洗澡的事——他嘴里发出奇怪的响声，手脚不停地在水中扑腾。健忘症正在侵蚀着她的记忆，现在她已经七八十岁了，儿子是她最主要的快乐之源，但是和她待在一起时，沃伦仍然很紧张。这一点也不足为奇，因为她偶尔还会大发雷霆。现在，家中的每个成员几乎都有过这样的经历，拿起电话，听到电话那头她愤怒的骂声。所有的受害者都会跑到苏珊那里寻求安慰，她会说：“你要理解这只是偶尔发生而已，并且她对其他人也一样，不光是你，沃伦和多丽丝已经忍受多年了。所以不要在意她说了什么，她并不是针对你的。”¹²

彼得是孙子辈中唯一一个没有受到利拉斥责的人。她有时说他很像霍华德，尤其是走路的样子，因此，这也很可能是她为什么不斥责他的原因。但这种相似只是表面的，彼得在即将从斯坦福大学毕业前辍学了，同玛丽·卢洛结了婚。她是一个离过婚的单身母亲，比他大6岁，还有一对4岁大的双胞胎女儿，妮科尔和埃丽卡。彼得对她们像对亲生女儿一样，她们把姓也改成了巴菲特，成了苏珊的最爱。沃伦正在想办法培养彼得对伯克希尔的兴趣，最后派他的门徒，苏珊先前的网球教练丹·格罗斯曼去同他谈工作的事，但是彼得对此毫无兴趣。他的兴趣在音乐方面。¹³他把自己持有的伯克希尔的股票换成了3万美元现金，创办了一家唱片和音乐制作公司——独立声音（Independent Sound），在旧金山他的公寓中开始创作乐曲，而玛丽则是他的经纪人和推广人。¹⁴

苏珊和彼得的关系很亲密，因为他们都喜爱音乐。她继续心不在焉地开创自己的音乐事业，同一对制作人马文·莱尔德和乔尔·佩利一起努力。她把他們帶到奧馬哈，到舊市場的爵士樂俱樂部參觀。為蘇珊工作，讓他們感覺好像是在為“他們最喜歡的英語教師”創作短劇。蘇珊沒有炫耀自己的富有，但是因為他們已經聽說伯克希爾收購了一家報紙和喜詩糖果公司的事情，所以他們認為，“也許她會用糖果來支付我們的薪水”。

最后，他们要为苏珊创作一个节目，她要在纽约的戴尔蒙尼克饭店登台表演，参加纽约大学的义演。她希望他们能够创作一个反映她个性的节目——一个波西米亚的吉卜赛人，淘气、狡黠而又幽默风趣。然而，到了最后，她却唱了传统的大杂烩，仍然是1977年那些充满深情和激情的经典歌曲：《String of Pearls》、《I'll Be Seeing You》、

《The Way You Look Tonight》、《Satin Doll》、《Take the A Train》和《Seems Like Old Times》等。

在义演时，当巴菲特看到观众对他的妻子欢呼雀跃时，他两眼放光，面露喜色。莱尔德和佩利意识到，炫耀巴菲特那才华横溢、漂亮的妻子会让他十分自豪和快乐。似乎对他们来说，同许多商业人士不同，苏珊的表演不是为了她自己，而是同观众联系的一种方式，并且满足了她丈夫的某种需要。15

莱尔德和佩利戏称自己是“音乐小白脸”，成了苏珊歌唱生涯的一部分，在接下来的几年中，他们随着苏珊一起去见彼得，并且到位于拉古纳的家中创作歌曲，因为她一直在考虑自己是否能够从音乐方面开创职业生涯。他们从来没有见过苏珊的女儿苏茜，因为她已经搬到了华盛顿，在那里，凯瑟琳·格雷厄姆对她很关心，安排她做助理编辑，开始是在《新共和》杂志社，后来到了《美国新闻与世界报道》杂志社。1983年11月，她再婚，在纽约的大都会俱乐部举行了一场盛大的婚礼，这次是嫁给艾伦·格林伯格，拉尔夫·纳德的公益律师。格林伯格具有和巴菲特一样冷静的分析思维，看起来就像是一个专注于研究工作的人。巴菲特夫妇立即就接受了他们的新女婿，并且人们都注意到格林伯格是多么像苏茜的父亲——理智、冷静，善于拒绝。这对新婚夫妇搬到了华盛顿的一所别墅里，却把大部分的房间都租了出去，他们自己只住了一套很小的房间。当苏茜出售她所持有的伯克希尔的股票时——市价已经达到了每股将近1 000美元。

豪伊的第一次婚姻和他的姐姐一样，都没有持续多久。他垂头丧气地对父亲说起此事，而他父亲曾经告诉他换个城市可能会对他有益，并建议他到伯克希尔的一个子公司工作。受到加利福尼亚州的吸引，豪伊在旧金山的喜诗糖果公司得到了一份工作。苏珊安排他和丹·格罗斯曼住在一起，巴菲特已经把丹安插到了伯克希尔在旧金山的一家小保险公司，当时是因为这家公司遇到了问题。豪伊从拖地打扫卫生、维修保养工作开始做起，并且获得晋级。而同时，他也风流成性，到处招惹是非。巴菲特告诉他至少要在喜诗糖果公司干上两年，豪伊准备接受现实，但是他没有继续住在格罗斯曼家，而是搬到了拉古纳的别墅里，在那里他感觉更温馨。16

一次，豪伊同德文·莫尔斯在埃默拉尔德湾打了一场双人网球。德文是一位温柔忧郁的已婚女士，金发碧眼，有4个女儿。为了吸引她的注

意力，豪伊爬到网球场旁边的一根柱子上去调整钟表的时间，从上面摔了下来，把脚扭伤。她送他回家，并出去给他买了点食物送回来。他们从此开始交往，而他也得知她正想离开富有的丈夫。在豪伊采取了一系列冒险举动之后，德文的婚姻最终走到了尽头，她与豪伊的关系日益升温。最后他们把孩子们从德文的前夫家接了过来。她的前夫是一个枪支收藏家，家中摆了好几百支枪。1982年，豪伊成功说服德文，一同搬到了内布拉斯加州，那里的一位法官为他们主持了婚礼，巴菲特和格拉迪丝·凯泽作为见证人也出席了他们的婚礼。¹⁷

现在，巴菲特有6个继孙了，很快，又增加了一个孙子，因为豪伊和德文生了一个儿子，小霍华德·格雷厄姆·巴菲特，就是后来著名的豪伊·B。巴菲特十分喜欢孩子，但是和他们在一起时，他常常感觉很尴尬和拘谨，不知道如何逗孩子们玩。因此，他仍然像以前对自己的孩子们那样——把他们都交给了苏珊，全家聚会时，苏珊就会热情地担当起祖母的角色。她也立即在她已经广阔的旅行线路中增加了一条，到内布拉斯加州看望孙子们。

巴菲特更为关心的是豪伊的工作问题。起初，豪伊在房地产公司找到了一份工作，但是他真正的兴趣是做个农场主。由于他没有资金，巴菲特同意买下一个农场，然后租给他的儿子——这种安排很像他高中时曾经做的那样，雇用工人在他的农场工作。豪伊在内布拉斯加州四处奔波，代表他的父亲勘察了100个农场，并同卖主讨价还价，巴菲特坚决认为农场就像“烟蒂”一样，他不会多出一分钱。最后，他选中了特凯马的一个农场，巴菲特支付了30万美元。¹⁸

尽管他拿了豪伊支付的租金，但是巴菲特从来没有去过那个农场。就像苏珊喜欢的画廊一样，他也没有任何兴趣，只是出钱。他认为农场是一个过度竞争的生意，就像男士西装的衬布一样。“没有人会到超市去购买豪伊种的玉米。”他说。¹⁹

虽然巴菲特竭力通过金钱来控制自己的孩子，但他却从来没有花时间教他们如何理财，这看起来似乎很奇怪，他对手下人也是这样做的：他感觉聪明的人自然会弄明白这件事。他给了孩子们伯克希尔的股份，却没有强调这在将来会对他们多么重要，也没有解释复利，更没有对他们说可以借钱但不能出售股票。现在，他那些致股东的信，经过卡罗尔·卢米斯的编辑加工，已经涉及了很多金融问题，毫无疑问，他认为这些信，再加上他的榜样示范，已是十分充分的教育。但是，他可能从来都

没有想过，他自己的孩子恐怕比那些合伙人更需要教导。

巴菲特不太在乎孩子们怎么处理自己的股份，毕竟，他和伯克希尔-哈撒韦是一体的，出售股票也就是卖给了他。即使这样，他也不希望孩子们依靠伯克希尔过上安乐富足的生活。相反，他认为孩子们的未来以及伯克希尔的未来，最终不是通过所有权的关系实现的，而是通过慈善事业联系在一起的——他们管理着巴菲特基金会的股份。

巴菲特在《奥马哈世界先驱报》就彼得·基威特的去世写了一篇颂词，这是奥马哈一位近似神话的人物，在这篇文章里，他谈到了自己对遗产和慈善事业的看法。彼得·基威特父子公司（Peter Kiewit Sons' Inc.）据说是世界上最赚钱的建筑公司，曾经被称为“道路巨人”。²⁰巴菲特和基威特从来没有做过交易，但是基威特拥有《奥马哈世界先驱报》的股份，而巴菲特则是该报的董事。

基威特没有儿子，是一个十足的工作狂，住在基威特大厦顶层的一套公寓里，伯克希尔的总部就在这座大楼里。基威特乘电梯上下班。巴菲特十分羡慕这种安排。²¹基威特也是巴菲特类型的人，他是一个严厉的老板，工作中十分节俭，经常给他的员工们灌输一些简明扼要的小语录。

这家公司是他愿意为之付出心力的事业，他精益求精，虽然会满意，但从不满足。“声誉就像是精致的瓷器，”他说，“价值昂贵，不易获取，但是却很容易破碎。”因此，在做出道德决策时，“如果你不确定是对还是错，就考虑一下你是否愿意把它登在晨报上”。²²和巴菲特很像，基威特也喜欢给其他人施加重压。

他们之间的不同主要在3个方面：基威特是个亲身实践的经理，不愿吸引公众的注意，并且他似乎只是看起来十分节俭。在奥马哈时，他开着一辆有4年车龄的旧福特车，生活十分简朴，为的是给员工树立榜样。但是他在棕榈泉度假时，却开着一辆凯迪拉克，过着豪华奢侈的生活。²³尽管如此，在许多方面，基威特都实践着沃伦·巴菲特对生活的想法。当基威特去世时，巴菲特的悼词不仅对他大加赞赏，同时也表达了他会永远记着他——这是巴菲特有史以来写得最动情的一篇文章。²⁴

“从零开始，”他写道，“（基威特）缔造了世界上最伟大的建筑公司之一……尽管并不是最大的，但可能是全美建筑业最为赚钱的公司。之

所以能够取得这么辉煌的成就，是因为基威特能够带领成千上万的员工不懈努力，坚持追求卓越和高效。”

“基威特绝对是一个生产者，而不是消费者，”他继续写道，“公司的利润全都用来扩大生产力，而不是为其主人积累财富。

“在本质上，如果一个人花的比挣的少，那就是在为未来积累‘财富提取单’。日后，他就可以兑现他早期的积蓄，少挣但是还能多花。他也可以将财富传给其他人——在活着时以礼物的形式，或者在他死后作为遗产。”

巴菲特写道，威廉·伦道夫·赫斯特把他全部的“财富提取单”都用来建造和维护他在圣西米恩的城堡。他每天都派人往他的私人动物园里运冰块，供北极熊使用，就好像埃及法老劳民伤财地建造金字塔一样。巴菲特曾经深入思考过金字塔的经济学问题。他说：

这全都是经济问题，许多形式的给予和花费都是经济问题。那真是疯狂，恐怕在道德上也是错误的。但是，有些人却认为这很棒，因为这给许多建造“金字塔”的建筑工人们提供了就业机会。但他们错了，他们只是考虑了投入，而没有考虑产出。

为自己建造金字塔，必然会消耗大量的社会资源，你当然应该付钱。你应该纳税。我要强迫你为社会做出巨大的回报，这样，就可以建造许多医院，同时也能令更多的孩子接受教育。

在这篇文章中，他特别提到，有些人赚钱是为了传给子孙后代，使得好几百名后裔“可以花费的远远超过他们个人所创造的，他们整个一生所花费的都是从社会资源的银行提取来的”。巴菲特发现结果十分具有讽刺意义。

他说：“在乡村俱乐部时，我听到人们在谈论福利循环的弊端，比如某位妇女在17岁时生了一个孩子，她得到了一些食物券，而且我们还在不断地提供这种依赖。同样，有些人也为孩子们提供了一生的食物，甚至一生都吃不完。但是他们不是找了一位福利官员，而是找到了一个信托基金管理人，他们不是得到了食物券，而是一些能够分红的股票和债券。”

他写道：“彼得·基威特在社会这个银行里存储了大量的资产……但

是支取的却很少。”他只把自己5%的财富留给了家人，其他的全都捐给了慈善基金会，用来造福他曾经生活过的地区的人们，这也是他活着时的人生目标。公司的大部分股份继续由他的员工们持有，基威特已经确保他们只能内部互相买卖。“彼得·基威特对社区和同胞们做出了无与伦比的贡献和服务。”巴菲特最后得出这样的结论。

在许多慈善家中，巴菲特也很尊敬安德鲁·卡内基和约翰·洛克菲勒，洛克菲勒也是观点很独特的思想家。卡内基在美国许多贫穷的社区建造了公共图书馆。卡内基基金会曾经选派亚伯拉罕·弗莱克斯纳到美国接受医学教育。²⁵1910年他的论文揭露了医学院丑闻，震惊全美，弗莱克斯纳说服了洛克菲勒基金会捐赠巨资以改革医学教育。洛克菲勒也想解决一些因缺乏正常资金支持而无法运作的难题。他发现贫穷的黑人大学，缺少富裕的校友，没有办法改善办学条件。“实际上，约翰·洛克菲勒成了这些大学的‘友人’，”巴菲特说，“他解决这些难题，根本不考虑它们是否受人关注，他对它们的支持也总是慷慨的。”

此时，巴菲特基金会共有72.5万美元的资金，每年捐赠出的不足4万美元，几乎全都花在了教育上。²⁶苏珊管理着巴菲特基金会，这也反映了他们共同的人生观——应该用钱回报社会。如果苏珊有权支配这些钱的话，她很有可能迅速捐出大量的钱，但是巴菲特不急于这样做。他认为让金钱随着时间而增加，通过复利会生出更多的钱用来捐款。当然，到1983年时，他已经有充分的证据来证明自己的观点了。从1978年到1983年年底，巴菲特夫妇的资产净值取得了惊人的增长，从8 900万美元猛增至6.8亿美元。

随着他变得更加富有，朋友们、陌生人、慈善团体全都蜂拥到基威特大厦向他要钱。有些人确实急需救助，向他真诚地请求；而有些人则感觉用他的钱理所当然。慈善组织联合之路、大学、癌症患者、教会、心脏病入、无家可归者、环保运动、当地的动物园、交响乐团、童子军、红十字会等都值得扶持，但他们得到的答复都一样：如果给了你钱，我就应该每个人都给。他的一些朋友同意他的做法，但是有些人还是很困惑，一个这么慷慨的人，可以花费大量时间帮助他人，给他们提建议，出谋划策，却在钱财上那么小气。

巴菲特仍然在滚雪球般积累财富，并承诺在死后会把所有的钱都捐出去，这就有点像《爱丽丝漫游奇境记》中白王后的“明日果酱”。“在他死后”就相当于永远不会兑现；也是一种让他不会过早死去的预防手段，

这是巴菲特非常关注的事。用白王后的方式来拒绝别人是一种奇怪的进行自我强化的方式。到现在为止，巴菲特夫妇的朋友、亲人，或者其家庭成员中至少有9人曾经企图自杀或已经自杀。不久之前，他朋友的儿子，在圣诞节前夜开车掉下了悬崖。接着，里克·格林的妻子安，在他们的儿子8岁生日前几天开枪自杀。所以，巴菲特对自杀不由自主地耿耿于怀，在这种背景下，他这样想也是完全合情合理的。不过，他自己想要尽可能长寿——一直挣钱到生命的最后一刻。

随着财富的不断增加，巴菲特常常明确表明自己的坚定决心，要快速赚钱，同时不让家人和基金会接触这些钱，这最终激起了朋友们的反对。里克·格林曾经给乔·罗森菲尔德写信探讨巴菲特成为世界首富的可能性：“如果沃伦成为世界一流的雪橇犬，并且看见这个世界除了毛发和小目标还有更多的东西，他会做些什么呢？”²⁷

巴菲特集团在巴哈马群岛的莱福德岛集会，在戴呼吸管潜泳和深海钓鱼的间隙，乔治·吉莱斯皮发起了一场激烈的讨论，主题是“孩子们（和慈善机构）都要等待”。几年前，巴菲特曾经说过，他每年只会给孩子们几千美元，并且告诉他们等他死后可能只会分到50万美元的遗产。²⁸他认为，“这些钱已经足够让他们做一些事情了，却不足以让他们什么也不干只是享受”。²⁹这句话成了他的箴言之一，多年来他不断重复着。“沃伦，那是不对的，”巴菲特之前的一个合伙人拉里·蒂施说，“如果在12岁之前没有被惯坏，他们就不会再被惯坏了。”³⁰

在卡罗尔·卢米斯的强烈要求下，《财富》杂志在封面上刊登了一篇文章，题目就是“你会把财富都留给孩子们吗”，许多人回答“家人第一”。

“我的孩子们要在世界上开创自己的事业，他们知道，不论他们想做什么我都会支持的。”巴菲特说。但巴菲特认为，“只因为他们出生在富人之家”，就为他们创建信托基金，是给他们“提供了一生所需的食物券”——可能会“伤害很大”，并且是“反社会的行为”。³¹这是头脑清醒的巴菲特，也正像他曾经在给朋友的一封信中所写道的，当他的孩子们开始蹒跚学步时，他就想等看到“这棵树能成为什么样的材料”时，再决定要怎么给他们钱。³²

然而，巴菲特也做出了决定，他会作一些捐赠——尽管微不足道，却机动灵活。1981年，他制订了一项独特的慈善计划，由股东们选择一

个慈善团体，然后伯克希尔-哈撒韦从每股股票中提出两美元捐出。伯克希尔不派发股息，但是这一计划允许股东们直接指导公司的慈善捐款活动，而不是由高管或者董事根据自己的好恶选择慈善团体，接受赞誉。该计划不需要太多的钱，但是巴菲特这么做，正是在逐渐松开拳头。股东们也喜欢这样做，该计划的参与度几乎总是接近100%。

对作为信息采集者的巴菲特来说，捐助计划最终也被证明是个十分有价值的工作。这让他洞悉了每一位股东对慈善事业的态度，他用别的方法永远也不可能得到这些信息。巴菲特总是不知疲倦地充满了好奇心，十分想了解每一个股东的情况，就好像他们也是他的大家庭成员一样，他其实正是这样看待他们的。

53岁的巴菲特已经“退休”两次了，他正在思考慈善和遗产问题。很显然，让他身心交瘁的正是退休问题。他开玩笑说要工作到死，他十分推崇年迈的经理如吉恩·阿贝格和本·罗斯纳。但是，现在他们都退休了，路易斯·文森蒂已经患上了老年痴呆症。因此，这也许就不足为奇了——巴菲特下一步会同一位89岁高龄的老妇人达成一项协议，这是他所遇到的最长寿的人。

44

B夫人

奥马哈，1983

1893年，罗斯·格列利克·布鲁姆金出生于俄国明斯克地区谢德林附近的一个小村庄，她共有7个兄弟，全家挤在一个有两个房间的小木屋里，父亲是个贫穷的犹太教拉比^[1]，买不起床垫，全家人只好睡在稻草上。

“从6岁起，我就开始梦想自己的生活，”她说，“我的第一个梦想是去美国。”¹

13岁时，因为爱惜她崭新的皮鞋，罗斯赤脚步行18英里，来到离家最近的火车站。她口袋里有4美分，为了省钱，她把这4美分藏在火车的座位下，一直藏了300英里，直到抵达最近的城镇戈梅利。在那里，她一连去了26家店铺找活儿干，最后，一家干货店的老板收留了她。“我不是乞丐，”这个4英尺10英寸（约1.47米）高的小女孩说，“我的口袋里有4美分。让我在你家过一夜吧，我很能干的。”第二天早上，她开始工作，“我为客户服务，把货物摆出来，在其他人还没拿笔计算时我就算出账来。快到12点时，老板问我是否愿意留在那里工作”。²

16岁时，她已经成了经理，手下管理着6个大男人。“不要担心男人们，妈妈！”她在给妈妈的信中这样写道，“他们都很服从我！”³4年后，她嫁给了伊萨多·布鲁姆金，戈梅利一位卖鞋的小贩。⁴同年，第一次世界大战爆发，沙皇的军队在俄国胡作非为，滥杀无辜，这促使罗斯下定决心移居美国。但他们的钱只够一个人的路费，罗斯让丈夫先去美国，自己继续攒钱。两年后的1916年12月，罗斯开始了她的美国之旅，她登上了横跨西伯利亚的火车，朝着中国进发。

火车一直行驶了7天，最后她来到了外贝加尔斯克的边境。正要进入中国时，罗斯被一位俄国士兵扣下，她告诉这个士兵，她正在为军队采购皮毛，并且保证回来时给他带一瓶梅子白兰地酒。也许是出于天真或者仁慈，士兵放她通过了边境。她立即乘火车经过中国的东三省，最后抵达天津。此时，罗斯的行程已达9 000多英里，几乎穿越了整个

亚洲。⁵在天津，她低价购买了一张船票，乘船前往日本，一路经过广岛和神户，抵达横滨。在那里，她等候了两个星期，然后设法搭乘一艘名叫“阿瓦·玛露”号的运花生的货船前往美国。“阿瓦·玛露”号在太平洋上从容不迫地行驶了6个星期，终于到了西雅图。“我从来没有见过那么多的花生，”她后来回忆道，“我还以为自己永远也到不了这里。”⁶她带着硬邦邦的黑面包上船，但是一路上身体太虚弱，吃得很少。⁷

经过近3个月的长途跋涉之后，她终于在犹太人的普林节那天抵达西雅图，一路上饱受疾病的折磨，脸浮肿得不成样子。一上岸，就有希伯来移民援助社的工作人员上前迎接她，为她提供了一些符合犹太教要求的清洁食物，并且安顿她在旅馆住下。“当我抵达这个国家时，”她说，“我认为我是世界上最走运的人。”⁸希伯来移民援助社的工作人员在她脖子上挂了一个牌子，上面写着她的名字以及“艾奥瓦道奇堡”，这是她丈夫生活和工作的地方，他在那里靠收垃圾谋生。他们把她送上火车，一路穿越明尼阿波利斯抵达道奇堡。抵达后，美国红十字会的工作人员想办法帮她找到了丈夫伊萨多，夫妻终于重新团聚。不久之后，罗斯就生下一个女儿，叫弗朗西斯。

两年后，罗斯仍然说不了几句英语。夫妇俩感觉十分孤单，于是决定搬到一个讲俄语和依地语的地区，因此他们到了奥马哈，这里吸引了32 000名移民，他们到这里修铁路，建食品加工厂。⁹

伊萨多租了一个当铺。“你恐怕从来没有听说过当铺会破产。”他说。¹⁰很快他们又添了3个孩子，路易斯、辛西娅和西尔维亚。她每次往俄国寄50美元，最后把10个亲戚也带到了美国。同她的丈夫不一样，她仍然不太会说英语。“我真是太笨了，”她说，“但这方面我就是不开窍，孩子们也教我英语。当弗朗西斯开始上幼儿园时，她说：‘我要教你怎么说苹果，怎么说桌布，怎么说小刀。’”¹¹当铺的生意十分冷清，在大萧条期间，他们几乎破产。接着，罗斯接管了当铺。“我知道该做什么，”她告诉她的丈夫，“大件物品要廉价出售。”“你用3美元进了一件货，然后以3.3美元卖出去，只加10%的利润！”当他们进的过时衣服滞销时，罗斯在全奥马哈城散发了1万份广告，上面写着他们的商店可以为人们供应从头到脚、从里到外的全套行头——内衣、西装、领带、鞋、草帽，并且只需花费5美元。仅一天时间他们就赚了800美元，比他们前一年的全年利润都多。¹²商店的经营范围不断扩大，开始销售珠宝、旧皮大衣和家具。接着罗斯开始以寄售的方式低价销售崭新的皮大

衣，使得生意取得了飞速发展。¹³她的人生哲学是：“与其使自己遗憾，不如让他人恨你。”

很快，客户就开始从罗斯这里购买更多的家具。开始时，她陪着他们到批发商那里购买，她自己加10%的利润卖给客户。后来她发现，这和当铺的生意不同，销售家具是一个“快乐的生意”，因此，1937年，她从一个兄弟那里借了500美元，在她丈夫当铺的地下室里开办了一个家具店，叫布鲁姆金家具店。但是家具批发商不想把家具批发给她，因为他们的经销商抱怨她以低价出售产品。因此，罗斯只好跑到芝加哥，找到了一个支持她的人，从他那里订购了价值2 000美元的商品，付款期限为30天。时间很快就到了，但她却没钱支付，因此她把自己家里的家具以低价卖掉，还清欠款。“孩子们回到家时，看到这一切放声大哭，”她回忆道，“我只好给他们解释为什么卖掉床和冰箱，整个房子空空荡荡的，他们很理解，他们对我实在是太好了，我感觉很对不起他们。”¹⁴当天晚上，她从商店取回几张垫子，全家人就睡在了地上。“第二天，我带回来一台冰箱和一个炉子，”她说，“孩子们全都破涕而笑。”¹⁵

在学校里，其他家的孩子们常常找她儿子路易斯的麻烦，嘲笑他有个开当铺的爸爸。儿子很痛苦，但是对他们的嘲弄置之不理，放学后继续在店里帮忙，并且学习成绩仍然很好。在上高中时他就学会了开车，常常四处运送沙发，一直忙到半夜。他的母亲，现在已经创办了内布拉斯加家具店，并且搬到一个更大的地方。除了卖家具外，罗斯也兼营其他副业，在打猎季节，她出售和租赁勃朗宁自动猎枪。路易斯最喜欢的工作就是在地下室里测试这些枪，他用渣煤砖当靶子，练习射击。¹⁶

1941年，美国卷入第二次世界大战，路易斯当时仍是十几岁的青年，是内布拉斯加大学的学生，但是他只上了几个学期就退学参军了。在战争期间，他和母亲每隔一天就写一封信。他的母亲那个时期陷于失望的情绪中，因此他鼓励她不要放弃。¹⁷由于那些大批发商拒绝给内布拉斯加家具店供货，罗斯成了家具“走私者”，坐着火车在整个中西部地区四处奔走，以高于批发价5%的价格从梅西百货公司和马歇尔-菲尔德公司大量购买家具。路易斯说：“他们能看出她很清楚自己在做什么，也很喜欢她，而且愿意向她介绍新产品，比如说推荐了一套刚刚上市的餐厅组合家具——这套家具很难做，价格不菲，但是她仍然买下了它。”罗斯说：“那些批发商越是抵制我，我越是努力工作。”¹⁸你不可能拥有整

个国家，这个国家属于每一个人，这是她的观点。¹⁹慢慢地她开始憎恨那些大亨们。“你落魄时，他们对你不屑一顾，”她说，“当你开始挣钱时，他们就会巴结你。呸，谁需要他们啊？”她的口号是：“薄利多销，诚实守信，童叟无欺，不拿回扣。”²⁰当她做成一桩买卖时，她会告诉手下人：“在他们还没有改变主意之前，赶紧给他们送货。”²¹

在突出部之役（又称阿登战役）中，路易斯荣获了紫心勋章。战后，他在1946年回到了奥马哈的家中，继续工作。他学会了做生意的一切技巧：进货、讨价还价、盘点、记账、运送和摆放商品等。对罗斯来说，没有人能比得上路易斯。她对雇员很苛刻，常常会大声呵斥他们：“你这个浑蛋！懒鬼！”但是，在他妈妈把这些人解雇后，路易斯会重新把他们找回来。

4年后，商店的生意十分兴旺，但随后朝鲜战争的爆发，让销量急剧下滑。罗斯决定扩大业务范围，开始销售地毯以增加效益。她到芝加哥的马歇尔-菲尔德公司，告诉他们要为一栋大楼购买地毯；他们以3美元一码的价格卖给她3 000码的莫霍克地毯。然后她以3.95美元零售给客户，是标准售价的一半，不过，她曾经对马歇尔-菲尔德公司撒谎这一事实似乎在多年后给她带来了麻烦。²²

罗斯以比其他经销商低价的销售方式，成功地在地毯零售业占据了一席之地。但是，莫霍克地毯厂把她告上了法庭，控告她违反了最低价格政策——根据这一政策要求，生产商有权要求他们的零售商按照规定的最低价格销售产品。罗斯却只身应诉。“我对法官说：‘我没钱请律师，因为没有人愿意为我辩护。法官大人，我在成本价的基础上加10%的利润出售商品，这有什么错呢？我没有强迫客户购买啊！’”²³审判只持续了一个小时，法官就驳回了对方的起诉。第二天，这位法官径直来到内布拉斯加家具店，购买了价值1 400美元的地毯。

尽管家具店销售地毯取得了成功，但由于战争的原因家具仍然滞销；罗斯仍然没法给供货商支付货款。最后奥马哈一位友善的银行家韦德·马丁问她是否需要帮助。“我不知道该怎么办，”她说，“我不能拿这些商品当饭吃啊。”²⁴于是，他借给她5万美元，借期90天，但是罗斯整夜睡不着觉，一直在担心怎么还钱的问题。她想到了一个主意，租借奥马哈市政礼堂，然后在礼堂里摆满沙发、餐桌和餐椅、咖啡桌、电视机等。她是一个精明的商人，她和路易斯在报纸上刊登了一则广告，极其真诚，却又利用了战时物资奇缺的特点。

这正是你所需要的！减价销售！紧缺商品？空话！我们不能拿它们当饭吃！我们必须卖掉它们。过去的60天里，我们采购了大量的商品，都没地方存货了。是的，我们进的货太多了，怎么办呢？我们不能吃了它们，通常我们在6个月里也卖不了这么多。因此我们要开展该地区有史以来最大规模的减价促销活动……45 000平方英尺的地方，摆满了价格低廉的名牌产品，等着你来挑选。

这则广告吸引了许多人，就好像马戏团来城里表演一样。²⁵仅3天时间，家具店就卖出了价值25万美元的家具。奥马哈的人们现在都知道罗斯·布鲁姆金和她的家具店就是打折家具的代名词。“从那天起，我就再也没有欠过一分钱。”她说。²⁶

同年，伊萨多死于心脏病。罗斯和路易斯继续经营着家具店。渐渐地，“B夫人”成了奥马哈家喻户晓的名字。人们在生活中的每一个阶段都要光顾她的商场：结婚、购买第一套房子、孩子出生或者得到升职。布鲁姆金大量进货，降低开支，并且只赚取10%的利润。1975年，一次龙卷风把他们位于西区的商店的屋顶掀掉了，但是她和路易斯毫不犹豫地所有商品全搬到城里的商店，继续营业。“如果你的价格最低，即使在河底，他们也会找到你的。”她说。他们确实会这样的。有一次，商店起火，她就给消防员送了几台电视。²⁷

“B夫人”知道如何做一件事情后，会立即去做。她不会犹豫不决，反复琢磨。她会买下标价5 000美元的桌子或者签30年的租约，购买房产或者解雇员工。她不会停滞不前，只是不断发展。她做事十分专注，如果你做的事达不到她的标准，即使只差一点儿，她都不想和你谈论它。她十分清楚自己擅长什么，在那些事情上，她不愿意欺骗自己。”

到1980年年初时，罗斯和路易斯·布鲁姆金已经打造了北美最大的家具城。在这块3英亩的地方，他们每年可以销售1亿美元的家具，是同等规模商场的10倍。²⁸从那时起，每年的销售额都会增加，无论经济形势是好是坏，无论奥马哈繁荣还是萧条。²⁹当她开始创建家具城时，奥马哈那些在她之前创建的曾经兴旺发达的竞争对手，全都销声匿迹了。其他的经销商来到这个城市，想同她竞争。罗斯仔细调查了他们的展销厅，然后她和路易斯发起打折大战，导致他们最终破产，不得不落荒而逃。“B夫人”的家具商场垄断了该地区一半的市场——比西尔斯百货公司、蒙哥马利·沃德百货公司、塔吉特公司以及其他所有的家具和用品零

售商加在一起还要多。甚至艾奥瓦州、堪萨斯州和达科他州的客户也开始驱车到她的商场采购。

她全都是靠自己发展起来的，她的客户越来越广泛，停车场上停满了从100英里以外赶来采购的人开来的汽车。³⁰

罗斯现在成了著名的“B夫人”，甚至她的家人也这样称呼她。她每天早上5点起床，早饭只吃水果和蔬菜，从来不喝酒。但几丝白发已悄然出现在她打着发蜡的黑色发髻中，随着她以年轻女人的活力在商场里健步如飞地四处走动，时不时地她还要通过大喊或挥动手臂来强调某事。随着她在谈判中越来越强势，她对那些供货商也越来越狠。“7美元？如果这样的话，我们明天就会破产。”她对一个报价嗤之以鼻。³¹以前那些对她不屑一顾的批发商们现在都拜倒在了她的脚下，祈求她的原谅。她很喜欢这种感觉。

如果你想卖给她2 300张茶几，她在一分钟内就能决定她可以付多少钱，多长时间能卖出去……然后她就会从你那里进货。她会拖到最后一刻，这时暴风雪即将来临，你要离开该死的奥马哈，不能误了航班。她可是个十分不好对付的人。³²

她一周工作6天半。“这是我的习惯。”她说。在她的头脑里，商品展销厅就是她的家。她的二女儿辛西娅·施奈德，在装修她母亲的房子时，摆放家具的方式都“和商场里的陈列方式一样”，因为“这是唯一可以使她感觉舒服的方式”。³³灯罩仍然用塑料盖着，有些家具还挂着价签。“我只用厨房和卧室，”B夫人说，“我迫不及待地等着天亮，这样我就可以去工作了。”

在周日的下午——一周里她唯一不在商场的时候，她开车带着路易斯在城里四处转悠。“我看着其他商店的橱窗，”她说，“计划着对零售店主展开攻势，思考着‘我们给他们多少钱’之类的问题。”³⁴她说，自己之所以这么努力工作，都是受到她母亲的激励。她的母亲曾在苏联经营一家杂货铺。以前罗斯每天醒来都能看见母亲在洗衣服，或者凌晨3点在烤面包。“为了赚3分钱，她会背着100磅的面粉走过20个街区，”她说，“这让我伤心不已。”³⁵因此，她对难民和移民有一种亲切感。有时她会安排他们在财务部工作，并且告诉他们：“算账不需要英语也能

干。”³⁶

1982年，《奥马哈世界先驱报》对她进行了一次采访。她说这么多年来好几次有人想收购她的公司，都被她拒绝了。“谁能买得起这么大的一个商场呢？”她告诉路易斯，伯克希尔提过一次。巴菲特在几年前就同她谈过，但她却告诉他说：“你得想法把它偷走才行啊！”³⁷

一年后，巴菲特听说布鲁姆金家正在同德国汉堡的一家公司洽谈，该公司经营着世界上最大的家具城，同他们的运营方式一样。布鲁姆金家族要出售了！“你不用想就知道这真是太好了，能够同B夫人合伙可真是求之不得啊。”巴菲特说。³⁸

也许这次他们是认真的。在20多年前，罗斯曾经把巴菲特叫到她的商场，对他说她正在考虑出售商场。巴菲特真的想为伯克希尔买下这个家具城。他走进商场，看到一个矮矮胖胖的妇女正在训斥一群男人，他们靠着墙站着：那些都是她的孙子、女婿和侄子们。她转过脸来对巴菲特说：“看我身边这些家伙，如果我把商场卖给了你，你可以把他们赶走。一群没用的懒蛋，他们都是我的亲戚，我不能赶他们走，但你可以赶他们，一群懒蛋、懒蛋、懒蛋。”

“她就这样训斥着他们，将近一个小时。‘懒蛋’这个词重复出现了好多次。”这些人早已经对罗斯见怪不怪了，无动于衷地站在那里。“然后，她就打发我走了。我已经表达了我的目的。”巴菲特曾一直渴望着买下这个商场。³⁹

“她认为只有路易斯最能干，并且十分完美。”当她表扬路易斯时，她通常会这样说：“哦，太棒了，你做得真是太棒了。”⁴⁰

如果布鲁姆金家族打算出售其商场，现在正是时候。B夫人的两个膝关节都已经做过置换手术，她把大部分日常工作全都交给路易斯打理了，但她自己仍然掌管着地毯部。“地毯业务吸引着她，使她着迷。”路易斯说。⁴¹如果有人要为一个9×12（英尺）的房间购置地毯，她会报出加了税，给优质客户打完折的价格，而这只需要几秒钟。她仍然会突然视察家具部门，甚至家人都经常不敢肯定他们自己的家具是否安全。有一次，罗斯给女儿打电话，告诉她赶紧把“放玩具的柜子清理出来”，因为来了个顾客。“当我下定决心时，”她说，“我不想一无所获。这是我的习惯。”⁴²巴菲特先去找路易斯谈了谈。路易斯说：“你应该去见见我

的儿子罗恩和艾文，将来他们要接管商场的。”

巴菲特把罗恩和艾文请到他的办公室，同他们建立了联系。他给路易斯写了一封信，陈述了他们把商场卖给伯克希尔的利与弊。他写道，布鲁姆金家族不应该草率出手——他在用极其真诚的态度和他们打交道。“如果你们决定现在不出售，那么不久以后你们就很有可能赚到更多的钱。明白这一点，积蓄力量，然后从容不迫地寻找让你们称心如意的买主。”

接着，他写出了自己的真实想法。他们可以卖给任何的家具公司，或者同一行业的其他人。但是“这样的买主，无论他们做出什么许诺，通常都会违背诺言，有些经理认为自己知道怎么管理你们的商场，因而迟早会插手实际的运作……他们有自己做事的方式，即使你们的业绩毫无疑问比他们的还要好，但从某种意义上来说，人类的天性仍然会使他们相信自己的方法更好”。

随后，“他们就会在财务方面做出重大的举措，通常贷大量的资金来运作，并计划将商场再次出售，要么卖给公众，要么卖给另一家公司，只要时机有利，他们就会出手，”他写道，“如果卖主的唯一动机是套取现金，或者放弃他们的业务，那么任何一种买主都能令人满意……但是，如果卖主的产业是其一生创造的结晶，已经融入了他们的个性，和他们的生活密不可分，那么这些类型的买主都有严重的不足。”

“任何买主都会告诉你，他需要你做合伙人，并且如果他很有头脑的话，他当然需要你。但是许多时候，由于上面讲到的原因，他们不会按照这种方式来行事。而我们会严格遵守我们的许诺，因为我们许诺过了，并且我们也需要这样做。”

巴菲特解释说，如果他买下了商场，他想让布鲁姆金家族继续做他的合伙人。如果他们回过头后感觉很遗憾，那这次的交易对每个人来说都是很失望的，包括他自己。他告诉路易斯他只插手两件事：资金分配，以及选择“最高管理层”并为其支付薪酬。

巴菲特还有其他的优势，他不是德国人。虽然德国公司的报价高达9 000万美元，但是B夫人横跨亚洲，穿越9 000英里，就是为了躲避对犹太人的大屠杀，因此卖给德国公司是会受到诅咒并被逐出教门的。最后，布鲁姆金家族同意将公司卖给伯克希尔，巴菲特立即驱车前往那个

20万平方英尺的大卖场签署协议。到那里后，他发现89岁高龄的罗斯正开着三轮高尔夫球车，满商场转悠，对她的雇员咆哮道：“你们这些废物！我一个子儿也不会给你们们的。”而路易斯和她的三个女婿就站在旁边看着。⁴³

“我甚至不想进行评估，”巴菲特说，“B夫人，你说什么，就是什么，我相信你的话。”

B夫人看着她的女婿们，他们正靠着墙站着，有一个至少比她高一英尺。“诺曼同弗朗西斯结婚已经41年了，”她说，“杰里同西尔维亚结婚也有36个年头了。查尔斯同辛西娅是39年前结婚的。我告诉这些孩子们：‘我不收退货！’”

她的女儿们拥有20%的股份，并且已经在这项协议上签字了。这些女婿们都不傻，他们知道从德国人那里可以得到更多的钱。她对他们咆哮着：“告诉我你们打算要多少钱，我会给你们们的。”她想把钱一分，然后把他们赶走，这样公司就成了路易斯的了。女婿们靠墙站着，浑身发抖，甚至想溜走。接着，她说公司90%的股份价值5 500万美元。“我不懂股票。”B夫人说。她想要现金。女婿们一声不吭地站在那里，但是他们可能也在想，只要签完销售协议，一得到钱，就会从这里滚出去的。

“她真的很喜欢我，并且相信我。她只要对某个人的看法确定了，就不会改变。”巴菲特知道她会在眨眼之间做出决定，并且永不反悔，因此他没有什么风险了，但是，“在签约后，我告诉B夫人：‘如果你改变了主意，也没关系。’我永远也不会告诉其他任何人，我只是感觉到，这个产业是她生命的一部分，如果在签约后她有理由不想这样做的话可以反悔——我不想让她感觉受到了约束。不过她说：‘我不会改变主意的。’”

“离开时，我告诉路易斯：‘你妈妈的口音太重了，有时我都没有完全听懂她在说什么；我最不希望的就是误解了她的话。’而路易斯说：‘别担心，她能听懂你的话。’”

“交易完成后，我说：‘B夫人，我有句话要告诉你，今天是我的生日。’”巴菲特时年53岁。“而她却说：‘你可是在生日这天买到了一个油井啊。’”

布鲁姆金家族从来没有查过账，而巴菲特也没有要求他们这样做，他没有盘点货物或者查看详细的账本。交易结束后他们握了握手。“我给

了B夫人一张5 500万美元的支票，而她给了我她的保证。”他说。⁴⁴她的保证几乎就和英格兰银行一样可靠。不过，巴菲特仍然希望罗斯保证自己不会后悔。

合同只是一页卡内基式的文件。开头这样写道：“你拥有内布拉斯加家具城100%的股份，这是一家十分成功的家具和日用品零售商场……伯克希尔-哈撒韦长期以来十分尊敬你们所做出的成就，因此提议从你们手中购买这一优质股票90%的股份。”⁴⁵为了宣布这一交易，他举行了一次新闻发布会，播放了公司成长历史的录像。在看录像时，B夫人的眼睛湿润了。⁴⁶

巴菲特找到了一件不同寻常的收藏品，把它加入到他感兴趣的收藏之中，而B夫人不屈不挠的意志、艰苦奋斗的历史以及独具特色的个性力量则使他产生了敬畏之情。⁴⁷“亲爱的B夫人，”他这样称呼她，“我已经向路易斯和他的孩子们许诺过，这项交易会让所有的家庭成员都感到高兴，从现在起5年、10年、20年之内，甚至更长远，我向你做出同样的许诺。”⁴⁸

巴菲特许诺给B夫人更多的自由，她已经习惯了全面控制和秘密运作；她不希望巴菲特把她的财务状况公之于众。他向她保证，当伯克希尔-哈撒韦根据法律要求向美国证券交易委员会陈述财务状况时，不会将家具商场的账目单独上报。

巴菲特丝毫不担心他本人或者他的下属不会从美国证券交易委员会那里得到豁免。巴菲特是一个和蔼可亲的老板，从来不发脾气，从来不反复无常地改变主意，从来不对任何人说一句脏话，从来不责骂或者批评他的员工，对他们的工作也从来不猜疑，总是充分放权，从不干涉。在他看来，如果一个人很聪明的话，他会做好一切的。查理·芒格说：“沃伦不给人压力，他只是激发别人。”戴尔·卡内基说要给人们一个良好的声誉，这样他们就会朝着这个目标要求自己，巴菲特对这一经验十分理解。他知道怎样激发手下人来实现卡内基式的伟大成就。

他对员工讲的话大意是这样的：

你太出色了，这份工作一点儿也不会花费你太多的时间，并且也不会太费精力。当然了，你在下一封信中要把它提交给我。因为这项工作正好是你的强项，再找三个人也比不上你。⁴⁹

维恩·麦肯齐刚刚把蓝筹印花公司一团乱麻的复杂关系整理清楚，就被委派了一件费力不讨好的工作——说服美国证券交易委员会发布一项豁免，准许B夫人免于审计的烦扰，这样就不用将她的财务秘密暴露在伯克希尔-哈撒韦的股东面前。麦肯齐开始费尽心机地研究那些烦琐刻板的政府条例，而巴菲特却信誓旦旦地鼓励他，说这对他简直就是小菜一碟。⁵⁰

同时，巴菲特很喜欢创新的工作，笼络新人。他很快就喜欢上了路易斯和他的那些“男孩们”；他开始在晚上8点30分开车到72号大街等着商场关门，然后，他会同路易斯、罗恩和艾文一起吃晚饭，连续几个小时谈论家具和营销。他开始带着那些“男孩们”以及他们的妻子一起休年假。

当年的秋天，巴菲特集团成员乘坐“伊丽莎白二号”游轮在北大西洋度假，波涛汹涌的海浪差点儿把船给掀翻了。当巴菲特的一些朋友被告知要为这次旅行提前支付125美元，并且要带上小礼服参加几次正式的宴会时，他们很是震惊。乔伊·鲁安被这一架势给吓住了，带着17个箱子来参加。⁵¹船上的食物只能算是“二流的”，其中一个成员说，日程既安排了惯例的活动，又有新加的活动：《财富》杂志的记者温德姆·罗伯逊，也是该集团的成员，谈了谈通货膨胀期间的投资；针对股票期权进行了讨论；乔治·吉莱斯皮和罗伊·托尔斯离婚分割财产的协议成了一个热点话题；汤姆·墨菲谈了谈大都会传媒公司同CBS的有线电视部门的激烈竞争；查理·芒格谈了谈本杰明·富兰克林的思想；巴菲特谈了谈用“博弈论”解决经济问题的方法，这一理论是基于一位先驱型的经济学家亚当·斯密“看不见的手”的理论⁵²——该理论认为人们在致力于增加自己的收益时，相应地也会为大家带来收益。

一直以来，巴菲特很喜欢给朋友们讲述B夫人的传奇故事和她惊人的家具城，这也是他刚刚为自己买进的赚钱机器。然而，他几乎被埃德·安德森的演讲抢了风头，安德森的讲话使这些假装正经的成员——大多数的人——差点儿从椅子上掉下来。当时他解释了为什么要资助人类的性研究，还一本正经地讲述了一个变性人的故事：那人在做完变性手术后，把自己切掉的器官放到一个瓶子里收藏起来。

然而巴菲特集团的成员还是从椅子上掉了下来。除了那些因晕船而在包厢休息的人以外，其他人都被困在了大厅里，盘子从桌子上滑下来，烟灰缸滑落一地，在暴雨和强风的摧残下，游轮在海面上随着波浪

摇摇晃晃，而他们却听了无数遍“永不沉没”的B夫人的故事。巴菲特集团本来计划抵达英格兰后上岸悠闲地待几天，但是他们一抵达南安普敦，里克·格林就搭乘飞机回了纽约。

虽然经历了大风的怒号，讨论了本杰明·富兰克林的训诫、离婚协议以及瓶子里的阳具，一条信息却清晰地闪现出来：巴菲特对罗斯·布鲁姆金的爱戴和尊敬。⁵³巴菲特为她做了个计划——他要把白发苍苍的罗斯变成灰姑娘，并且让巴菲特集团成员拉里·蒂施作为幕后策划。

在纽约大学董事会成员蒂施的帮助下，他安排克莱顿大学和纽约大学为罗斯授予荣誉学位。⁵⁴在克莱顿大学，B夫人激动不已，用手掩面，在台上大哭不止，并且连连说着：“哦……哦……我做梦都没有想到过。”⁵⁵然后，她说起了美国，这个使她梦想成真的国度。她给毕业生的建议是：“首先，要诚实；第二，努力工作；第三，如果你不能立即找到想要做的工作，那就告诉他们你什么都愿意干。如果你很优秀，他们会雇用你的。”⁵⁶

在到纽约大学参加典礼时，罗斯的家人们都很小心，避免让她看到酒店的价格，因为她以前曾经来过纽约，并一直认为如果价格超过75美元就太可恶了。⁵⁷她让路易斯带她去看看埃利斯岛^[2]和地兰西街，但是参观城市也是很麻烦的事，因为她觉得出租车的价格有些欺人了。⁵⁸在授予学位的那天早上，B夫人身穿长袍参加了盛况空前的毕业典礼，她同参议员丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉和诗人奥克塔维奥·帕斯一同被授予了荣誉学位。

尽管纽约大学的典礼庄严神圣，但是在被问到更喜欢哪个荣誉学位时，罗斯毫不犹豫地回答是克莱顿大学的，也许是因为他们从她那里购买了地毯吧。

不久之后，伯克希尔的审计员做出了内布拉斯加家具城的第一本财产目录——商场价值8 500万美元。B夫人在以6 000万美元的总价（包括他们仍然保留的股份）把商场卖出去之后，一直悔恨不已，但是在接受《Regardie's》杂志采访时，她说：“我不会反悔的，不过我很吃惊……他一分钟都没有考虑（在接受报价之前），但他肯定研究过，我敢打赌他知道。”⁵⁹当然，巴菲特不可能准确“知道”内布拉斯加家具商场值多少钱，但他的确知道这个价格有很大的安全边际。

不管怎样，他现在几乎把自己当作了这个家族的一员。当B夫人快要90岁时，家具商场搞了一次大促销，在当地的报纸上连续几天整版刊登广告，每年她的生日时都会这样做。而巴菲特会拿她生日促销的日期开玩笑。

她按照犹太教的日历计算生日，因此每年都不相同。我曾经还拿这开过玩笑，它确实每年都不在同一天。但是，我说她确定生日的原则是根据她什么时候最需要扩大销售，她的生日相当灵活，她顽皮地一笑，然后看着我说：“哎呀，你不懂犹太教的日历嘛。”

然而，不到两年的时间，这个童话故事就变了味儿。不屈不挠的B夫人当着顾客的面向罗恩和艾文怒吼，骂他们是懒蛋。由于她过过艰苦的日子，不得不努力地工作，因此，没有谁比她更了解生意。但是渐渐地——并且也是可以理解的——那些“男孩们”开始拒绝同她说话。

最后，在她95岁高龄时，孙子们把她的地毯经营权也剥夺了，她勃然大怒。这是她最后的一根稻草啊。“我是老板，但是他们从来都不告诉我什么。”⁶⁰她这样说，但最终还是放弃了。她把一直没有支付的96 000美元假期工资拿到手，然后离开了商场。⁶¹

但是当她一个人坐在家里时，她感觉“极其孤独，无所事事，快要疯了”。⁶²在报纸的采访中，她把孙子们斥责为“笨蛋”，甚至骂他们是“纳粹分子”。⁶³她暗示要到北加利福尼亚州的高点家具卖场去，那是家具业最大的展销会。她突然决定再开一家商场，就在刚刚翻修过的家具城的对面。在这里，她举行了一场“车库销售”，仅一天的销售额就高达18 000美元，她甚至“把一些自己的东西也拿去卖了”。⁶⁴几个月后，“B夫人的大商场”还没有正式开业，但是每天的收入就已经达到了3 000美元。

当地一家报纸在采访时问她如何应对迫在眉睫的争夺顾客大战，她咆哮着说：“我要让他们走着瞧！”当有人说她的新商场没有足够的停车位时，她指着对面商场的停车场说：“停到那里去，他们不会注意的。”很快，她就和孙子们展开了停车场大战。她树起一个广告牌，上面写着：“他们标价104美元，我们只要80美元。”⁶⁵当美国广播公司《20/20》节目的主持人鲍勃·布朗向她提及内布拉斯加家具城时，她说：“我倒是希望它被烧成灰烬，我希望他们都下地狱去……”⁶⁶

早先的某个时候，巴菲特曾经说过：“我宁愿和灰熊摔跤也不愿意同B夫人和她的子孙们有冲突。”⁶⁷同以往一样，面对朋友之间的关系破裂，他拒绝支持任何一方。B夫人认为他不忠诚。“沃伦·巴菲特不是我的朋友，”她告诉一个记者，“我每年给他赚1 500万美元，但是当我同孙子们意见不合时，他却不支持我。”⁶⁸痛苦折磨着巴菲特，他不能容忍任何冲突，不希望同任何人关系破裂。

在路易斯的母亲罗斯看来，路易斯不会做任何错事，但是他也没办法说服她。“她认为在这里她失去了控制权，她快要气疯了。”他说。

“他总是对他妈妈很好，”巴菲特说，“她无法接受自己失去控制权这一事实，这对她来说是世界上最艰难的事情。并且她不得不放弃她所钟爱的事业，这也让她十分生气。”

两年后，B夫人的商场，尽管规模仍然很小，却在一点点地发展，已经威胁到了家具商场的生意。最后，路易斯再次出面调解。“妈妈，”他说，“你最好把这个商场再卖给我们，我们之间互相竞争没有一点儿意义。”⁶⁹因此，罗斯打电话给巴菲特。她十分怀念家具商场，也很怀念家人。与家人分开独自居住，让她感觉很孤独。她说：“我错了，家庭意味着更多，我不仅仅需要自尊和生意。”B夫人告诉巴菲特她想回来。于是巴菲特提着一箱喜诗糖果，抱着一束粉色的玫瑰花去看望她。他提出支付给她500万美元，仅仅为了使用她的名字和她的租约。

他加了一个条件：这一次她必须签署一份禁止竞争协议，这样她就永远不能再和他竞争了。他觉得自己以前要是这么做就好了。他同99岁高龄的老太太签署一份这样的协议真是荒谬至极。然而，巴菲特十分现实，这份协议巧妙地把B夫人限制住了。如果她退休了或者因为其他原因生气而退出，不论她当时多大岁数，从那以后5年之内她不能同巴菲特以及她的家人竞争。即使她活到了120岁，巴菲特也不用担心。“我认为她可能会活得很长久，”他说，“不过我有5年时间就行了。”

B夫人仍然不会读写英语，不过，别人向她解释了这份禁止竞争协议，她还是在上面签了字，用她自己独具特色的标记。这一和解协议轰动一时，成了报纸的头条新闻。“接着，我要确保她永远不会发脾气。”巴菲特说。他开始假惺惺地讨好这位新雇员，使她高兴，这样她就永远都不会退出，从而保证禁止竞争协议能够一直实施下去。

1993年4月7日，大奥马哈商会的商业名人堂建成开幕，罗斯被列入其中。和她一起入选的还有巴菲特、彼得·基威特和其他几位商业大亨。之后不久，巴菲特双膝微颤，战战兢兢地登上高地俱乐部的舞台，为庆祝B夫人的百岁生日而献歌，这是他有生以来第一次公开表演。他还给当地一家剧院捐了100万美元，因为B夫人正在翻修这家剧院。

没有人敢相信，沃伦·巴菲特竟然捐了100万美元！

所有人都对罗斯·布鲁姆金大唱赞歌，但是没有一句能让她飘飘然。甚至沃伦·巴菲特给她捐助的100万美元，也没有冲昏她的头脑。她感觉自己的一切，所有的财富、好运全都应该归功于这个国家，是它为她提供了所有的机遇，造就了她的成功。在家族的活动上，她一直坚持唱那首她最喜欢的歌曲《天佑美国》，每次都会唱，有时还不止唱一次。

“我觉得担当不起这一荣耀。”对这些赞誉，她反复谦虚地说。⁷⁰可是人们却认为这一荣耀，她当之无愧。

[1] 拉比，意为犹太教教士，主持犹太教集会的主要神职人员。——编者注

[2] 埃利斯岛（Ellis Island），原美国移民局的驻址，也是美国移民历史的象征。——译者注

45

拖车政策

奥马哈，1982~1989

从“伊丽莎白二号”上下来，巴菲特开始给妻子苏珊讲故事，主题可能是B夫人的逸事，也可能是巴菲特自己杜撰的发生在很久之前的故事。从这一点上来看，股神和其他人没有什么区别。尽管那时苏珊已经和巴菲特分居，但两人的关系没有发生太大的变化，他们几乎每天都要通电话，苏珊更是把这部称作“热线”的电话安在了自己的公寓里。每次电话响起，苏珊都禁不住要跳起来。“那是沃伦的电话！”即便是与朋友在聊天，不管对方是谁，苏珊都会把巴菲特放在第一位，当然在巴菲特不需要苏珊的前提下，苏珊的所有时间还是属于自己的。

与巴菲特分居后，苏珊曾在纽约的格拉姆西塔附近找了一间不大的公寓作为住所，后来她又把住址搬到了位于华盛顿大街的有轨电车沿线，新住所可以看到附近海湾迷人的风景，更重要的是，这里离小儿子彼得的住所很近，彼得和他的妻子以及两个女儿就住在这里。那时的彼得依然在为自己的音乐梦想而奋斗，为了支付租房账单，他对外出租了音乐工作室，同时也开始为别人创作音乐——只要对方肯付钱，这些客户中有学生电影社团，还有一家叫“西部影音”的唱片公司。¹

20世纪80年代初期对于苏珊来说是一段痛苦的日子，她先后失去了自己的双亲。1981年7月父亲汤普森博士离世，仅仅过了13个月，苏珊再次面临亲人离开的悲痛，母亲多萝西·汤普森也告别了这个世界。苏珊沉湎于失去父母的悲痛中不能自拔，她的心灵和生活都受到了巨大的打击，过了很长一段时间，这种情况依然没有丝毫改善的迹象，反而变得更加严重了。意识到了这些变化，巴菲特不再对苏珊的某些做法感到不理解，他把苏珊的要求全都看作是理所应当的，这个他希望去保护、去呵护的女人已经把一部分注意力转移到了奢侈品消费上，而这些钱都是出自巴菲特的钱包。苏珊年轻的时候，最喜欢购买的是各种各样的祝福卡片，但是现在，苏珊更喜欢把钱花在这些知名品牌上，比如著名的皮鞋品牌波道夫。²波道夫每年推出的新款皮鞋成了苏珊的最爱，一向吝啬的巴菲特在这个问题上似乎开明了很多，因为一个近似于无情却又不

争的事实是，巴菲特之所以能够掌管这么一大笔财富完全是因为苏珊的鼎力支持——无论什么时候，只要苏珊想用钱，不需要任何理由，她完全可以按照自己的意愿去花钱。面对两件皮草外套，苏珊不禁问道：“为什么我要选择买哪一件，非要给出一个答案呢？”而这个问题的答案很清楚，她根本不需要选择！

物质消费对于苏珊来说只是一方面，苏珊的资金更多的还是流向了她的朋友那里，她更多的时候还是为朋友们花钱。虽然苏珊的这些朋友肤色不同，都不富裕，但是朋友的数量却在不断增加，而且没有人愿意离开这位巴菲特夫人。彼得大学时代的女朋友也一度在苏珊身边工作，担任她的秘书，而且一做就是几年的时间，直到彼得与女友即将订婚，苏珊与准儿媳的合作才走向了终点。随着朋友数量的不断增加，家族规模的不断壮大，越来越多的朋友、家人，包括苏珊在旧金山的随行人员总是伴随在她的左右，要是换作一般人，早就被这样几乎没有个人空间的生活击垮了，但是苏珊并不是我们眼中的一般人，离开奥马哈后，拥有巨额财富的苏珊开始了自己的“魔幻”之旅，手中的金钱就像是魔法学徒手中的扫帚一样无所不能。圣诞节前，巴菲特问苏珊：“今年的圣诞节你需要多少钱？”苏珊的回答是7.5万美元。³听到这样一个答案，巴菲特很快就在支票簿上签了字。

在苏珊的若干朋友中，最能受到她贵宾礼遇的就是那些艺术家了，尤其是那些创作型的人才，那些苏珊认为潜能尚待开发以及天赋没有得到足够认可的人们，艾德华·莫尔达克就是其中之一。擅长当代油画的莫尔达克最喜欢运用明快的色彩进行创作，而这正是苏珊所欣赏的。但是在这些人中，有一个人却得到了苏珊特别的关照，他就是比利·罗杰斯，他既是苏珊的外甥，也是最能给苏珊制造麻烦的人。罗杰斯本人是一位爵士乐吉他手，才华横溢的他曾先后与不同的乐队、组合合作，也曾担任过美国蓝调传奇歌手B·B·金的伴奏，他的音乐生涯中最大的成就就是作为美国爵士乐团“十字军战士”的一分子，但是罗杰斯的音乐之路却毁于毒品。结婚后，罗杰斯育有一子，他把家安在了洛杉矶，之后几年他在美国西海岸着实找回了昔日的风光，但是在这个过程中，罗杰斯从来没有完全戒掉毒瘾，戒毒一段时间后的复吸只能使情况更加糟糕。但苏珊从来没有放弃他，在对待罗杰斯的问题上，她总是持乐观的态度，即便罗杰斯因为吸毒把自己搞得混乱不堪，苏珊对他的态度依然很坚定，因为在她眼中，罗杰斯就是自己的孩子。

1984年，艾滋病在美国已呈蔓延的趋势。在2 000多名患者因此丧命、2 000多人感染的情况下，苏珊决定投身到这场抗击艾滋病的战争中，她的重点就是那些旧金山的同性恋者，在当时艾滋病被称为“同性恋癌症”⁴。那时，人们对于艾滋病的认知还远没有达到现在的程度，对于艾滋病的传播方式也有很多误解，这样的大背景让人们对于艾滋病的抵触情绪完全转移到了那些同性恋者身上。而这种抵触情绪不断上升，最后就演变成了近似于歇斯底里的反对，人们认为那些性取向有别于常人的同性恋者应该遭到上帝的惩罚。⁵就在这个时候，苏珊出现了，那些之前被家庭和朋友遗弃的同性恋者从苏珊那里得到了母亲般的温暖，巴菲特夫人再一次跨越了社会伦理的界限，在艾滋病成为一场灾难，行将爆发的初期，人们总是能看到这样一种景象，一个富家已婚女子频频出现在身患艾滋病的同性恋患者的身旁，俨然是他们的庇护者，而这个人就是苏珊·巴菲特。⁶

正因为如此，苏珊在旧金山的生活才变得非常紧张，这更需要一种平衡：在她与巴菲特分居的6年里（1977~1983），在公开场合，苏珊依然是沃伦·巴菲特的妻子，但是现在，苏珊却徘徊在离婚和再婚的门口踌躇不前。知道苏珊处境的人也许 would 认为苏珊为了取悦周围的人而继续选择待在这个犹如牢笼的婚姻城堡中。在他们看来，苏珊这样做就是为了麻痹自己，让自己不去想真正希望得到的是什么，他们认为苏珊是那种永远都不会把自己真正的心理需求说出来的人。但是当人们亲自看看苏珊过去的生活经历时，他们才知道这种臆想的猜测是错误的，苏珊是那种从来不会向任何人屈服的人，她可以把自己的精力分成几份，可以同时处理几种不同的人际关系。苏珊，完全有理由让人们相信她有能力处理好身边的人际关系，但她有时又把这种自信转化成了自负。在苏珊的生命中不仅仅有沃伦·巴菲特，还有一个男人。当越来越多的人知道苏珊这个秘密时，苏珊自己也很难说清楚，与身边的这两个男人到底是什么关系，事情似乎变得越来越难以控制，而且超出了她的控制范围。

1983年年底到1984年年初，苏珊和她的网球教练约翰·麦凯布一同前往欧洲旅行，旅行的过程中苏珊不仅结识了很多欧洲的朋友，也认识了很多来自奥马哈的同胞。一时间，苏珊的两种不同生活方式在美国产生了巨大的反响。1984年3月，苏珊返回奥马哈参加巴菲特母亲利拉80岁寿辰的庆祝活动，其间，苏珊并没有向巴菲特隐瞒自己的情史，告诉沃伦自己离开奥马哈搬到旧金山居住和另外一个男人有关，但同时她也承认这不是离开的全部原因。听到这个消息，巴菲特意识到这段类似于

婚外恋的故事似乎已经成为过去，巴菲特还感觉到苏珊所说的这个男人是在她离开奥马哈后认识的。⁷

即便苏珊向巴菲特坦承了自己的情感遭遇，她也是有所保留的，她没有把自己的秘密完全告诉这位股票巨人，但苏珊的心里已经很清楚，在巴菲特和自己的网球教练之间，她选择了前者。她永远不会离开巴菲特，两人的婚姻也将继续下去，她没有离婚的打算。

当巴菲特得知这一切的时候，他并没有难过得选择自杀，尽管看上去似乎他有些放弃人生的念头。这件事情对他的打击是巨大的，几乎在一夜之间，巴菲特就瘦了10磅。那段时间里，他需要承受太多的打击，其中就包括他知道苏珊把自己辛辛苦苦挣来的钱放心地交给另外一个人使用，要知道如果巴菲特预先清楚这件事的话，他是打死也不会同意的。也就是从这一天开始，巴菲特对位于加州拉古纳海滩的住所感到厌倦了，其实从一开始，他对这里就不是很有好感。

在母亲利拉的生日宴会上，巴菲特看起来很憔悴，但他给人的感觉还是与之前那些家庭聚会里的巴菲特别无二致。在家里，他与同居女友阿斯特丽德·门克斯的关系没有任何变化，后者并不知道巴菲特究竟出了什么事，而到了伯克希尔总部，巴菲特就把自己关在办公室里，用工作来麻痹自己。尽管自己对婚姻的全部幻想在这一刻成为泡影，但是巴菲特从来没有把这种想法告诉过任何人，他选择了把这一切埋在心里。

家事如此，巴菲特此时的事业同样麻烦不断，伯克希尔工厂维持下去的希望变得越来越渺茫。尽管工厂里的细纱机并没有停止转动，但这仍然无法掩盖工厂败落的事实。老式织布机像是一堆废铜烂铁拼凑起来的古董，缝纫机工作时发出的声音更像是一辆在纺纱间行驶缓慢的火车。当时工厂里只剩下了400多名工人，他们中的相当一部分人都是葡萄牙人的后裔，尽管专业技术优秀，但是他们年纪偏大，很多人都已经五六十岁，而且他们的英语也讲得很差，再加上长期在嘈杂的纺织车间工作，很多人的听力都受到了不同程度的影响。当时的情况是，如果巴菲特不去购买新的细纱机和纺织机等设备，工厂连一锭纱也生产不出来，其结果也就可想而知了。1985年巴菲特关闭了伯克希尔工厂。⁸如果更换新设备，工厂大约要掏出5 000万美元的资金，而巴菲特最终还是选择拍卖那些老设备，不过拍卖款总额只有163 122美元。⁹

工人们巴菲特做出这样的决定也感到十分不解，他们希望在合同

解除后得到相应的赔偿金，但是工人们得到的补偿只是几个月的工资。他们希望面对面地与巴菲特做个了断，但是却被后者拒绝了，工人们认为老板这样的做法很无情，但又能怎么样呢？也许巴菲特根本没有见这些员工的勇气。

当然，这不是工人們的错，当新机器出现的时候，工人们只能是任人宰割的羔羊，是自由市场改变了他们的身份。如果你已经55岁了，而且不会英文，只会讲葡萄牙语，你又能怎么样？在纺纱车间工作了30年，你的听力已经不能和常人相比了，所以你只能接受被淘汰的命运。也许有人说可以把这些工人送去培训，让他们接受培训后再回来就业，但是别忘了他们的背景，有些人学初中的课程就能成为一名电脑维修师，但我们的工人不是这样！

我们的工厂放弃他们，并不意味着他们将因此失业，自由市场可以帮助他们重新找到就业的机会，他们也给这个社会带来了很多东西，只是我们需要一个完整的保障体系，归根结底，还是社会得到的利益最多，但同时社会也应该为出现的问题负责！

尽管当时的社会保障体系还不健全，但巴菲特并没有为这样的社会现实收拾烂摊子的意思。不管工人们得到的补偿金有多少，巴菲特认为那些都是工人们应得的。“市场并不完善，你绝不能指望这个社会能给你一份很体面的工作！”

由于巴菲特最终选择关闭工厂，纺织业也成了伯克希尔-哈撒韦成立初期资本积累过程中不堪回首的往事。根据巴菲特的规划，他认为保险业可以推动伯克希尔-哈撒韦未来的发展。在20世纪70年代，巴菲特把若干个小保险公司整合起来，新公司也因此成为了国民赔偿公司的一个重要支柱。这个决定在当时曾被人称道，但若干年后，公司的发展方向却被认为远远偏离了正轨，这样的发展策略也被认为是错误的。

之后，巴菲特身边发生了很多事情：最开始，巴菲特的好友杰克·林沃尔特选择退休，之后国民赔偿公司发生了诈骗事件，特别是后者带给公司的影响是巨大的，经济损失超过了1 000万美元。尽管公司也在诈骗案发生后追回了部分损失，但是这些只是保险公司所有问题的开始。20世纪70年代初期，巴菲特购买了不少的家庭保险公司和自主保险公司，但是这些收购并不成功，最后，这些公司不得不由其他人来接手。尽管如此，这也几乎成了巴菲特所有保险公司的发展模式，也就是我们

在这章标题中提到的“拖车政策”，先让这些公司陷入困境，然后求助于拖车，也就是让第三方来帮助脱离困境。这就像利用绞车从泥沼中拖出笨重的物体一样。除此之外，伯克希尔还和加州的工伤保险扯上了关系，这是一个涉及工人在出现工伤后有关工资和医疗、健康状况的赔付险种。而截至1977年，伯克希尔旗下的两家公司有一个已经陷入了巨大的“灾难”之中，公司的经理人总是从代理商那里捞回扣。¹⁰为了解决这个问题，巴菲特派出了丹·格罗斯曼赶往洛杉矶处理相关事宜。到了洛杉矶后不久，格罗斯曼发现自己对于保险行业简直就是一窍不通，他终于明白这是一项非常复杂的行业，远远超出了其所有的字面含义。（在这里我们举一个例子，维恩·麦肯齐，就亲自出差去保险经纪人那里收回了一处住宅和一部轿车。¹¹）也许在一般的行业中，让公司的管理人员去处理这些事并不符合传统首席执行官们的逻辑，但是对于巴菲特和他的伯克希尔来说，没有什么是不可能的，毕竟对于一个精明的人来说，没有不可能完成的任务。这时，格罗斯曼面对的是一个支离破碎的公司，为了解决出现的种种问题，格罗斯曼采取了“拖车政策”，他找来了极富经验的经理人弗兰克·德纳罗。事实证明，德纳罗把问题处理得很好，在伯克希尔的年度报告中，巴菲特还点名对德纳罗提出了表扬。

随后，巴菲特为了增加再保险行业中的经验值，还涉足了再保险险种，这是一家保险公司为其他保险公司提供保险服务的业务。在这项新业务中，巴菲特聘请了乔治·扬作为主管。扬非常绅士，而且业务素养很高，对于新工作，他显得非常容易上手，公司因此取得了良好的效益，但同样也不可避免地出现了损失。巴菲特曾试图与扬一起解决出现的问题，格罗斯曼也因此被派到了纽约。事后，格罗斯曼回忆起当时的情况说道：“真的太乱了，当时一切都是一个非常模糊的概念，巴菲特让我和伦敦劳合社谈，让我尽可能发掘再保险的业务。”不过格罗斯曼也意识到再保险是一项属于专业人员才能完成的任务，于是他找来了鲁安和切尼夫帮忙，自己则把更多的精力放在了投资管理的学习上。

巴菲特的一生是充满冒险精神的，除了再保险这个行业，他开发的另外一个实验性产业就是Homestate保险公司。Homestate保险公司的性质与其他公司的性质不同，它的子公司分布在美国境内的各个州。在通常情况下，被保险人更愿意和挂着“公司总裁”头衔的人直接接触。与那些“保险经理”相比，“总裁”往往更能提高客户的满意度。但是在1978年，以此为特色的Homestate保险公司，业绩并不十分出色，巴菲特用了“令人失望”这样的字眼来描述这一切。他发现尽管人们愿意同公司总

裁直接沟通，但是那些国有保险公司却在经营管理等方面占据优势，这也就意味着Homestate保险公司需要一种全新的管理体系来改变这一切。巴菲特自己也没有找到解决问题的方法，他那种“孤注一掷、抬高价格”的标准投资技巧没有为保险方面带来巨额利润。最终，还是巴菲特的好友汤姆·墨菲的建议为巴菲特打开了局面，他告诉巴菲特要起用那些“有头脑、有社会经验的人员”。¹²这样维恩·麦肯齐再次出现在巴菲特的视线里，这一次，巴菲特委派麦肯齐出任Homestate保险公司分公司的经理，不过麦肯齐对保险业也不精通，他也不得不离开。¹³而就在这时，德纳罗因心脏病突发去世，这对巴菲特更是一个致命打击。当时，德纳罗还只有37岁，在这种情况下，加州的工伤保险业务再次陷入了混乱之中，巴菲特不得不把格罗斯曼从纽约重召回来继续管理这边的事务。

这样，26岁的格罗斯曼成为了Homestate保险公司的主管。在保险行业中，防止出现欺诈保险比保险销售更为重要。而格罗斯曼则发现那些已经投保几十年的老顾客却在骗取保险金，而且他们这么做已有数十年了。为此，格罗斯曼向巴菲特发出了求救信号，他希望得到巴菲特的帮助，但巴菲特并没有给出任何有效的解决方案，年轻的格罗斯曼只能靠自己来处理这些棘手的事情。尽管格罗斯曼在自己的这份事业上付出了很多的时间和精力，但是他依然感觉力不从心，甚至觉得以他当时的经验和阅历根本不能处理保险行业中产生的种种问题。“这项业务本身已经超出了自己的能力。”格罗斯曼这样解释道。再看看巴菲特方面，虽然他一再表示对格罗斯曼有信心，认为他能处理好出现的所有问题，但恰恰就是这种压力让格罗斯曼透不过气来，他的婚姻也因此亮起了红灯，最终，格罗斯曼选择离开，他告诉巴菲特自己根本无法应付出现的问题。之后，格罗斯曼就举家搬到了旧金山湾附近，在那里开始了自己的投资经营。¹⁴

以巴菲特的性格，他最不希望看到的就是员工的离开，因此他多次挽留格罗斯曼，希望格罗斯曼能继续在伯克希尔任职，但都被谢绝了。辞职前，格罗斯曼的人缘很不错，他与同事之间的感情很好，所以公司里有很多人希望格罗斯曼留下，但这种奢望最终还是落了空。在格罗斯曼自己看来，他认为自己并不能轻松地承受伯克希尔内部的种种压力，他认为在公司纵横交错的关系网中——一方面，苏珊的崇拜者大多都是出于对巴菲特的尊重，而另一方面，巴菲特在公司内部有属于自己的坚定支持者，格罗斯曼很难找到属于自己的自由。离开伯克希尔，离开巴

菲特，格罗斯曼已经充分认识到自己将失去什么，所以在走的时候，格罗斯曼切断了与伯克希尔所有可能的联系。这一切，用巴菲特某位老朋友的话说，就是“格罗斯曼抛弃了巴菲特和他的公司，他选择与巴菲特分离”，作为巴菲特的老友，他不能说什么，尽管他明白事情的来龙去脉，但是表面上他只能表现出对格罗斯曼离开伯克希尔的遗憾。

随着格罗斯曼的退出，伯克希尔内部支持发展保险业的派系又少了一个同盟者，麦肯齐也因此变得更加忙碌，他绝大多数的时间都在想如何把内布拉斯加家具城整合到巴菲特的公司里。在格罗斯曼离开的这段时间里，巴菲特邀请了迈克·戈德伯格，这位麦肯锡的前顾问官、曾和里克肖塞尔一起在太平洋海岸股票交易所工作的专业人员，暂时代理格罗斯曼的工作。出生在布鲁克林区的戈德伯格是一个很严谨的人，但又不失幽默的本色，而且这个人似乎就是为保险而生的，血液里充满了保险业的DNA。戈德伯格对于保险业完全是自学成才，他的业绩也相当不错——这多少和巴菲特有些关系，这位股市大亨是绝对不会花钱请人来教戈德伯格的（其实对谁都都是一样），一位老师都不会请，更不要说两位了。

随着戈德伯格的到来，伯克希尔内部原来的那种谦和、中规中矩的美国中西部行事作风几乎彻底被改变了。凡是他认定不合格的经理人迅速被扫地出门了。随着大量经理被辞退的消息不胫而走，戈德伯格赢得了令人生畏的名声。在工伤保险业务和再保险业务两大部门中，戈德伯格招了些新人，有人顶住压力留了下来，有人受不了这里的高压环境而选择离开，还有的没合格被淘汰了。

戈德伯格能够在短期内取得成绩，难怪有人会对他的工作方法感到好奇，但是他的工作方法其实很简单，就是不断地给公司经理人打电话，然后和他们充分地深入交谈，以了解经理人对工作的态度并指出他们应如何正确地思考业务。在一片混沌中，他事必躬亲的做派非常难得，一位曾经在戈德伯格手下担任公司经理人的雇员表示，在这种环境下工作，能承受得了这种压力的人可以从戈德伯格身上学到很多。其实戈德伯格就是这样一个人，他的雇员表示，戈德伯格“就连叫到一部出租车都会兴奋得叫起来”！

20世纪80年代早期，戈德伯格逆流而上，使公司朝正确的航向前进。不同于令人失望的霍克希尔德-科恩公司与伯克希尔——从一开始，巴菲特也许就不应该收购这些公司。对于戈德伯格，巴菲特一向都

是非常信任的，他相信戈德伯格所做的一切对于公司来说都是非常必要的。但是，待人友善、心无城府的乔治·扬在负责再保险部门工作时，却被一些不择手段的经纪人所利用。坦率地说，这种现象在当时的保险业是非常普遍的。¹⁵不过这也让巴菲特认清了现实，他也改变了自己的行事作风：尽量避免裁员带来的冲突，对公司经理人的批评采用迂回间接的方式，针对他们的褒奖有所保留。随着资产数量和规模的不断扩大，巴菲特也能更加娴熟地掌控这一切了。要解析股东的信件以获得有关保险公司的信息，你要像神探福尔摩斯一样细致入微，要像夜晚的狗一样注意不寻常的事件——而这样的狗不叫。¹⁶此前近10年时间里，人们总是能听到巴菲特对身边经理人的赞美声，而现在人们从巴菲特嘴里听到这种赞美的机会越来越少，为数不多的几次是他对GEICO以及国民赔偿公司的赞美，这两家公司之所以能得到巴菲特的认同，很大程度上是因为自身的业绩非常突出。

尽管巴菲特非常吝惜自己的赞美之词，但是他从来没有中断通过书信表达对保险业的关注，特别是在1984年，他在这一年写给股东们的信件中，有关保险业的话题所占的篇幅比以往任何时候都要多。巴菲特将伯克希尔保险公司合并成了一个庞大的体系，面对伯克希尔业绩不景气的局面，巴菲特没有将责任推给某一位经理人或者是某一家分公司，而是把责任统统揽到了自己身上。即便那些经理人及公司是应该为伯克希尔糟糕的业绩负责的，巴菲特也没有选择那么做。他用了长达7页的篇幅来描述当时保险业的状况，“循规蹈矩”般的营销模式，再加上公司出现的损失，让巴菲特的内心十分尴尬。尽管对于巴菲特这位伯克希尔的首席执行官来说，勇于为公司出现的状况承担批评与指责是一件再正常不过的事，但是在很多人看来，他是在通过自责来堵住外界对他的抨击。

虽然巴菲特知道，在那些可怕数据的背后，实质性的改善已经发生，但他还是在信中披露了种种问题。到了1985年，从事保险行业的人员开始沿着巴菲特构建的轨道前进，这促进了现金流的增加，这笔资金也可以说是巴菲特今后事业成功的经济动力源。

巴菲特所描述的保险业的发展模式在1985年开始爆发出它的潜力，这种发展模式与之前任何产业的发展模式都不相同，但就是这种独一无二的前进路线为巴菲特保险公司的发展注入了巨大的前进动力，抑或是前进的合力，从而使公司的股东们得到了良好的投资回报。

接下来巴菲特将表演时间交给了戈德伯格，后者的推动将伯克希尔-哈撒韦旗下的保险产业发展到了最高峰，从此，伯克希尔的收益呈几何级数上升，甚至超过了井喷的速度。

有一天，巴菲特说了这样一句话：“我在某一个周六来到这里，迈克·戈德伯格和阿吉特·贾殷正在散步。”

阿吉特·贾殷的身份是巴菲特的高级助理，于1951年出生，在位于印度克勒格布尔的著名学府——印度理工学院修完了工程学位，之后在IBM驻印度分部就职3年，这之后阿吉特继续了自己的学业，并拿到了哈佛大学的经济学学位。与巴菲特和芒格一样，阿吉特天生就是一个怀疑论者、一个精明的人，没有什么人能够说服他，这一点恰恰是巴菲特所欣赏的地方。很快，后者就进入了巴菲特完成收购B夫人家具城后重组的管理层。巴菲特认为他们俩有着太多的相似。

他（阿吉特）在保险业没有任何背景，但我就是喜欢这个人，我想我和他之间有着太多的共性，你可以对那个和我一起讨论工作的阿吉特表示质疑，但是我们之间摩擦出的那种电光火石般的力量是巨大的，和我们在伯克希尔做的任何一件事相比，没有哪种力量能超过我和阿吉特共事的力量！

提到阿吉特在伯克希尔所作的决策，巴菲特表示自己并没有在阿吉特作决策的过程中给出任何自己的意见或者建议，但巴菲特在电话会议中并不是单纯地扮演倾听者这一被动角色，如果在电话会议中出现了巴菲特热衷的活动或是工作，那么将这份工作接下来的那个人肯定是阿吉特。巴菲特喜欢需要绞尽脑汁的工作和那些艰难的谈判——谈判的过程就是这样，成功与否常常取决于当事人的性格，一个人的智慧与能力很可能决定一桩买卖能否达成。在这个高度强调理性与智慧的行业里，只要参与谈判的人选正确，只要他能在适当的时候发挥正常，那么他所能爆发出的能量将是惊人的。巴菲特在工作中通过阿吉特“暗度陈仓”的方法表明，前者是很倾向于“暗中交易”的方式的，事实证明的确如此。

随着巴菲特与阿吉特的关系越来越接近，以及伯克希尔里出现的种种问题逐渐得到解决，戈德伯格也算完成了自己的任务，此后不久，他就将工作重心转移到为伯克希尔创建信贷和地产业务上去了。

身为巴菲特高级助理的阿吉特是一个什么样的人呢？他平时的睡

眠很少，每天早晨大概在五六点左右醒来，而他醒来的第一件事就是问：“这个时间谁睡醒了？我能和谁打电话聊一聊公司的发展？”所以阿吉特的同事必须在周末清晨作好随时被电话吵醒的准备，而且电话总是会很长，内容无外乎再保险业务。而阿吉特与巴菲特的通话时间则定在了每天晚上10点，不管阿吉特在哪里，晚间10点的电话他们从来没有中断过。

事实上，阿吉特加盟伯克希尔选在了一个无比恰当的时间，当时保险价格正处在顶峰，巴菲特在1985年的《行业保险》杂志上刊登了一条惊人的广告——“我们在寻找保费超过百万的客户！”这则广告融合了巴菲特的两大特点：张扬的表现力与深邃的思考力。尽管如巴菲特自己所说：“我们没有名气，也没有人给我们分配客户！”但广告的力量是巨大的，在这则极具巴菲特个人特点的广告刊登后，保险单一张接着一张，阿吉特的生意也是一个接着一个。[17](#)

46

两难抉择

奥马哈，1982~1987

交易！交易！交易！20世纪80年代的美国的确是一个充斥着交易的时代，不过这些交易全都是负债经营的。道琼斯工业指数在1964年9月是875点，到了1982年新年那一天，道琼斯指数再次回到了875这个数字上，这也就意味着在过去17年的时间里，它没有任何变化！¹不断增长的通货膨胀率让公司的利润增长成为泡影，但是似乎没有公司受到影响，它们早就准备好了支票，除了普通工人不能“享受”外，一般的白领们早已在安逸的房间里享福了。管理者们拿着公司的钱邀请下属去打高尔夫球或者去星级宾馆消遣。草率的公司运营、松散的流程管理，还有愚蠢到没有任何头脑可言的官僚作风，让人们辛辛苦苦挣来的钱在别人的消遣中被挥霍掉了。²20世纪80年代初那几年，股票的情况就好像涤纶西装那样不值钱，但之后，一切发生了巨大的变化，随着美联储主席保罗·沃克尔的上台，通货膨胀率得到了控制，原本高达15%的利率开始平稳降下来。精明的投资家们也开始注意到当时美国国内商业出现的膨胀趋势。面对当时借贷利率相对较低的局面，一些公司的潜在买家们找到了生财之道：利用公司自有资产作为另一笔交易贷方的担保——这种做法有点像在房产按揭中拿到了100%的贷款比例——但这就是那些公司潜在买家的经营方式，他们不需要支付一分钱。对于这些人来说，投资组建一家公司的付出和为一家柠檬汽水厂选厂址没有金钱上的区别。³于是华尔街兴起了一股风潮，投资者们疯狂地重返华尔街，期望能在混乱的投资市场中分一杯羹，但他们手中没有资本，有的只是从别人手中借到的那些资金，于是这也见证了企业兼并的开始。

在第一批收购金融家中有一个叫杰罗姆·科尔伯格，他这样描述了当时投资市场的局面：“我们只是拿回了本应属于股东们的财富和价值！在这个问题上，美国公司（Corporate America）应负很大的责任，人们应该问一问，为什么他们不选择降低成本呢？”⁴

1984年，当成为垃圾债券的低档债券开始登堂入室般走上投资市场的舞台时，资金市场又开始呈现出另外一幅景象。对于这种垃圾债券，

更体面的说法是“坠落的天使”，大多是类似于宾州中央铁路公司（1968年，宾州铁路公司和纽约中央铁路公司合并，成为宾州中央铁路公司）这样的企业发行的。为了尽快摆脱破产的尴尬局面，这些境况不佳的公司才选择发行垃圾债券来拯救自己。⁵不过那时只有为数不多的几家公司才是有针对性、有目的地发行垃圾债券，由于垃圾债券被普遍认为是高风险的，所以发行垃圾债券的公司的借贷利率通常会很高，从这个角度来说，垃圾债券大多都带有灰色的成分，是人们不得已而采取的一种方式。

那些在华尔街从事垃圾债券工作的人往往被认为是回收废品的。这些人要么是寻找垃圾债券发行方的银行家，要么是受困于债务纠纷的分析师。银行家每天为商业噩梦所惊扰，而分析师的生活更加悲惨，不是在计算文书上的数字，就是在计算资产负债表，再有就是发掘那些破产的银行家、律师、气急败坏的投资者，还有那些穷凶极恶的管理人员的生活逸事……

但一切在迈克尔·米尔肯内部交易丑闻爆发后德崇公司破产的那一刻开始发生了变化。在米尔肯东窗事发前，他非常轻松地成为了华尔街最具影响力的人，当时尽管进行垃圾债券交易的风险性极高，但是购买一小部分还是利大于弊的，因为从当时的大环境来看，风险相较于高企的债券利率已不值一提，换句话说，在当时的大环境下，垃圾债券在总体上还是有一定的安全边际存在的，这种情况就像香烟对人们的危害在一定范围内是可以接受的。

不久后，人们对投资经理的态度发生了变化，他们用投资者的钱来投资高回报的垃圾债券的做法不再被认为是轮盘赌那样的冒险行为。事实上，发行垃圾债券已经逐渐成了一种风潮，而且光明正大，这一点和之前人们对其的态度俨然就是180度的大转弯。一家资金雄厚、实力不凡的大公司很可能是被持有垃圾债券的公司收购来的，而以前的资产负债表也将因此转化成负债累累的瑞士奶酪，企业掠夺者就是这样拿着垃圾债券大摇大摆地进入公司的，而他们的目的就是实现对公司的“恶意收购”，将自满于现状的公司杀个措手不及。恶意收购的买家通常会以一副非常友善的面孔接触目标公司，但是最终完成这项收购的往往并不是最初这个所谓友善的买家，而是另外一个人，而且后者在经济上的能力肯定要强于企业掠夺者。在这个过程中，银行方面的费用高昂得令人难以置信，因此，银行家们为了节省开支，不得不放弃等待生意找上门的机

会，而选择自己出去寻找合适的商机，他们的渠道就是巴菲特所使用的标准普尔指数1000，事实上，巴菲特本人就是通过《穆迪手册》来寻找到“烟蒂”型股票的，《穆迪手册》对于巴菲特的作用就像标准普尔指数对于那些商家的作用一样。这股并购浪潮通常只征得了一方的许可，引发了公众的广泛关注，每天都会有针锋相对的一己之见见诸报端。而迈克尔·米尔肯年度垃圾债券会议的主题“掠夺者的盛宴”⁶则成了当时那个时代的真实写照，成了那个时代的代名词！

不过巴菲特自己是不赞成这种垃圾债券交易的，对于交易把富人从股东变成经理人和公司掠夺者的做法他十分不屑，因为这个过程无论给银行家、经纪人还是律师等人带来的都是无尽的伤害。⁷正如巴菲特自己所说：“我们决不会进行垃圾债券的交易！”但是这并不是20世纪80年代的通用做法，在那个时代，没有一笔交易不是在负债经营的大前提下完成的，因此巴菲特的理念就显得有些格格不入。而对于那些在经济萧条期出生的人来说，债务关系是可以利用上的，只要你小心一点对待它，那么债务关系在很大程度上就是一个可以依赖的帮手。到了80年代，债务关系更是成为一个“杠杆”，人们通过借贷来实现自己的利润。而这个“杠杆”来得似乎有些不是时候，当时美国政府正处于里根的统治下，属于“里根经济学”推行之际，面对急剧扩大的财政赤字，美国政府当时实行减税政策，这样做的目的是希望最终可以提高税收收入，从而刺激经济增长。但是减税的问题在当时引发了社会上激烈的争论，一方面，经济学家们为减税是否可以带来理想的答案而争执不休；另一方面，减税的做法究竟可以多大程度上改善赤字的负面影响也是经济学家们关心的焦点问题。随着美国本土对消费的热衷，再加上借贷的影响，美国经济被不断扩大的内需拉动了，人们也开始习惯了用信用卡来支付账单。一种全新的“平衡观念”逐渐在人们的心中建立起来，消费激增下的账单出现了严重的失衡现象，即便消费者到死亡的那一瞬间，账面上的透支金额依然不可能偿付，这也就形成了我们所说的坏账。在经济萧条时期人们形成的囤积财富的观念荡然无存，一种全新的经济观念应运而生：花明天的钱买今天的东西！

但和大多数人不一样，巴菲特依然选择用现金付账，依然在公司收购的过程中扮演救星的角色。在1985年2月的某个清晨，巴菲特被好友汤姆·墨菲的电话吵醒了，当时巴菲特正巧在华盛顿小住，墨菲这通电话的目的就是告诉巴菲特他刚刚收购了美国广播公司。

“你一定要过来，你要告诉我如果要完成对美国广播公司的收购，我需要怎么做，具体来说，我需要什么支付这笔收购资金？”⁸两人的关系很好，所以在巴菲特面前，墨菲在言语上不需要避讳什么。而在当时，美国广播公司并不是只有巴菲特和墨菲这一个买家，很多公司掠夺者都在觊觎这块肥肉，从公司到业内外的人士都在看墨菲的好戏，看看他能不能以巴菲特风格，出于与对方公司的交情来完成这笔收购。⁹

让我们看看巴菲特是如何回答墨菲的吧：“不要想别的，想想这将如何改变你的命运和你的一切！”作为一个虔诚的天主教徒，身为天主教徒的墨菲是不应该在任何事情上浪费一分钱的——这又不是好莱坞！也许在巴菲特的心中他早已经想过了在谦逊的墨菲与充满诱惑色彩的电视传媒市场之间的矛盾，毕竟墨菲已经是一个即将退休的人，而且墨菲本人也相信自己和花花绿绿的电视传媒市场存在不可调和的矛盾。¹⁰但是巴菲特接下来的动作表明他自己并不害怕所谓的改变，至少他接下来的行动让人们认为是这样的，他建议墨菲给大都会/美国广播公司（Cap Cities/ABC）聘请一位投资者，一旦公司感觉到了企业掠夺者那些恶意的眼光，那么这位投资者就能对公司实施保护。但谁又能充当大都会/美国广播公司的保护神呢？几乎没有任何悬念，墨菲选择了巴菲特。对于好友的信任，巴菲特没有拒绝，很快，他就以伯克希尔的名义斥资5.17亿美元购买了大都会广播公司15%的股份。¹¹

巴菲特以救市的方式从众多企业掠夺者手里抢回了大都会广播公司，他也在不知不觉中卷入了美国历史上耗资最大的媒体交易，成了这笔交易中不可不提的一方。也许下面这个数字就能说明一切，伯克希尔在大都会广播公司的份额比例是内布拉斯加家具城在大都会广播公司的6倍之多！对于当时经营并不景气的美国广播公司，巴菲特和墨菲也投入了35亿美元的巨资，要知道当时大都会广播公司在网络传播业的排名已经跌到了第三位，35亿这个数字还是相当可观的。¹²也许在很长时间以后，巴菲特对于网络传媒的热情会有所降低，“网络媒体并不是无所不能的！”类似的评论也许在以后的某个时间会从巴菲特的嘴里冒出来，但是他已经亲眼见证了电视这个产物从无到有、从弱到强的崛起过程。¹³巴菲特知道无论是树立公众价值取向，还是挖掘自身的潜力，媒体的作用都是无比巨大的，而这两方面产生的合力更是令人难以置信！如果将美国广播公司和大都会广播公司整合在一起，那么这个全新的产业将拥有100家发行商、若干全天24小时不间断播放的电台、24个主流电视频道，还有超过50个有线电视网络。¹⁴对于这一切，巴菲特是如此希望可

以早日进入大都会/美国广播这个体系，以至于在面对大都会/美国广播公司与《华盛顿邮报》的董事职位的抉择时（根据美国联邦通信委员会的相关规定，大都会/美国广播公司与《华盛顿邮报》存在可能的电视网络利益上的冲突），巴菲特毫不迟疑地选择了前者。¹⁵他之所以会这样做的一个原因是《华盛顿邮报》首席执行官凯瑟琳·格雷厄姆和儿子唐·格雷厄姆（后者于1991年顶替母亲出任首席执行官）都不会阻拦。《华盛顿邮报》以及格雷厄姆家族已经不再需要巴菲特的鼓励，现在他们需要的只是巴菲特的同意而已，巴菲特已经起不到任何实际的作用。考虑到这些因素，巴菲特在做出决定的那个晚上睡得很安详，脸上挂着愉快的笑容。

1985年对于巴菲特是一个值得纪念的年头。当巴菲特把通用食品公司出售给菲利普·莫里斯时，仅仅这一只股票就为伯克希尔-哈撒韦赚回了3.32亿美元的收入，在不到一周的时间里，《福布斯》也开始了对巴菲特的关注，在《福布斯》列出的400位世界富豪中，就有巴菲特。当时，想要进入《福布斯》的富豪名单，意味着你的身家必须要在1.5亿美元以上，巴菲特做到了，那时的他只有55岁。能在55岁就成为亿万富翁，这的确不简单，而且要知道并不是所有的亿万富翁都有进入富豪榜的实力——14个富豪中只有1个才能有这样的幸运，从这个角度来讲，巴菲特的经济头脑绝对不一般！究竟是什么让巴菲特有如此神奇的魔力？也许把他小时候最喜欢读的书改名为《赚到100万美元的1 000招》更能解释这个现象，但是在童年的幻想中，巴菲特从未想过能积累如此巨大的财富。

在伯克希尔-哈撒韦刚刚上市的时候，股票的票面价值只有7.5美元，但现在，在巴菲特的领导下，伯克希尔的股票发生了质的飞跃，每股飙升到了2 000美元！^[1]尽管如此，巴菲特并没有选择拆股，因为随着股票的增多，公司需要额外支付一笔没有意义的经纪人费用。当然，这是毋庸置疑的，但是这样的伯克希尔更像是一个合伙企业，或者说是俱乐部，过高的股价也让人们把全部的注意力都集中在了伯克希尔上。

随着伯克希尔-哈撒韦在金融界受到的关注日益剧增，巴菲特也开始在业界声名鹊起。现在当他走进一个投资者聚集的大厅时，人们的注意力将瞬间集中在这位55岁的富豪身上。对大都会/美国广播公司的收购的确改变了巴菲特的生活，大屏幕也不再是巴菲特遥不可及的事物，在著名的美国肥皂剧编剧阿格尼丝·尼克松的劝说下，巴菲特在尼克松导

演的电视剧中过了一把演员瘾。巴菲特和尼克松在有一天与墨菲共进晚餐时相识了，席间，他接到了尼克松的邀请，在《爱情》一片中出任角色。一般情况下，那些身为首席执行官的大人物们对于这种客串是避之唯恐不及的，但是巴菲特并没有那样做，他很喜欢自己在银幕上的处子秀，最后在剧组为他结账后，巴菲特并没有兑现那张支票，而是把支票和剧照装裱起来放在办公室里留作纪念。对于化妆和演出的兴趣也许就是巴菲特性格中的一部分，后来有一次在朋友的宴会上，巴菲特还扮成了美国摇滚乐灵魂人物“猫王”的模样。在出席时任美国总统里根组织的一个晚宴时，巴菲特系上了钟情的黑色领结，带着女儿苏茜一同出席，当时出席这个晚宴的还包括著名影星史泰龙、世界知名时装设计师唐娜·凯伦等人，而且这两个人还与巴菲特同桌就餐。在出席奥斯卡颁奖礼时，巴菲特带上了很少在公开场合露面的同居女友阿斯特丽德·门克斯，当时阿斯特丽德穿了一件看上去是从旧货店里淘来的礼服，但她并不认为这样做有什么寒酸，依然露出了自信的微笑。在颁奖礼结束后，巴菲特和著名的乡村音乐女歌手多莉·帕顿共进晚餐，帕顿给巴菲特留下了很深的印象，巴菲特认为帕顿既可爱又讨人喜欢，但是他却没有让自己在帕顿心中留下浓重的一笔，要知道之前面对很多女性，巴菲特都能轻松地在异性面前给对方留下很好的印象。

在参加凯瑟琳·格雷厄姆举办的宴会上，巴菲特的位置总是会被安排在当晚两位最重要或者是最有意思的女性中间，这样，他可以充分发挥自己在语言上的天赋，但是巴菲特从来没有发掘出对于诸如天气、体育这些闲谈话题的驾驭能力，为了引入正题而做一下铺垫对于巴菲特来说，往往是一件浪费时间的无聊之事。

事实就是这样，难道不是吗？吃饭的时候，你身边坐了两个从来没有碰过面的人，而且以后也不会再碰面，这种感觉肯定会很奇怪，很压抑！不管这个人叫什么，什么贝比·佩利、马雷拉·阿涅利，还是戴安娜王妃，凯瑟琳总是能从对方的身上找到她所欣赏的地方，但是面对她们我从来找不到可以聊天的话题，和戴安娜王妃沟通可没有和多莉·帕顿交流那样有趣，面对她，我说些什么呢？“查克（查尔斯）怎么样？城堡又有什么新消息？”

生活在1987年那个时候的亿万富翁总需要性格中有点儿冷酷的味道，巴菲特就是这样，前进的时候他不再依赖凯瑟琳·格雷厄姆的鼓励，她在出席活动的时候也不再需要巴菲特的“护送”，两人之间的感情也慢

慢淡了下来。但美国权贵们对凯瑟琳的热衷度并没有降温，这很大程度上要牵扯到另外一个人——罗伯特·麦克纳马拉。麦克纳马拉曾在肯尼迪和约翰逊两任美国总统执政期间（即越南战争期间）担任美国国防部部长，1987年他不幸丧偶，但是在凯瑟琳身上，这位睿智的、有着钢铁般意志的美国高官找到了久违的友情，而且和凯瑟琳的友情维持了很长时间。作为越战时期的国防部长，麦克纳马拉是美国军方提出所谓“消耗战略”的发起者，以至于很多人在提到越战时都认为这是一场“麦克纳马拉式的战争”。除了越战外，另外一个让麦克纳马拉进入史册的就是“五角大楼文件案”，是他发动了针对美国政府在东南亚问题上的调查，而正是由于“五角大楼文件案”，凯瑟琳和她的《华盛顿邮报》才得以进入美国的历史教科书，她因为披露“五角大楼文件案”也永久地登上了历史舞台。不久后，麦克纳马拉和凯瑟琳的关系愈加密切，《华盛顿邮报》董事会更是用“凯瑟琳的第三任丈夫”来形容两者之间的关系。也许就是为了印证这一点，或者是为了证明两人之间的关系，凯瑟琳任命麦克纳马拉为《华盛顿邮报》的董事，但这已经是巴菲特离开之后的事情了，从一开始，巴菲特和麦克纳马拉之间的关系就很难用“朋友”形容，随着时间的推移，两人更像是相敬如宾的陌路好友。

巴菲特和麦克纳马拉之间究竟有没有共同点？事实上是有的，在处理人际关系时，巴菲特也能像麦克纳马拉一样利用社交手腕搞定周围的人，但是这位奥马哈先知面对的问题并不仅仅限于人际层面，更麻烦的同样也是没有预料到的是，由于巴菲特蜚声海外，他的人身安全甚至都受到了威胁。仅举一事为例，两名来路不明的男子出现在伯克希尔位于内布拉斯加州奥马哈市的基威特大厦，其中一人手持仿制.45口径的手枪挟持了巴菲特，要求10万美元的赎金。不过好在安保人员和警方立即介入此事，巴菲特毫发无伤地走了出来。事后，挟持者表示自己不过是为了买一处农场而想从股神那里借点钱。¹⁶对于这一切，巴菲特也采用了低调处理的手段，在对秘书格拉迪丝·凯泽描述这一遭遇时，巴菲特语气中带了很多调侃的味道。即便发生了类似的恐怖事件，他也没有像人们建议的那样雇用贴身保镖，因为在巴菲特看来，属于自己的个人时间和自由太少了，保镖只能让原本不多的自由成为泡影，不雇用贴身保镖并不代表巴菲特对个人安全问题很大意，他的办公室里安装了摄像头，办公室的大门则是重达300磅的安全门，一般人要想破门而入并不容易。

名气带给巴菲特的除了人身安全上的隐忧外，更多的是私人空间的

减少，总是会有陌生人打电话到巴菲特的办公室，希望能与这位亿万富翁直接对话。这些陌生人认为没有人可以帮他们，他们请求巴菲特给他们的时间也不长，而且他们相信巴菲特对于他们要说的一切肯定会感兴趣。后来，格拉迪丝·凯泽给巴菲特想出了一个办法，让这些陌生人给巴菲特写信。¹⁸从那时起，巴菲特总是能收到有关询问伯克希尔-哈撒韦股票的信件，刚开始，信件的内容还是很和善的，比如向巴菲特咨询有关山楂疗法的事宜，或者是希望巴菲特能够为一种全新的冰激凌配方提供启动资金，但是后来，信件内容的尺度开始放宽。“巴菲特先生，我已经厌倦了平淡的人生，我被富人的生活所吸引，对于财富的向往已经灼热了我身体的每一寸肌肤，你很有钱，能给我点吗？”¹⁹这些只是若干信件中的一封，更多的信件还是人们抱怨自己的命运和生活。“现在我的脑海里除了信用卡和账单之外没有别的！”²⁰

虽然被这些信件包围着，但巴菲特并没有把这些来信当作垃圾扔掉，相反他把这些信件收藏了起来，并分门别类加以保存。其中有很多信证实了他对自己的定位——比如行为榜样或老师。当然，这些信件中也不乏能够打动巴菲特的东西。如果他有时间，而且他认为这样做值得的话，他会亲自给对方回信，用坚定而且毫不迟疑的口气告诉来信者，出现的问题都应该是写信人自己负责！这一切就像是写信的人是巴菲特的孩子一样，巴菲特会在信中教对方如何应付出现的麻烦——告诉他们的债务人自己目前的情况是多么潦倒，尽可能地争取较低的偿还利率，好为自己偿还债务争取更多的时间。这些话更像是巴菲特的独白，他深知陷入债务危机是一件多么麻烦的事情，特别是当债权方是信用卡部门或者垃圾债券部门的话，麻烦将会接踵而至。

尽管巴菲特是众人眼中的股神，但是他自己的孩子们并没有在投资方面受到父亲的熏陶。甚至有关如何处理大宗金钱的技巧，巴菲特也没有传授给子女们，但是他们却从父亲身上学到了价值连城的一课，就是对待债务的态度。巴菲特对于欠债深恶痛绝的观点也遗传到了孩子们身上，这其实已经是非常幸运了。对于债务，甚至是任何有关钱的话题，巴菲特的态度向来是非常一致的，他从来不会乱花一分钱，从这一点来看，巴菲特对待子女的态度和对待陌生人没有什么区别，但是在面对孩子们体重的问题上，巴菲特又非常愿意拿钱作为交易的筹码，让孩子们去控制自己的体重。

女儿苏茜就是一个很好的例子。齐肩的短发、精心雕琢的脸庞，看上去30岁出头的苏茜和25岁的妙龄女孩没有什么区别，但唯一令她不满的就是身上多出来的几磅体重。于是，巴菲特给女儿送上了一笔合适的买卖：如果苏茜能够减肥成功，她将获得一个月内购物免单的机会，支出全部由巴菲特负担，而且一个月内购物不设上限，但如果苏茜的体重出现反弹，那么她必须要把消费的全部金额还给巴菲特。看上去这样的计划比双赢政策更容易俘获人心：在这个交易中，没有人的利益会受到伤害，也没有任何风险存在，特别是对于巴菲特，无论结果怎么样，他都算是赢了。如果女儿能像自己预料的那样减轻体重并保持不反弹，那么巴菲特也算是心愿达成，而且只有在这种情况下，他才会掏出钱包里的支票，而苏茜也能买到漂亮的衣服。正是在这个美丽的结果的驱动下，苏茜开始了节食减肥，当她“得偿所愿”，体重达到一个理想的数值时，母亲苏珊给她快递过来一张信用卡，卡片上这样写道：“玩得开心点！”

刚拿到“减肥奖品”的时候，苏茜的态度还是小心翼翼的，她不敢去花卡里的一分钱，她怕父亲赖账不给钱还需要她自己为衣服付款，但是慢慢地，苏茜意识到这并不是父亲的玩笑，一切是真的！她正式进入了自己的疯狂消费月，频频出现在令人眼花缭乱的商场里，这也是她人生中第一次这样肆无忌惮地消费。不过每次回到家里，经过餐桌时，苏茜都把消费单据卷起来，自己也不敢面对近乎疯狂的购物结果。换来的结局是，每天当苏茜的丈夫艾伦回家时，看到妻子大包小包的衣服，都会惊讶得大叫上帝。30天后，苏茜得到了这一个月疯狂购物的结果，这一个月她总共花掉了4.7万美元！

看到这个数字，苏茜也有点儿紧张了。“也许爸爸看到这一切后会郁闷得要死！”深知父亲个性的女儿这样说，所以苏茜也不得不去搬救兵。在巴菲特面前，妻子苏珊的确很有说服力，但是苏茜知道当面对金钱话题时，哪位救兵对她来说更有帮助——这个人就是凯瑟琳·格雷厄姆。在和巴菲特三个子女相处的过程中，凯瑟琳并不认识彼得，更谈不上了解；而霍华德总是认为凯瑟琳，这个《华盛顿邮报》的首席执行官是一个很难相处的对象，他在她家里的时候，要么害怕自己坐在了不该坐的位置上，要么害怕打破她家的东西；只有苏茜向凯瑟琳伸出了友谊的双手，两个人也建立了很好的关系。²¹正因为如此，当苏茜给凯瑟琳打电话，述说这个由减肥引发的故事时，凯瑟琳答应如果需要，她肯定会帮忙！

不过也许苏茜有些杞人忧天了，毕竟她和父亲是有言在先的，巴菲特最终还是付了这份4.7万美元的账单，虽然表现得很客气也很和善，不过之后巴菲特把自己的朋友们叫到一起，抒发心中的不满：“如果你们的太太花掉这么多钱，你们会怎么想？”男人们的回答当然都向着巴菲特，认为这样一笔大单有点儿过火，但是女士们的答案却出乎巴菲特的意料，这些贤内助们认为巴菲特不应该从自己的朋友身上找安慰，其实巴菲特应该庆幸，要知道4.7万美元并不是一个很夸张的数字，言外之意是苏茜还可能玩得更疯！²²

也许是从苏茜事件上得到了教训，当巴菲特与儿子豪伊打赌时，他选择了以豪伊缴纳农场收入比例的高低作为赌注。这个赌约依然和体重有关，体重的高低直接影响到豪伊向巴菲特缴纳的农场收入比例。巴菲特认为儿子最适合的重量应该不超过182.5磅，如果高于这个数字，豪伊要向巴菲特缴纳的比例是26%，而低于182.5磅这个体重，份额也相应减少到22%。用豪伊自己的话说：“这就是典型的巴菲特的体重检测手段，我自己并不介意他这么做，事实上这代表了他对我的关心，我并不在意缴纳份额的多少，但我知道，就算是交22%的租金，父亲也是赢家，他从我这里拿到的支票也比任何人都多！”²³的确，不管最后怎样，巴菲特都不是输家，要么得到一个减肥成功的儿子，要么得到更多的利润分成。²⁴这就是典型的巴菲特式作风，就像他的一个朋友所说的那样：“巴菲特是双赢政策的大师，如果这笔买卖不会给他带来好处，他是肯定不会插手的！”

在巴菲特的三个孩子中，彼得是在经济方面对家里依赖最少的一个。当母亲苏珊搬到华盛顿后，彼得夫妇就把自己在华盛顿大街的公寓让给了苏珊，自己则搬到了位于斯科特大街的公寓居住。那时，彼得依然没有放弃自己的音乐梦想，在为一个刚刚创办的有线电视台MTV创作一段长15秒钟的背景音乐，而他也把在音乐事业上的这种成功带到了商业上。尽管在巴菲特的三个孩子中，彼得的经济头脑是最差的，但是彼得成功地把伯克希尔的股份和音乐天赋结合起来形成了自己的事业，并最终过上了富庶的生活，完全超脱了金钱游戏的范畴。但是到了20世纪80年代中期，彼得开始思考父亲所说的话。“你认为人们真的欣赏你的才能？没有人特意到超市里买你哥哥豪伊种出的玉米！”从父亲的这番话里，彼得意识到如果不是因为自己是股神巴菲特的儿子，他的音乐才华不会被人赏识，没有人会单纯因为自己的音乐才华去雇用广告经纪，彼得一下子意识到自己的成功完全来自于父亲的庇佑，所以如果他希望自

己的才华真正被人们认可，就要彻底和巴菲特这个名字断绝关系。为了达到这个目标，彼得不惜牺牲任何代价。于是之后大家看到了这样一个彼得，一方面他继续从事商业性的工作，另一方面，彼得并没有放弃在音乐上的追求，与新世纪公司签约后做了自己的音乐小样，并在1991年推出了名为“纳拉达”的专辑。²⁵

母亲苏珊也没有放弃自己的音乐梦想，人们经常看到她出入彼得的音乐工作室，在洛杉矶的时候她很喜欢和自己的外甥比利·罗杰斯一起唱歌。这时的比利正在尽自己最大的努力让生活重回正轨，为此他特地给巴菲特写了一份悔过书，称自己在过去的生命中“浪费了太多的机会”，而现在自己已经准备好了，不再让任何机会从身边溜走。²⁶为了让自己能重新开始，比利打算购买一处公寓作为生活全新开始的标志。在这封信中，比利表达了这个想法，并希望巴菲特能够不计前嫌，帮自己支付房屋的首付款。对于比利这个瘾君子 and 爵士吉他手来说，这封写给巴菲特的信他的确是动了一番心思的，因为它显露出非同寻常的金融素养。在对待比利的问题上，苏珊的态度一直是非常支持的，不过没有得到巴菲特的同意，苏珊也断然不敢轻易帮助比利缴纳房屋的首付款，因为这毕竟不是一个小数目。

在巴菲特的回信中，他并没有简单地拒绝，而是用了很大的篇幅来阐述这个问题，语重心长的态度完全是一个长辈的口吻。在信中，他引用了好友芒格的一番话，“酒精、毒品和债务是让人沉沦的三大杀手”，巴菲特认为比利向自己借钱支付房屋首付款的做法完全没有给自己留任何退路，而是把自己推向了悬崖的边缘。

打个比方，如果你要驾驶一辆负重10 000磅的卡车多次通过一座桥，那么建造一座负重达到15 000磅的桥，要比建造一座负重为10 001磅的桥要好得多，我用这个比喻是想说明，如果你身上有太多的负债，甚至这个数额超过了你手里的现金，那么这样的做法肯定是错误的！从我个人的角度来说，就算我向别人借钱，总数也不会超过我存款的25%，当初我只有1万美元时是这样，有希望能挣百万美元时也是这样！²⁷

不过比利并没有放弃，之后又给巴菲特写了一封信，而这封信的字迹潦草了很多，在第二封信中，比利希望能从巴菲特手里拿到一些贷款。“要知道我正在把我的生活一点一点整合起来，我正在申请夺回儿子

的监护权。”²⁸但这次巴菲特的回答依然没有让比利得偿所愿，这不仅是因为在一切涉及钱财的问题上，巴菲特的态度总是非常坚定，而且他也深知，不能轻易相信一个瘾君子说的话！作为比利姨妈的苏珊也是爱莫能助，虽然她一直相信人性中善良的一面，不到万不得已她绝对不会放弃任何一个人，但是她又不能违背巴菲特的意愿对比利进行资助，所以苏珊只能从精神上鼓励自己的外甥，在比利遇到麻烦的时候，她总是尽最大可能地全身心照顾比利。

苏珊对待自己的外甥是如此，对待所有人的态度也是一样，一个亲戚这样形容她：“苏珊就是一个移动的红十字会！”1984年，当苏珊向巴菲特坦承了自己在婚姻上接近出轨的行为后，两人对婚姻的看法才有了新的理解，从那以后，苏珊对于公益事业的热情也更加高涨。但同样是在1984年，苏珊的身体出现了异常反应——脾脏和胰腺之间长了一个脓肿，苏珊不得不住院接受治疗，医生对她实施了探测手术，但并没有找到苏珊患病的症结，就在人们为此而担心时，苏珊的病却不治而愈了，她再次成了人们熟悉的那个健康而博爱的人。苏珊也将自己的大部分精力都放在公益事业上，对那些需要帮助的人伸出援手。此外，她还在位于华盛顿大街的住所里举办化装舞会，尽管这里面积不大，但苏珊还是尽自己最大能力帮助那些人。当然，她也没有因此疏忽自己的生活，闲暇时，她开始学起了骑自行车，把家人们叫在一起举行家庭晚宴和节日庆典。在这些场合中，苏珊的着装都很随便，要么是牛仔，要么是运动服，而且她还摘掉了一直戴着的假发套，淡棕色的头发映衬着她愉快的面庞，整个人也格外美丽。

在苏珊病愈的这段时间里，巴菲特对她的所有要求无不有求必应，还同意苏珊对拉古纳海滩的住所进行装修，这里此前一直是刚租下时的样子。装修的这段时间里，苏珊经厨师拉克·纽曼的儿子汤姆介绍认识了室内装潢设计师凯瑟琳·科尔，科尔除了是一名室内设计师外，还是一名塑身教练，此前她也从事过护士的工作。在科尔的帮助下，苏珊把拉古纳海滩的居所装饰成极富现代气息的风格，室内明快的颜色搭配也是苏珊非常欣赏的，之后，科尔与苏珊的友情进一步发展，科尔接下了替苏珊购买礼物的工作。²⁹而在金钱问题上，苏珊与巴菲特的矛盾并没有因为她生病而有所缓和，一直以来，巴菲特的吝啬和苏珊的豪爽性格之间的矛盾总是能引发双方的纠纷，这些争论也多次成为媒体曝光的焦点，但巴菲特向苏珊支付的补贴并没有受到什么影响，而且还出现了增长，虽然增长的速度没有苏珊预想的那么快，但也还是非常可观的。现在，

苏珊完全可以支付科尔的工资，而科尔也成为了苏珊的左右手，除了帮助苏珊购买小礼物外，她还出任了苏珊的秘书一职，帮助她打理日常行程安排，这样，苏珊可以腾出更多的时间来照顾家人。在三个孩子中，豪伊总是兄妹三人的焦点，苏珊对他的关心也最多，为了照顾豪伊的子女以及自己收养的孩子，苏珊不得不经常往返于内布拉斯加州与加州的拉古纳海滩住所之间。在女儿苏茜怀孕后，苏珊的目的地又多了一个，更多的时候她要远赴东海岸到苏茜位于华盛顿的家，照顾这个即将第一次生产的女儿。

怀孕期间，苏茜和丈夫艾伦决定对华盛顿的住所进行装修，理由很简单，室内楼梯太多，不利于孕妇活动，而且厨房很小，距离后花园又太远。苏茜的设想是修建一个大厨房，至少可以容纳一张双人餐桌，而且要在厨房后面增加一个可以直通花园的小门。不过这样的设想很快就被否定了，苏茜大致算了一下，装修的全部费用大概在3万美元左右，而苏茜夫妇没有这样的经济实力。再加上由于体重反弹，苏茜还要退回父亲预先支付的4.7万美元，好在“适时”的怀孕帮了她，大家还记得之前苏茜和父亲有关体重的那个赌约吗？虽然苏茜在赌约履行期中体重增加，但是怀孕能帮她免除一切义务。但3万美元的房屋装修费用还没有着落，虽然巴菲特也认为衣服比珠宝的性价比更高，但是苏茜和艾伦都知道衣服是不能典当成现金的，唯一的办法就是苏茜向父亲请求借款。

但听听巴菲特是怎么说的吧。“你们为什么不去银行呢？”这位亿万富翁用一句话就拒绝了自己的女儿。当然，巴菲特也给出了自己的理由：某位效力于内布拉斯加州橄榄球队的著名四分卫球员退役了，但球队绝对不承诺给球员的儿子首发四分卫的位置，这种类似于传承、世袭的做法让巴菲特很头疼，更触动了巴菲特心中对于“公平”的理解的神经，甚至打乱了他在学生时代树立起来的社会信仰模式。尽管巴菲特坚持自己的底线，但是这样的回复对于子女来说肯定是难以接受的，苏茜对父亲的世界观并不认同。“即便是涉及我们的问题，他也不会放弃自己的原则！”这就是苏茜给父亲的评语，“从出生到现在，我从父亲身上学到了很多，是啊，我已经从这件事上学乖了，在特殊的时间和环境下，你必须要学会放弃！”³⁰

这件事情过去不久，医生告诉苏茜要安胎静养6个月，这6个月的时间对于苏茜来说是漫长而难熬的，每天陪在她身边的就是一台很小的黑白电视机。当凯瑟琳·格雷厄姆看到这一切时她有点吓坏了，格雷厄姆本

来是带着自家厨师做好的饭菜过来看望苏茜的，但是眼前的景象却令她有些惊讶，她不禁抱怨巴菲特竟然没有给女儿准备一台彩色电视机！所以当苏茜的母亲苏珊得知女儿的情况时，她二话不说就赶了过来，在华盛顿陪女儿住了几个月的时间，并在第一时间对女儿的房子进行了装修。“沃伦居然就这样听之任之，太过分了！”苏珊抱怨道。但是装修的所有费用都是出自巴菲特的钱包，纠结在两个人之间的金钱游戏从来没有停止。通过这件事，人们对巴菲特的节俭和苏珊的慷慨又有了更深的认识。不过既然两个人已经在金钱上达成了这样的协议，事情的本质也不会有什么改变。

1986年9月，苏茜的女儿埃米莉出生，那时巴菲特家族已经是三世同堂，算上埃米莉以及领养的孩子，巴菲特夫妇的第三代已经有了8个成员，8个孩子分别居住在旧金山、奥马哈和华盛顿特区。翡翠湾居所的装修接近尾声时苏珊放慢了装修的速度，她把这里改成了一个朋友们特别是家人和孩子们进行娱乐的场所。回到位于旧金山的家后，苏珊搬到了太平洋高地的百老汇街住，因为那里离小儿子彼得的新家所在地斯科特大街很近。这次，苏珊选择的居所面积很大，是一幢四层的复式结构的公寓，从这里可以直接看到整个金门桥，视野可以一直延伸到旧金山湾的阿尔卡特拉兹岛。

那时，科尔已经正式出任了苏珊的私人助理，她的主要工作就是帮助苏珊打理行程。“你完全可以兼职！”苏珊这样告诉科尔，“这样你就有足够的时间来照顾你的两个孩子了。”随后，科尔知道了自己并不是单纯地为苏珊工作，而是在为巴菲特基金会服务：她每天为苏珊打理行程计划，安排她的日常活动，监管基金会的工作人员队伍——这些工作人员大多由家庭主妇、跟班人员和苏珊的朋友组成，而且苏珊的朋友们很多都是无偿服务的。此外，科尔还负责派发苏珊送给别人的礼物：将这些人分类、选礼物、包装、运输，还要随时监控派送流程，并对这些进行记录，而且所有的礼物还不能重复。³¹那时苏珊的两套房屋都交给科尔找人装修，一处位于拉古纳海滩，另外一处就是位于旧金山百老汇街的这处，拉古纳海滩居所的装修工程已经开始，而旧金山居所的装修还要两年才能完工。科尔的丈夫、从事消防员工作的吉姆有时也会过来帮忙。帮忙的人中还有苏珊在欧洲旅行时认识的朋友罗恩·帕克斯，一位注册会计师。在基金会，他主要负责资金支出和缴纳各种税费，不过这份工作是无偿的，帕克斯不会得到一分钱的工资，尽管如此，他对这份工作依然十分热衷。“这就是我们的苏珊集团！”帕克斯打趣道。苏珊另外

一位朋友的描述更加写实：“没有人能从这里拿走工资。”³²之后，帕克斯和汤姆·纽曼住在了一起，苏珊也成了这两个人的好朋友。汤姆的母亲拉克就是前文中我们提到的凯瑟琳·格雷厄姆的主厨，不过她始终没有机会在基金会里展示自己高超的烹饪技巧。随着基金会工作人员队伍的不断壮大，现在在基金会工作的人员的数量已经远远超过了伯克希尔-哈撒韦高管层的人员规模。

在苏珊位于旧金山百老汇街的住所装修期间，苏珊的外甥罗杰斯把家从洛杉矶搬到了这里，摆脱了毒品的罗杰斯与苏珊一起筹划专辑的创作。一天，罗杰斯来到了彼得的音乐工作室工作，中午时分，他向彼得借了20美元后离开。此后几天，罗杰斯便音信全无。焦急的苏珊、彼得还有他的妻子玛丽开始四处寻找罗杰斯的下落，他们来到了罗杰斯在旧金山的公寓，门从里面反锁着，敲门也没有人应答，发生的这一切令三个人很着急，慌忙去找房东拿钥匙。就在三个人等房东找钥匙开门的这段时间，从某间公寓的唱片机里传出了一段旋律，歌中这样唱道：“告诉我你不会骗我，答应我你永远不会让我难过。”而另一间公寓里也传出了一首歌，西班牙歌曲《世事难料》……

似乎是等了一个世纪的时间，房东先生才拿来了钥匙，门被打开的一瞬间，苏珊他们三个都惊呆了，罗杰斯盘腿坐在地上，背靠房门上，手臂上插着一支注射毒品的针管。他身边的唱机还在空转着，唱片应该在两天前就已经放完了，罗杰斯的身体冰冷，他死了！苏珊慢慢合上了外甥的眼皮，眼泪早已流了下来，彼得默默地走出了公寓，打电话去找救护车。³³之后医院送来了尸检报告，罗杰斯是由于注射毒品过量而死。³⁴

“他是一个那么可爱的孩子！”巴菲特这样描述罗杰斯，“不过他最后还是让毒品夺走了性命！”失去家人的痛苦一直弥漫在巴菲特的家里久久不能消散，听听巴菲特姐姐多丽丝所说的，也许人们就能知道其中的原因了，她说：“失去比利是苏珊这一生中经历的最大打击！”的确，罗杰斯的死，使苏珊不仅失去了一个外甥，更像是失去了一个儿子，这么多年，她对他的关心从来不亚于对豪伊和彼得的关心，而且，苏珊一直希望能把罗杰斯从毒品里拉回来，外甥的死让她多年的努力付诸东流，苏珊感到了前所未有的挫败感。

苏珊对于那些需要帮助的人们热情，让巴菲特很感动，也很敬佩，他很欣赏苏珊在帮助别人时的那种勇气和能力。但是在这么多年所帮助过的人中，除了罗杰斯，苏珊并没有和其他人建立如此深厚的感情，别人也没有给苏珊留下深刻的印象。在那些需要帮助的人中间，有些是因为自己做出了错误的选择而受到了相应的惩罚，有些则是因为命运不济，但没有人像罗杰斯用那样的方式结束了自己的生命。那些需要帮助的人，常把苏珊叫作“圣母苏珊”。只要那些需要帮助的人求助于苏珊，她肯定会伸出援助之手，不过一次只能是一个，所以巴菲特总用“零售商”来形容苏珊的行为和受益人的范围。而在巴菲特本人看来，他自己就是一个“批发商”，用智慧和金钱尽可能地帮助需要帮助的人。在这个过程中，巴菲特把自己看成了一个老师，尽管职责不像是奥马哈的教师那样在三尺讲台上传道解惑。凯瑟琳·格雷厄姆和她的儿子唐·格雷厄姆是巴菲特最忠实的追随者，在和巴菲特交往的这么多年里，他们的思维也逐渐被巴菲特同化了。巴菲特最热衷进行的研讨会就是伯克希尔-哈撒韦的股东大会，最开始会议只在单数年进行，巴菲特很喜欢这种教导性质的交流方式，以至于他总是希望更多的观众可以过来倾听他的演讲。

1980年，巴菲特的这个梦想得以实现。在当时震动业界的一桩针对IBM公司反垄断的诉讼案中，巴菲特决定担当证人。出庭做证的还有一位来自《华盛顿邮报》的董事阿贾伊·米勒。但是两位证人在法庭上的态度有着很大的不同，米勒认为这本身就是一场令人痛苦的游戏：律师提出的种种问题根本就是在拷问，法官一直在诱使自己憎恨IBM公司。但巴菲特并不这么看，在法庭上，他显示了自己的专业素质，对于律师提出的种种问题都给出了自己的解释，他很享受这个扮演证人角色的过程。事后，米勒在接受采访时表达了对巴菲特的敬佩：“他是一位非常尽职的证人！”³⁵令巴菲特对自己满意的地方还不止于此，鉴于这桩案件本身的轰动性，巴菲特的证词也作为案件审理的一部分被载入了美国的商业史册。

巴菲特早期的商业理念主要是在20世纪60年代他写给合伙人的信中体现出来的，原版手稿早已被珍藏起来，复印件则一直在华尔街流传，那些模糊不清的复印件就是他在华尔街被追捧的又一凭证。从1977年开始，在《财富》主编卡罗尔·卢米斯的帮助下，巴菲特每年写给股东们的信都会被装订成册进行出版。每年，巴菲特都会在伯克希尔年会上进行点评和展望，这些内容在1977年前从未公布，但在卢米斯的运作下，巴菲特的商业理念开始出现在大众的视线里，而且几乎达到了人手一册的

程度。这些文字也被认为是进入商业的快速教程。巴菲特的文字朴实鲜明，又能引经据典，从《圣经》故事到《爱丽丝漫游奇境记》、《青蛙王子》等内容都可能出现在巴菲特的文字中。文章中大量的篇幅并不是描述伯克希尔-哈撒韦的经营成果，而是集中分析具体的商业实例——如何投资，在经济低迷的大环境下如何经营，怎样用经营来评估最后的商业结果。这些内容让人们看到了一个真实的巴菲特，一个拥有着极大的人格魅力、闪耀着思想光芒的巴菲特，投资在伯克希尔-哈撒韦的人们希望尽可能多地听到巴菲特的分析，这也是他召开股东大会的原因。

早期的股东大会在伯克希尔-哈撒韦总裁西伯里·斯坦顿位于新贝德福德工厂的阁楼中进行。刚开始和巴菲特的大学老师本杰明·格雷厄姆一起前来的只有两三个人，其中一个是格雷厄姆的学生康拉德·塔夫。巴菲特希望股东大会做到公开民主，于是会场上就听到了塔夫接二连三的提问，巴菲特并没有感到一丝尴尬，相反，他很兴奋。这种陶醉的感觉仿佛在派对上悠闲地坐在摇椅上一般，他在回答问题的同时也在享受人们分享他智慧的那种喜悦。

股东大会刚刚开始的那几年，前来听巴菲特布道的人并不多，提问者更是少之又少，即便后来股东大会迁到了内布拉斯加州国民赔偿公司的咖啡厅进行，情况也没有什么好转。但巴菲特并不介意，依然陶醉其中。1981年的股东大会上，前来参加股东大会的只有22人，林沃尔特不得不临时调集公司员工来为巴菲特捧场，他这样做只是不希望看到老板因为人少而难堪。股东大会一开始是例行程序——宣读法律文件，而在之后进行的提问环节中，在股东提出了几个启发性的问题后，会场便陷入了沉寂，大会不得不提前结束。这一年的股东大会总共只进行了15分钟，速记员手里的小册子一个字也没有记，以至于当她用眼神向会议组织者之一的麦肯齐寻求帮助时，也只能看到对方无奈地耸了耸肩。³⁶

1983年的股东大会却发生了根本性的变化。也许是因为收购了蓝筹印花公司，这一年的股东大会吸引了很多人的目光，咖啡厅被挤得满满的。面对人们的提问，巴菲特用坦诚的态度、平实的语言给出了答案，他像一位老师一样没有任何修饰，彰显了对于民主的追求。人们感受到了巴菲特那种标志性的美国中西部风格和令人耳目一新的人格魅力，就像他在致股东的信中所展示的那样。

巴菲特的语言一向是生动而有趣的，他所使用的那些比喻——“皇帝的新装”、“二鸟在林不如一鸟在手”都是非常浅显易懂的。和其他商人相

比，巴菲特的观点很直白也很清晰，这与那些说话言之无物的人形成了鲜明的反差。在巴菲特的表述中，B夫人成了他口中的灰姑娘，自己的助理阿吉特则成了可以点石成金的小精灵。他用童话故事来描述生活，但又能从其中发掘出人生的哲学。他的语言如此引人入胜，逐渐成了人们竞相传诵的内容。同样的问题，巴菲特总能用一种全新的观点进行解读，总能给出令人满意的答案，因此他的影响力也像雪球一样开始越滚越大。

1986年巴菲特把股东大会的地点从国民赔偿公司的咖啡厅移到了乔斯林艺术博物馆的威瑟斯庞礼堂，那一年有400人到现场聆听了巴菲特的演讲，一年后达到了500人。这些人都是巴菲特的崇拜者，因为是他让他们体验到了有钱人的感觉，在他们眼中，巴菲特就是他们的神，所以在会场现场，人们在提问间隙听到有人在唱巴菲特的赞美诗。³⁷

人们很难用常理来分析巴菲特的成功，盛名之下的他已经不再是一个平凡的人，而成了一个品牌，一个类似于“美国顶好牌花生酱”的商业品牌。不可避免地，他也因此成了经济学家研究的对象。这些学者希望向人们证实巴菲特的成功不过是一个非常偶然的現象，没有必要为这样一个人而花时间和精力去捉摸，更不值得人们去崇拜。

这些学者们试图证明那些费尽心力想比一般人出色的“成功者”不过是若干一般人中的一个，但是他们只找到了一部分证据。套用数学中命题成立的充分必要条件来说，他们只找到了充分条件，没有阐述命题成立的必要条件。一位来自麻省理工学院的经济学家保罗·萨缪尔森搬出了法国著名数学家路易斯·巴切利亚在1900年提出的市场随机漫步理论³⁸，巴切利亚认为市场就是由社会投机者构成的一个整体，市场的规则就是“随机漫步”，市场价格的变动也呈现出随机漫步的特点。来自芝加哥大学的尤金·法玛将巴切利亚的理论进一步推广，并在当代社会中进行实证分析，他的结论也认可了随机漫步理论的有效性。他认为，大量投资者都期待“打败市场”，获得高于平均水平的收益，但正是这种行为反而导致其努力归为失败。然而市场上却涌现出一批专业投资人士，他们负责管理投资者的资金，并预测股价动态，他们的一切服务都是收费的，起初费用适中，后来出现了传奇的对冲基金佣金模式，即“2-20”佣金模式（佣金包括客户总资产的2%以及投资赢利的20%）。至于股票经纪人，则从散户头上搜刮佣金，这些散户在电视节目和杂志的鼓动下挑选下一个热门股票，同专业投资者进行竞争。每年，这些人劳动成果的总

额就构成了整个股市的价值（减去各种交易费用）。

查理·埃利斯，这位曾在多位专业资金管理人员身边担任顾问的业内人士在《拿下失败者的游戏》一文中分析了1975年的市场形势，提出了“小偷理论”。文章指出那些所谓的资金管理人员预测到市场走势的准确性只有一成。³⁹他的这种说法对于那些个人投资行为和那些从报刊、杂志还有通过研讨会等形式来选择投资的人是一个致命的打击。埃利斯认为在股票市场中最有效的赚钱方式并不是听取哪些人的观点，而是购买股指期货，而且不用支付高昂的佣金，就这么简单。在他看来，从长远利益出发，股票市场的走向肯定要好于债券的发展，只要经济增长，投资者就能得到回报，这个观点一直到现在还是适用的。

那些提出有效市场假说理论（EMH）的学者们一直很排斥电脑等高科技产品的应用，但是一旦他们要提高这个理论的准确性与严密性，就不得不需要精密的数学论证和物理理论的解释，这一点毋庸置疑。最后，这些学者们也得出了一个结论：没有人能获得高于市场平均水平的收益，市场的作用决定了无论在什么时候，股票都是股票发行公司的所有公众信息集合的体现。所以，人们那些研究资产负债表、四处打探公司消息、去图书馆查证资料、分析报刊数据以及关注竞争对手的做法，就是没有用的！不论在什么时候，股票价格都是合理的，不管是谁，获得超过市场平均收益的人，不是因为运气好，就是因为他能得到内幕消息。

事实上，很多在华尔街股市工作的人都能找到驳斥市场假说理论的案例，股票交易的确存在违反市场规则的特例⁴⁰，但是一个不争的事实就是，这些案例的数量正在呈现减少的趋势，所以如果要对这些日益减少的案例进行研究，这些分析师必须要有强大的内心来面对任何可能出现的局面，还要考虑研究的长期性，毕竟这是一项长期的工作，需要大量的专业知识做后盾。即便如此，有效市场假说理论的支持者们也不允许任何特例和个案的出现，但对于他们来说，巴菲特就是一个最大的难题！随着他的名气与日俱增，这位来自美国中西部的商人已经成了有效市场假说理论发展最大的障碍。在这些学者眼中，巴菲特就是一个蒙着眼睛在深藏冰山的大海里航行的水手，要想成功穿越这片冰山，理论上是不可能的，所以巴菲特肯定会触礁，注定会失败！于是那些随机漫步理论的推崇者们——包括麻省理工学院的萨缪尔森、芝加哥大学的法玛、罗切斯特大学的迈克尔·詹森、斯坦福大学的威廉·夏普等人——开始

把巴菲特当作一个难题来进行研究。他究竟是千载难逢的天才？还是昙花一现的偶然事件？在研究过程中，人们发现巴菲特很多做法都是反常规的，就像一个发育迟缓的少年一样根本不需要人们对此进行研究，于是嘲笑巴菲特的声音也开始蔓延开来。这其中就包括来自普林斯顿大学的经济学家伯顿·马尔基尔，他在经过了细致的研究后得出了一个结论，并在《华尔街日报》上公开发表了对巴菲特的不屑：“无论是谁打破市场的运作规则，充其量都不过是一只幸运的猴子。”猴子能将飞镖投在靶上完全是因为它的运气，而在马尔基尔眼中，巴菲特也同样如此。⁴¹

尽管《华尔街日报》刊登了对巴菲特的抨击，但是他对《华尔街日报》从来都不是排斥的，事实上他相当喜欢这份报纸，所以他与奥马哈地区的报纸派送人员达成了一致。每天晚上当《华尔街日报》送抵奥马哈时，都要有专人在巴菲特回家的路上等着，这样他就能在第一时间，也就是午夜时分看到最新的《华尔街日报》，而当第二天早上报纸开始发售的时候，巴菲特已经把当天报纸里面的内容全部吸收了。这就是这位超级投资者如何利用《华尔街日报》里面的资源的，这也能解释为什么他能成为金融界巨头的原因。如果马尔基尔眼里的猴子也能做到这一点，在午夜甚至凌晨的时候看第二天的报纸，那么它是不是也能成为商业领袖呢？不能，答案肯定是否定的，因为它不是巴菲特！

猴子扔飞镖的比喻没有让巴菲特难堪，他反而在办公室里放了一个用《华尔街日报》报纸做成的镖靶当作娱乐。有效市场假说理论没有打垮巴菲特，同样没有对他的老师本杰明·格雷厄姆产生任何负面影响。⁴²无论巴菲特还是他的好朋友芒格，那些学者们在他们的眼中都不过是他们各自专业的带头人，拿到了“巫师专业”的学位证书，而他们所教授的内容更是让巴菲特他们觉得可笑，教的全都是些根本无法被证实的东西。从这一点来说，学者们的做法冒犯了巴菲特缜密的理性思维，也质疑了巴菲特在投资领域的专业性。

1984年，哥伦比亚大学商学院为了庆祝本杰明·格雷厄姆与戴维·多德合著的《证券分析》一书发行50周年召开了一个大型研讨会。格雷厄姆希望巴菲特能对自己已经出版的《聪明的投资者》一书进行修订后再版发行，以当时巴菲特的名气，经他修订后的图书必然能有一个很好的销量。但是巴菲特和自己的导师在很多问题上都难以达成共识，特别是在资产组合方面，巴菲特信奉的集中投资和格雷厄姆主张的分散投资形成了强烈的对比，所以巴菲特并没有完成这本书的修订，只是给这本书

写了序言。但哥伦比亚大学商学院并没有放弃这个机会，他们邀请巴菲特在这次研讨会上进行演讲，虽然商学院希望股神能侧重讨论格雷厄姆的投资理念，但这次演讲却成了针对有效市场假说理论的大讨论。来自罗切斯特大学的迈克尔·詹森成了这次讨论的另外一个主角，于是人们看到了两人在哥伦比亚大学商学院的尤尼斯教学大楼里进行的辩论。詹森认为“即将被射杀掉的火鸡肯定一开始就感受到这种恐怖的气氛”。⁴³詹森这么做就是要唤起格雷厄姆和巴菲特的追随者们对于已经过时的随机漫步理论的印象。他认为现实生活中并不能排除某些人在股票市场运作方面非常成功的可能，只是成功的比例很小。就拿掷硬币这个游戏来说，的确存在某些人每次都能让硬币有人头的一面在上，不过鉴于能够保证这一点的人并不是很多，所以随机漫步理论还是能够成立的。

就在詹森慷慨陈词之时，坐在下面的戴维·多德脸色有些难看了，上了年纪的多德就坐在巴菲特的旁边，他倚着座位轻轻地对巴菲特说：“沃伦，去，让他看看我们的厉害！”

事实上，为了这次演讲，巴菲特已经准备了好几周的时间，他也知道会有人拿投掷硬币作为反驳的例子，所以在自己陈述的时候，巴菲特显得成竹在胸：如果那些投掷硬币的人完全来自同一个地方，非常擅长这个游戏，那么得到全是“人头”而不是“字”的结果就变得不再随意，而是可以操控的了。举个例子，如果这些人都是格雷厄姆——多德理论的追随者，那么当他们在投掷硬币或者从事某一项活动的时候，思想肯定会有相通的地方，因为指引他们考虑问题的思路是一致的，所以要想得到全是人头的结果也不是什么难事。

随后，巴菲特给出了9份基金经理人的投资业绩图——这9份投资业绩分别属于比尔·鲁安、查理·芒格、沃尔特·施洛斯、里克·格林、汤姆·纳普和埃德·安德森、FMC公司退休基金、巴菲特本人以及其他两名基金经理人。⁴⁴这些图表显示他们的投资内容并不相同，虽然早期几个人的发展方向还有彼此交融的地方，但是随着时间的推移，他们的投资产业逐渐延伸到了不同的方面。巴菲特对于包括自己在内的9名基金经理人是这样描述的：“我们全都是格雷厄姆——多德理论的追随者，如果要玩投掷硬币的游戏，我们在过去20年的时间里都能让硬币的人头一面朝上，这一点我们很确信。”此外，他还表示包括自己在内的这几位基金经理绝大多数都不会退休，会继续在投资行业里打拼下去。巴菲特这样一番有理有据的陈词让现场的所有人相信，他们能够取得今天的成就，完全是

靠自身的努力，而不是凭借所谓的运气。

巴菲特结束自己的演讲后，现场爆发出震耳欲聋的掌声，人们完全为巴菲特精彩的讲解所折服。之后，人们开始向他提问，巴菲特的脸上始终带着微笑，很绅士地回答着每一个问题，而且尽可能做到详尽有理。随机漫步理论存在的基础就是数据分析，而现在，巴菲特就是利用数据分析反驳了有效市场假说理论和随机漫步理论的准确性，这一点足以让格雷厄姆和他的追随者们感到宽慰了。

那年秋天，巴菲特在哥伦比亚大学商学院《赫尔墨斯》杂志上发表了一篇题为“格雷厄姆——多德都市的超级投资者们”的文章，将火力完全对准了有效市场假说理论，无形中，这篇文章也进一步巩固了巴菲特在支持者中的地位。随着时间的推移，那些随机漫步理论的追随者们也对这一理论进行了修正，他们将理论分为“半强势”和“弱势”两种，修正的理论允许特例的出现。⁴⁵而有效市场假说理论对于巴菲特最大的贡献就在于，他告诫人们不要相信有谁可以凌驾于市场规则之上行事。对于这种观点，除了资金管理者外几乎没有人可以反驳。这种理论从某种意义上来说就是走到了尽头，但是人们并没有完全否定它的存在。在商学院的课堂中有关有效市场假说理论的课程依然存在，但只不过是课程本身的需要，不再具有任何的实际意义。然而，一个不能回避的事实是，那些认为自己比一般人聪明、完全可以超越市场规则的个人投资者和职业基金经理依然存在，市场并没有因此受到任何影响。综上，巴菲特《格雷厄姆——多德都市的超级投资者们》这篇文章让他在人们心中成了一个传奇，甚至人们中产生了一种狂热，一个属于“沃伦·巴菲特”的体系正在形成。

与巴菲特蒸蒸日上的事业发展不同，有效市场假说理论及其理论基础“资本资产定价模型”的相关研究并没有停滞，理论把触角伸向了投资市场，并在进一步挖掘的基础上提出了新观点——股票市场就是一个有效运营的数据机器。在现实的股票市场中，人们之所以认为投资股票是一种风险行为，并不在于投资本质和股票本身的价值相悖，而是在于股价本身存在变动。股价变动率，顾名思义，就是指股票价格在多大程度上背离了市场的平均水平和规则。依托这种理论，再加上计算机技术带来的巨大便利，经济学家和数学家们开始了在华尔街的掘金之旅，其经济收益远比著书立说要高得多！

投资经理们了解了股票的股价波动率，就能对手里的投资组合重新

洗牌，他们的方法是选出股票市场中的核心股票，利用它们或高或低的股价波动率来复制一个类似于市场指数的模型。而投资组合经理了解了股票的股价波动率，就能根据贝塔系数将股票配对并进行套利。⁴⁶股票套利是对冲基金中的一个术语，最简单的描述可以是这样：如果股票市场出现低迷的情况，股票经纪人可以抛售手中股票以最大限度地减少股市带来的冲击。⁴⁷同购买股票和债券相比，显然股票套利的风险指数要小很多。

套利交易是指在两个合约的买卖过程中利用价差谋利的行为。要通过套利交易挣大钱，需要不断地在做空一种合约的同时做多另一种合约，这样一来，容易引发错综复杂的债务问题。对冲基金与套利行为引发的杠杆率攀升，与垃圾债券和收购行为同时增多有关。支持杠杆收购的模式与套利者采用的模式一样，都是有效市场假说的变体。而杠杆与市场、股票的关系越来越像汽油与汽车的关系：如果市场蓬勃发展，给市场一个驱动，市场的发展速度将进一步加快，否则，杠杆就成了负面催化剂，让股票市场陷入崩溃的边缘。

正是出于这种考虑，巴菲特和芒格才没有把股价波动率看作风险的一部分，正如后来芒格所说，那根本就是“废话连篇”的说法。巴菲特和芒格认为风险不是指股票套牢亏了钱，而是指“为了保住一份资产而把自己完全陷入其中，而且没有一点解决的方法”。⁴⁹那些可以数十年持有一只股票的人根本不在乎所谓的股价波动率，而利用杠杆收购来积累个人资本的人是无法体会到其中的乐趣的，他们必须要考虑杠杆成本的因素。此外，借债过程中包括时间长短等因素，必须由借出方决定，而不是借入方，这样后者也不存在任何选择的权利。所以投资者很可能等不到市场变化自己得利的那一天就已经坚持不下去了，杠杆成本已经使他们不堪重负。作为借入方，自己将受到什么样的惩罚，也完全取决于借出方的态度和意愿。

不过一旦市场沿着之前人们预测的那样发展，股价波动率的作用就能立刻明显起来。随着时间推移，如果市场没有发生大的波动，投资者们很可能因为赚了点钱就沾沾自喜，“我们还是很聪明的，至少已经超出了市场对我们的控制”，但是他们肯定忘了在此之前还有很大的风险存在，而风险在评估成败的这一刻已经被他们抛之脑后了。⁵⁰

巴菲特在华尔街摸爬滚打了这么多年，始终保持着自己的一贯风格，尽管金融市场发生了很多变化，有些变化甚至是颠覆性的。⁵¹在费

切海默公司收购案中，人们再一次看到了那个熟悉的巴菲特。费切海默公司是一家制作狱警服装的公司，在收购案进行过程中，包括汤姆·墨菲在内的人都不看好这桩收购，他们担心伯克希尔-哈撒韦随时可能被那些居心叵测的企业掠夺者抢走，因为他们手里握有很多垃圾债券。但是墨菲他们的担心纯粹是多余的，伯克希尔-哈撒韦的绝大部分股票就在巴菲特和他的朋友们手里，足够保证公司的稳定性，再加上“巴菲特”这块金字招牌，伯克希尔-哈撒韦就是一个坚不可摧的堡垒，是人们的庇护所。在完成大都会对美国广播公司收购的第一年里，伯克希尔-哈撒韦的净收益达到了1.2亿美元。人们津津乐道的是，只要巴菲特出手进行收购，新公司的股票价格就能节节攀升，带给公司的也将是财源不断。

接下来的几笔收购让人们看到了巴菲特的真正实力。一家位于俄亥俄州的大型企业斯科特·费策尔公司的总裁拉尔夫·沙伊在一桩杠杆收购的交易中试图把公司变成自己的私有财产，却使公司陷入困境。考虑到当时的股市非常稳定，而且出售公司能给新老老板带来巨大的利益，斯科特·费策尔公司开始向外界寻求帮助，这时，一个叫伊万·博斯基的企业掠夺者站了出来，表示将通过收购的方式把公司变成自己的财产。

巴菲特自然清楚这一切，他在写给拉尔夫·沙伊的信中表示并不愿意蹚恶意收购的浑水。“我们不做不道德的买卖，但如果你希望两家公司合并的话，不妨给我打电话。”沙伊采纳了巴菲特的这个建议，不久后，伯克希尔-哈撒韦用4.1亿美元完成了对斯科特·费策尔公司的收购。⁵²两年前，巴菲特收购了内布拉斯家具城，而两年后收购的新公司的规模足足比其大了7倍！这桩交易也开了一个先河，巴菲特第一次邀请上市公司的原首席执行官为自己做事，之前巴菲特收购的从来都是私人企业。而对于沙伊来说，这也是值得庆幸的，他的老板不是别人，而是大名鼎鼎的巴菲特！

另外一个见证巴菲特魔法的就是杰米·戴蒙，他是美国大型证券公司希尔森-雷曼公司首席执行官桑迪·韦尔的助理。当时，希尔森-雷曼公司的母公司是美国运通公司。⁵³它希望能以管理层收购的方式将其旗下的保险公司消防员基金公司卖给韦尔。此前，韦尔已经从巴菲特的GEICO公司挖来了杰克·贝恩，并要求贝恩管理消防员基金公司。面对这种情况，戴蒙求助于巴菲特，希望巴菲特能用有形的资金和无形的威望来介入这笔交易，一起管理消防员基金公司。

尽管巴菲特和贝恩有着深厚的感情，但他对于贝恩的离开并不感到

特别惋惜。不过由于贝恩在GEICO公司工作多年，很多工作还都留有他的影子，巴菲特不得不花时间和精力把贝恩离职带来的负面影响降到最低。当公司逐渐恢复元气后，巴菲特告诉GEICO公司里的每一个人，要把精力放在公司的核心项目上，也就是那些确实进行的项目。为了填补贝恩离开的空缺，巴菲特任命卢·辛普森作为公司新投资主管，这位土生土长的芝加哥人最大的特点，就是对那些速成的交易还有那些需要大规模投资的股票并没有兴趣。也许就是这个缘故，巴菲特很快就把辛普森纳入了巴菲特集团之中，而他也颇受巴菲特的赏识，全权掌管投资业务，成为了巴菲特唯一信任的可以独立投资其他股票的高管。在工作中，巴菲特惊奇地发现辛普森和贝恩其实很相似，有的时候，辛普森也会生出叛逃之心，但是巴菲特总有方法把他留在自己身边，好在辛普森和贝恩并不是同事关系，否则巴菲特要想留下辛普森，难度很大！

尽管现在巴菲特和贝恩并不共事，但他知道贝恩具有点石成金的能力，几乎任何一个他参与的项目和行业都能得到回报，所以当被问到是否要投资于消防员基金公司时，巴菲特的答案是这样的：“绝对不能给贝恩留下什么，哪怕只是一张餐券！”后来，美国运通公司决定剔除韦尔在这桩交易中的份额，选择把消防员基金公司的股票直接进行公开发售，任命贝恩出任公司的首席执行官。美国运通公司自然清楚巴菲特的名气，也知道如果他加盟董事会，必将吸引更多的投资者，于是他们为巴菲特提供了一份回报丰厚的再保险业务合同。巴菲特欣然接受，也开始扮演贝恩和他的董事会私人顾问的角色。看到这一切，韦尔感觉自己被公司出卖了，而把怒火转嫁到了巴菲特身上。尽管之后韦尔收购了旅行家保险公司，并开始建立属于自己的王国，但这依然不能消除他对巴菲特的仇恨，从那时开始，巴菲特就成了韦尔的敌人。

从美国运通公司到桑迪·韦尔，发生的一切让世界再一次体会到了“巴菲特”这个姓氏所能产生的巨大影响力，到现在为止，巴菲特已经和很多重大交易联系在了一起，他要么亲身参与了投资项目，要么在很多笔交易中扮演了顾问的角色。在包括大都会广播公司、消防员基金公司、《华盛顿邮报》、GEICO和奥马哈国民公司等等在内的集团中，巴菲特的身份不是公司的董事会成员，就是公司的幕后老板。随着公司规模扩大和投资范围的扩张，巴菲特必须要做出选择，究竟是以合伙人的身份继续在公司做事，还是担任公司的首席执行官……

在这之前，巴菲特的身份并不明确。在伯克希尔-哈撒韦，他更像

是一个基金管理者，负责为合伙人管理财产但却不收取任何费用。在写给股东们的信中，巴菲特表示自己做出的任何有关投资的决定都是以个人的行为准则作为评判的依据，是他自己建立起来了公司的分配制度，这也是巴菲特为了避免公司将钱进行集体捐赠而想出来的一个办法；他拒绝分割公司股份，同时也从来不让伯克希尔在纽约股票交易所上市。在他看来，股东的合作团体更像是一个俱乐部。“尽管公司是法人性质的，但是我们内部的关系非常平等，我们就是合伙关系！”巴菲特是这么说的，而且也是这么做的。

但另一方面，巴菲特很迷恋于作为公司首席执行官的一切，仿佛他是高高在上的神，是公司中一切的决策者。各行各业的人，包括那些政客、记者还有自己的同行——其他公司的首席执行官们都来向巴菲特讨教意见，寻求他的帮助，这让巴菲特充满自豪感。而随着巴菲特名气的增长，他对华尔街股市的影响越来越大，甚至出现了一种风潮，人们衡量一笔交易是否具有重量级的标准，就是看巴菲特是不是也投身其中。但巴菲特对于伯克希尔的情感没有变，毫不夸张地说，伯克希尔就是巴菲特个人生命的延伸！

一直以来，巴菲特的双重身份还是得到他个人、公司还有股东们的认可的，两种身份之间的界限并不明显。但是现在，却到了抉择的时候，巴菲特必须要在公司的合伙人和管理者职位之间做出选择，两者只能择其一。

为什么巴菲特要面临这样的选择？原因就是税费问题的出现。一直以来，伯克希尔就在企业所得税问题上颇受困扰，如果公司改成了合伙性质，伯克希尔就不用再面对企业所得税的问题。而另一方面，巴菲特一直在免费为伯克希尔的股东们进行投资，这是一笔非常合适的买卖（除了巴菲特，所有人的利益都不会受到损害），从股东忠诚度这个角度来说，人们也希望巴菲特能够这么做。但是在1986年，美国国会通过了一项关于税收制度改革法令，废除了之前一直存在的“一般实用原则”（General Utilities Doctrine）。在此之前，一家公司在卖掉自身财产的时候只需要完成清算并将资产所得分配给股东即可；而现在，股东们在接受公司财产的时候还必须为这些资产缴纳一定比例的税额，好在这些资产不用被二次征税。

一般实用原则的废除，意味着以后对公司清算将征收双重税收，不仅公司赢利要交税，股东的资产分配也要交税。因为双重税收的数额非

常惊人，一时间国内的封闭型控股公司和家族企业争先恐后地在这项法令正式实施之前开始进行清算。巴菲特在致股东的信中经常说伯克希尔规模太大了，其资金已经成为投资获利的一大障碍，可以将其资产重新分配，然后组成一个更加容易管理的资金规模（仍然多达数十亿美元），建立新的合作关系，用不了几个星期就能重新开始投资（当然，费用也得重新收）。由于当时伯克希尔的资产负债表上仍然有12亿美元的未实现利润，如果巴菲特真的对伯克希尔进行资产清算的话，那么他给股东的分红就能避掉4亿多美元的税，且有机会避免双重征税，公司也可以在一种新型的合作关系下重新开始经营！⁵⁴但他没有这么做！

在巴菲特的年度报告中，他用大量的篇幅来讨论有关清算、避税的话题，并否决了预先清算的想法。“举个例子，我们的伯克希尔可以选择进行清算，当然我们并不需要这么做，那根据政府推出的新法令，我们的股东们就要缴纳一定的税款，这样他们手里最后剩下的资产肯定会比在新法令推行前手里清算完成后分到的资产要少。”⁵⁵

行事老派的巴菲特自然不会对银行账户里无缘无故增加1.85亿美元而满不在乎，而且他还能获得不用缴纳企业所得税而重新开始的机会，要知道就是企业所得税才让巴菲特决定不对伯克希尔-哈撒韦进行清算，而这除了给巴菲特个人带来一定损失外，其他什么负面影响都没有。但这种原始的贪婪欲望已经不能影响巴菲特的任何决定了，正因为贪婪，巴菲特比任何人、比公司任何一位股东交的学费都多！不过考虑到伯克希尔-哈撒韦的发展，巴菲特决定放弃公司合伙人的身份，专职扮演公司首席执行官的角色，这一切都是因为巴菲特对伯克希尔-哈撒韦的感情，要不是这个特殊因素的存在，公司的资产清算早就已经可以进行了。

至此，巴菲特完成了自己的选择；这样，伯克希尔-哈撒韦也就像那些大企业宝洁公司、高露洁-棕榄公司一样拥有了一位自己的首席执行官。这也意味着，就算有一天巴菲特走到了生命的尽头，公司也不会因为他的离开而消亡。

不过现在的伯克希尔-哈撒韦依然是难以管理的，由于公司旗下的分支太多，很多都属于不同的领域和部门，为这样一个组织进行经济价值评估本来就是一件不轻松的事。也难怪后来芒格戏称伯克希尔-哈撒韦就是一家“冷若冰山的公司”，公司的规模在无限扩大，但是它的所有者却得不到任何好处。不过从另一个方面来考虑，如果公司的所有者

和经营者可以轻轻松松地在公司予取予求，这样的公司还能有什么价值呢？恐怕什么也没有！

在为伯克希尔-哈撒韦积累财富的问题上，巴菲特的贡献已经超出了公司里任何一位股东的想象，而且他有事实为证。巴菲特有一张属于自己的记分卡，这张记分卡记述了多年来巴菲特的经营轨迹，和每年面对股票市场上的种种压力来比，这张记分卡带给巴菲特更多的则是享受和一份舒适、轻松的心情。从之前的双重身份转变到现在只担任公司的首席执行官，巴菲特再也不用作为一个绝对权威人来行事，而且他也不用再去面对那些令人头疼的数字，因为从一开始巴菲特进入股票市场以来，就有一些人在评论他的投资行为。⁵⁶除了这些已经免去的灾难，担任这一“冷若冰山的公司”的首席执行官也能让巴菲特体验到久违的乐趣。他在布法罗地区拥有一家报社，他写给股东们的那些信也在报纸上的一个专栏里发表。除此之外，他和其他那些首席执行官们似乎没有太多的交集。从巴菲特成为公司首席执行官的那一天起，他就算正式走进了企业首席执行官俱乐部，但是和其他首席执行官不同，巴菲特没有任何恶习——他不会去住所谓的五星级酒店，不以收藏名酒、名家作品为乐，也没有见他购买豪华游艇，抑或是另觅爱人，找一位漂亮的花瓶小姐做自己的太太。“花瓶？我从来不为花瓶太太是对自己的奖励，在我看来，那样的奖品是给失败者准备的！”巴菲特说。

但1986年的某一天，巴菲特的态度似乎发生了改变。一天，他给朋友小沃尔特·斯科特打电话。斯科特是地地道道的奥马哈人，他和巴菲特是同乡，和自己的父亲一样，斯科特一直在为彼得·基威特父子公司工作，他的血液里充满了商人的DNA，但又不失风趣和幽默。在彼得·基威特父子公司，小沃尔特·斯科特接替基威特成为了这家公司的老板。在之后发生的美国联邦高速公路的投标串通丑闻案中，他登上了美国各大新闻报刊的头版，这使得彼得·基威特公司在任何涉及政府基金的合同中投标的资质受到质疑，严重威胁了公司的生存。不过最终斯科特还是凭借着自己的坦率与平稳的做法以及一系列的改革措施（他选择与政府部门进行交易，而这样的风险是很大的，动不动就可能让公司陷入生死边缘），帮助公司回到了之前的轨道。⁵⁷对于巴菲特来说，斯科特是值得信任的，所以凯瑟琳·格雷厄姆偶尔几次来奥马哈看望巴菲特时，都选择住在斯科特家里。

巴菲特在打给斯科特的电话中这样说道：“沃尔特，你觉得我买一架

私人飞机怎么样？”巴菲特之所以给斯科特打电话，是因为他知道基威特公司内部有若干架飞机，主要负责接送来自偏远地区的合作伙伴。

而斯科特的回答是：“你不用问我，我想你自己能找到合适的理由！”

两天后，已经找到答案的巴菲特再次打电话给斯科特：“沃尔特，我已经找到答案了，现在我想问你的是，怎么找到飞行员帮你开飞机，还有你是怎么对飞机进行保养的？”

为了让巴菲特解开心中的疑惑，斯科特邀请巴菲特小试了一下基威特公司刚刚购进的新款飞机。飞了一圈后，巴菲特小心翼翼地走了出来，随后立即购买了一架“猎鹰20”，型号和斯科特邀请他试乘的飞机一模一样，而这架飞机也成了伯克希尔的专机。⁵⁸这样，巴菲特的个人空间更多了，他也可以更好地掌握自己的旅行时间表了。一直以来，隐私和自由支配时间都是巴菲特最在意的事情之一，一架飞机帮他解决了很多问题。

不过购买私人飞机也让巴菲特违背了自己的一贯原则，那就是不浪费一分钱。杜绝浪费是巴菲特人生的首要信条。他永远也不会忘记与凯瑟琳·格雷厄姆在机场打电话的那件事。有一次在机场，格雷厄姆要打个电话，需要10美分，由于没有零钱，她向巴菲特借钱。当巴菲特掏出口袋里仅有的一枚硬币时，发现是25美分。他毫不犹豫地转身去换零钱，格雷厄姆知道巴菲特是不想浪费，她连忙叫住了巴菲特，用半开玩笑的口气说就让她浪费掉这15美分吧。对于巴菲特拥有的财富来说，这浪费掉的15美分就像是乘坐飞机在飞越乞力马扎罗山时丢掉一磅的货物一样不值一提，而此时巴菲特正在给自己找借口，找一个能解释自己买了一架飞机又雇用了两名飞行员这种行为的借口。在巴菲特自己看来，这无异于古埃及法老那样奢华的生活，但是如果真的要为浪费找借口的话，巴菲特无视清算而损失的1.85亿美元更需要他的解释！

是啊，巴菲特一向吝啬的性格和昂贵的飞机之间形成了鲜明的对照，他宾夕法尼亚大学的舍友克莱德·赖格哈德却给出了其中的答案，不过这样的说法看上去并不是十分妥帖，同样听上去有点令人尴尬。“他购买这架飞机的目的无非是希望给自己省钱，当然也能省些时间。”⁵⁹听到这种说法，巴菲特在股东大会上也拿自己开玩笑：“我啊，就是工作的时候太吝啬，而出去玩的时候舍得花钱！”

这架“猎鹰20”，作为唯一一件属于巴菲特的奢侈品，也让他步入了一个全新的阶段。即便如此，巴菲特“吝啬”的性格也没有改变多少。即便打着代表绅士身份的领结，巴菲特也并没有真正融入所谓的名流社会，他依然是芒格口中那个“冷若冰山公司”的首席执行官。1987年，大使沃尔特·安嫩伯格夫妇邀请时任美国总统的里根及夫人、巴菲特和苏珊到著名的棕榈泉国际公寓度周末。其实在此之前，巴菲特就已经和里根夫妇见过面了，那是在凯瑟琳·格雷厄姆位于马撒葡萄园的别墅里，而且巴菲特还与里根总统在白宫一起用过餐，但是与总统先生度过一个周末，对于巴菲特来说还是第一次。

“一切都是精心安排好的，这里的一切都是为沃尔特这样的人设计的，偌大的一个房子里，除了你和你的太太就是50多个服侍你的人。墙壁上挂着的动不动就是价值亿万美元的名画，而我在那里就像是一个看客，只有我对这些艺术作品一窍不通！要是我，倒是希望墙上挂着的都是《花花公子》的封面！”相比之下，苏珊对这些高雅生活的适应要比巴菲特好很多！

我们住的是一间叫作忧郁蓝色的房间，床单是蓝色的，连屋子里的书的书皮都是蓝色的，一切的一切都是蓝色的，牛仔裤也是蓝色的。在那里，每一个客房都有两名女仆，她们负责我们的早餐，每天早晨她们都在规定的时间给我们送上食物，就连托盘每次都是在同样的时间放在同样的位置上，到了规定的时间她们又会把东西收走。

每天晚上我们都要穿晚礼服出席晚宴活动，每个门口早已经站好了两名女仆，她们会非常训练有素地告诉你：“夫人，您今天真是太漂亮了。”而为我服务的那位女仆则是看着我咯咯笑，也许她已经为我的到来准备了几周的时间，在想面对我的时候应该说些什么，但是真到了我面前，却不知道说什么了！

在这里，沃尔特为自己准备了专门的9洞高尔夫球场。球座排列得非常整齐，而那些高尔夫球码放成一个金字塔的形状。如果他一天被安排了4轮四人赛，他会说球场安排不开这么多比赛，留下一场回阳光之乡乡村俱乐部去打吧。我自然愿意去那个俱乐部挥上几杆，阳光之乡乡村俱乐部的服务很好，在球被拿走后，会有专人把球码放整齐，依然像之前金字塔的形状，这样的生活对于我来说，如同梦幻一般！

对于金字塔和法老的奢华生活，巴菲特有自己的见解，但他并不排斥和安嫩伯格这位大使先生一起打球，因为他很喜欢安嫩伯格，也喜欢和他打球。巴菲特并不认为自己要过和安嫩伯格一样的生活，因为每个人都有选择自己生活方式的权利。当然，巴菲特不会抨击安嫩伯格选择的这种方式。那个周末，安嫩伯格成了巴菲特身边最好的朋友，一直陪伴在他左右，而总统里根则成了他们在高尔夫球场上的玩伴。巴菲特知道这个周末有很多特工人员一直在保护着总统，但是他们的隐蔽工作做得很好，即便巴菲特把高尔夫球打到了水里，这些特工人员也没有现身捡球，这让巴菲特一睹特工人员的希望落了空。

对于里根，巴菲特有一种很复杂的情感：一方面他很欣赏里根提出的关于“地缘政治学说”的思想；但是另一方面，在里根执政期间，美国从世界上最大的债权国变成了最大的债务国，这一点让美国经济受到了严重的冲击。随着垃圾债券和杠杆交易在华尔街的兴起，美国政府和美国经济都陷入了巨大的债务麻烦中，这在巴菲特眼中就是经济疲软的突出表现。处于疲软市场中的人可能会这样说：“我很荣幸能在周二请您吃汉堡！”⁶⁰而要是巴菲特，他邀请别人去品尝的就是牛排了，股市中的巴菲特从来都不是无能的，这一点可以从公司的资产负债表中得到证实。

伯克希尔-哈撒韦的业绩让人想入非非，而公司首席执行官巴菲特更是与美国总统共进晚宴、切磋球技，这样的经历和背景让巴菲特成为人们心目中财富的代名词，人们认为他就是一切经济智慧的源泉所在。再加上斯科特-费策尔公司收购事件，巴菲特更是成了伟大的保护者的化身。每一个试图对巴菲特还有他的公司进行分析研究的人最终都得到一个令人赞叹的数字，认为巴菲特本身就是一个奇迹。在过去23年的时间里，伯克希尔-哈撒韦股票的票面价值每年都能以23%的速度高速而稳定地增长！那些最初和巴菲特合作的商人每投入1 000美元就能得到110万美元的回报！伯克希尔的股价达到了每股2 950美元！巴菲特个人身价高达21亿美元！这样的数字怎么能不令人眼花缭乱？巴菲特作为一个商人，一个基金投资者，他的财富已经能在美国排到第九位！这在美国历史上是前所未有的，说得坦白一点，巴菲特不过就是一个拿着别人的资金进行投资的人，但就是依靠这种方式，他成功地跻身名人行列，成了众多投资者仰望的对象。别人投入了金钱，而巴菲特投入了自己的眼光和智慧，这样就成就了他数以亿计的财富，而他的手段不过就是买卖股票，进行投资！随着名气的增长，越来越多的人来到巴菲特的面前向他寻求帮助。

这一次给巴菲特打电话的人是时任所罗门兄弟公司首席执行官的约翰·古特弗罗因德，在1976年巴菲特的GEICO出现危机险些破产的时候，古特弗罗因德伸出了援助之手，帮助GEICO渡过了难关，两人也因此结下了深厚的友谊。

在当时古特弗罗因德帮助巴菲特渡过难关的过程中，他既显示了所罗门兄弟公司的优势，同样也暴露了公司的不足。当时GEICO股票的承销完全取决于一名普通股研究分析师的观点。在那个年代，在股票发行市场有一定地位的公司，一般会承接那种规模小，即使失败也无须承担什么法律义务的交易。但所罗门兄弟公司不是这样的企业，这是一家做事果敢、坚决的公司，而且没有那么多的官僚作风，他们之所以敢拿下与伯克希尔的这份合约，还有一个很大的因素就是他们需要这份合同。对于那些能帮助自己的人，特别是那些能帮助自己赚钱的人，巴菲特一向是充满好感的，古特弗罗因德身上那种略带保守、充满智慧，但是又有点喜欢凌驾于别人之上的性格深深地吸引了巴菲特，增加了巴菲特对这个自由的、本色突出的银行家的信赖。

古特弗罗因德出生于纽约市的斯卡斯代尔镇。小镇距离纽约市不远，因被高尔夫球场环绕而闻名。他的专业并不是经济管理，而是在欧柏林学院主修文学，并打算将来成为一名英语教师，但是父亲的一个高尔夫球友却把他带入了商业领域，这个人就是比利·所罗门，所罗门兄弟公司创建者的后人。

1910年，阿瑟·所罗门、赫伯特·所罗门、珀西·所罗门创建了所罗门兄弟公司。最开始他们的启动资金只有5 000美元，公司的发展方向是短期借贷。而就在不到10年的时间里，所罗门兄弟公司这家规模不大的小公司居然通过把自己注册为政府的证券交易商之一挖到了一个大客户——美国政府部门！有了政府部门的认可，所罗门兄弟公司通过集中力量于自己的核心业务——债券交易，奋力打拼、审慎经营，再加上对客户忠诚，使公司在之后的30年里规模迅速扩大。⁶¹反观其他经纪公司，不是由于经营不佳过早地关门大吉，就是走上了被吞并的不归路。

古特弗罗因德进入所罗门兄弟公司后，比利·所罗门给他安排的职务是交易助理。每天，古特弗罗因德看到的都是一个个忙碌的身影，人们手里拿着电话，脑子里想的全都是如何通过债券买卖帮助客户实现利益最大化。在这样一个大环境的影响下，和大多数人一样，古特弗罗因德在为所罗门兄弟公司服务的过程中也学到了很多。到1963年，也就

是古特弗罗因德34岁那年，他的业务已经相当熟练，并顺利成为了公司的股东。一直以来，比利对公司的管理一直采用强硬的铁腕政策，他说的每一句话对股东们来说都是他们的行事指南，就算股东们得到了公司的分红，比利也不允许他们以利润或者奖金的方式分年拿走，而是必须要留在公司里，以防公司遇到不测。

比利·所罗门在1978年退休前把公司大权交到了古特弗罗因德的手上。3年后，古特弗罗因德在他的朋友兼顾问位于东开普敦的海滨别墅，说要把所罗门兄弟公司出售给一家名叫菲普诺（Phibro）的大型日用品交易公司，两家公司在重组后将更名为“菲普诺-所罗门公司”，在整个重组过程中，古特弗罗因德和新公司的股东们平均每人拿到了大约800万美元的利润，而包括比利·所罗门在内的公司老臣们则一分钱也没有捞到。⁶²为什么？理由很简单，因为这些所谓的元老早已退休了！难怪当时某位曾经出任所罗门兄弟公司董事的商人认为发生的这一切是一个悲剧：是现代版的俄狄浦斯，儿子最终杀死了自己的父亲！

公司完成重组后，古特弗罗因德和菲普诺公司的总裁戴维·滕德勒一起出任新公司的联席首席执行官，这也注定了两人站在了跷跷板的两端，古特弗罗因德主管的部门业绩蒸蒸日上时，滕德勒所负责的部门则面临着前所未有的难题，古特弗罗因德抓住这个时机，把自己的合作伙伴踢出了局，之后古特弗罗因德成了新公司绝对的主人。

得偿所愿成为公司的老板后，古特弗罗因德开始对公司进行大刀阔斧的改革，先后增加外汇交易、股票交易及承销三项，并将原有的债券市场扩大到了日本、瑞典、德国等地。此外，古特弗罗因德并没有放弃引进人才，华尔街股市里出现了很多学院派的研究员，那些曾在学校教课的教授们也开始出现在股票市场。有了这样的大背景，所罗门兄弟公司^[2]里拥有博士学位的人不断增加，他们利用所学的知识解开资产剥离、拆分、运输、抵押以及债券问题中的数学之谜。但这些只是所罗门公司腾飞前的铺垫，直到进入了一个全新的行业——债券市场，菲普诺-所罗门公司才一举从一个中等规模的公司发展到华尔街股市的龙头企业，而这一切不过用了几年的时间。

鼎盛时期的所罗门公司规模很大，单是公司的交易大厅，占地面积就能达到一个飞机库面积的1/3。大厅里人山人海，烟雾弥漫。大厅的中间摆了两排桌子，桌子旁边挤满了交易人员、销售人员还有交易助理们，大多都是弯着腰对着电脑屏幕计算股票盈亏，即便吃饭，他们也是

一只手拿着比萨，一只手拿着电话听筒，可见工作十分紧张。这里每天都像是打仗一样，人们的抱怨声、诅咒声夹杂在交易过程中，而所有这一切都围绕着股票买卖这个永恒不变的话题。每天早晨，古特弗罗因德都像从炮膛里飞出来的炮弹一样从办公桌冲到大厅通道口，瞪着眼睛，透过角框眼镜观察大厅里的情况，而他的手里总会拿着一根香烟。

那些在交易大厅工作的人有一个最大的特点，他们都对竞争有着特别的感情，以把对手置于死地为自己最高的目标，这也从客观上促进了古特弗罗因德和他公司的发展。所罗门公司成了债券承销市场的佼佼者，古特弗罗因德也因此出名了，美国《商业周刊》称他为“华尔街之王”。⁶³此外《商业周刊》还披露了古特弗罗因德在所罗门公司实行的高压政策——这一点古特弗罗因德和他的导师、一手将自己提拔起来的比利·所罗门没有什么区别。一旦公司出现问题，古特弗罗因德绝不轻易放过任何一个人，换句话说，为了平息出现的争端，古特弗罗因德很可能把每一个人都列为怀疑对象一一排查。⁶⁴

1985年，所罗门公司发展到了顶峰，这一年，公司的税后纯利润达到了5.57亿美元，但是包括股票部门在内的一些公司新近扶持的部门并没有给公司带来预期的利润，因而公司内部的竞争出现了近乎失控的局面。面对这个千载难逢的机会，所罗门公司的竞争对手开始了挖角行动，一批帮助公司创造了巨大财富的主力干将面对高薪的利诱相继离开，古特弗罗因德意识到了公司面临的危机，希望通过提高员工待遇的方式来挽留人才，但他并没有对股票交易和投资银行两个部门的员工流失采取任何动作，因为这两个部门就是上文中提到的令古特弗罗因德大为光火的两个部门。不过古特弗罗因德还是给这两个部门提出了一份5年规划，希望他们能在5年的时间里弥补自己给公司带来的损失。他希望能用这种强硬的方式来掩盖自己性格中的弱点，其实古特弗罗因德是一个很不愿意用非常强硬的态度和正面冲突的方式来解决的人。随着时间的推移，古特弗罗因德在交易大厅里待的时间越来越少，但公司里依然处处都弥漫着一种紧张的气氛。“我的问题在于，在处理人际关系时总是考虑太多！”⁶⁵事后，古特弗罗因德曾在采访中道出了当时自己的苦衷，不过虽然当时是古特弗罗因德在主持所罗门公司的业务，但公司出现问题的时候，外界舆论的批评不是冲着古特弗罗因德，而是指向了他的妻子苏珊·古特弗罗因德。

20世纪80年代几乎有10年的时间，苏珊·古特弗罗因德一直以各种

各样的理由“征得了”丈夫的同意留在纽约曼哈顿中心区，在这里她可以经常见到丈夫的前任老板比利·所罗门，苏珊经常要求已经退休的所罗门带她出席各种社交活动。刚开始，古特弗罗因德并不赞成妻子的这种做法，但后来，他的态度也开始发生了改变，甚至很欣赏妻子的做法。用古特弗罗因德的话说，这样可以拓宽他的人脉。苏珊在纽约打开局面后，古特弗罗因德正式进入了纽约名人圈，在这个过程中，要想从他身上找到谦虚、节俭的优点，也变得越来越困难了。

“要想成为一个富人，付出的代价还不小呢！”一次，古特弗罗因德和美国出版业巨子，也是《福布斯》财富榜单创始人马尔科姆·福布斯聊天时抱怨道。⁶⁶虽然他这样的说法非常有讽刺意味，但是的确还是非常坦率的。其实这也是古特弗罗因德夫妇生活的真实写照。古氏夫妇每次宴请宾客的时候豪华至极，邀请函完全都是由司机登门送上，邀请函的上面还别着黄玫瑰。苏珊宴会前要沐浴，她喜欢在沐浴后喷上冰冻的香水，为此她特意在浴缸旁边放了冰柜。为了追求时尚的法国气息，苏珊连说话的时候都非常刻意，要是电话打到公寓，她必然让管家用法语来接听。第一次与总统夫人南希·里根会面时，爱表现的苏珊也用法语向第一夫人致敬：“夫人，早上好！”在古氏夫妇位于纽约海怡大厦的家里，更是弥漫着浓郁的法兰西情调：客厅里铺着价值百万美元的地毯，放着一个价值百万美元的法国古董。除了家里这样，苏珊也没有放过古特弗罗因德的办公室。他的办公室里摆满了各种各样的装饰，不知道的人还以为来到了“法国的风月场所”。⁶⁷古氏夫妇在法国还购买了一处18世纪的古堡作为寓所，而他们的邻居就是世界著名时装设计师纪梵希。有了这种便利，苏珊邀请纪梵希为她量身设计服饰。圣诞节将至，苏珊希望能在纽约的家里放上一棵圣诞树，但当一台起重机未经许可出现在顶楼的露台，用来在她家客厅安放一棵高22英尺、重500磅的圣诞树时，她却遭到了邻居们愤怒的投诉。⁶⁸古特弗罗因德夫妇也多次登上杂志封面，而苏珊因此赢得了登上大银幕的机会，在由汤姆·沃尔夫的纪实小说改编的电影《虚荣的篝火》中得到了一个角色。⁶⁹面对外界的抨击，苏珊的朋友们都为她辩解。但是纵使指责苏珊的声音有多么刺耳，也没有人站出来指责这样奢华的生活分散了古特弗罗因德的注意力，对于这种说法，即便是古特弗罗因德本人也没有质疑，一点儿也没有！⁷⁰

那个时期出版的一些公司发展史的内容可以让我们从一个侧面了解古特弗罗因德这个人。里面描写的古特弗罗因德并不是那种独断专行、喜欢把自己的意志强加给别人的人，其实他是一个“很能体谅别人，愿意

尽自己最大能力让别人感到舒服的人”。但是作者也表示古特弗罗因德是“最后的决策者”，“某一话题，只要他在咨询相关人员后给出决断，那么这肯定就是最后的答复，不可能有任何更改”。⁷¹事实上，一些之前和古特弗罗因德共事的人——他们现在的职务至少应该是“主管”级别，正在酝酿一场挑战古特弗罗因德权威的战争。这么长时间以来，他们对古特弗罗因德、对所罗门兄弟公司的忠诚，走到了终点，他们抨击古特弗罗因德奢华的生活作风，并开始了相互之间的权力争夺战。

到了1986年年底，随着员工工资支出的不断攀升——那一年，所罗门公司的员工数量增加了40%——公司的利润出现缩水，部门主管们差一点儿就把古特弗罗因德赶下台来。没有钱赚，所罗门公司的股东们开始坐不住了，公司最大的股东、来自南非的米诺卡（Minorco）公司率先发难，越来越对所罗门公司失去耐心的他们正告古特弗罗因德要出售公司的股份。不过之后，所罗门公司内部的部门主管们也没有什么动作，一切似乎又恢复了平静。但这并不能缓解南非公司的态度，当时道琼斯工业指数增长了44%，所罗门公司的股票却持续走低。但在很长一段时间的寻找后，米诺卡公司终于找到了接管自己麻烦的买家，一个叫罗恩·佩雷尔曼的企业掠夺者，正是他之前完成了对美国著名化妆品品牌露华浓公司的收购。

所罗门公司的管理层自然不希望为佩雷尔曼或者是他任命的任何一个人卖命。⁷²思考再三，古特弗罗因德不得不向巴菲特发出了求救信号，希望他能像之前帮助斯科特·费策尔公司那样扮演“救星”的角色，对所罗门公司进行投资以避免佩雷尔曼可能发起的收购挑战。⁷³

客观地说，所罗门公司在销售市场上的实力还是有目共睹的，这一点令巴菲特很欣赏。但是令巴菲特头疼的是，这个之前曾在投资银行业呼风唤雨的公司现在由于受到市场压力的影响只能去开发新的商业银行业务，但所罗门公司通过垃圾债券来融资完成公司收购的做法却为巴菲特所不齿。对于竞争激烈的并购业务，所罗门公司还是一个新手。⁷⁴想从这一潭浑水中把所罗门公司解救出来，古特弗罗因德深知并不轻松，短短一年的时间里，他明显苍老了很多。⁷⁵

但所罗门公司还有一个不得不提的优势，就是他们重新构建债券市场的能力。这一点足以吸引巴菲特，毕竟在当时很难找到能够带来巨额回报的收购买卖。⁷⁶尽管巴菲特对垃圾债券深恶痛绝，但他也不能回避公司收购将不可避免地使用这个他并不喜欢的方式。所以，巴菲特开始

投机取巧地对交易实施套利：逐渐减少收购者手中的股票持有额，并不断增加被收购者手中的股票份额。由于所罗门公司绝大部分的利润来自套利债券部门，公司其实就是一部套利机器。不过鉴于这也是华尔街的普遍现象，巴菲特也只能接受现实，并慢慢习惯这样的运作模式。

随着古特弗罗因德希望巴菲特完成收购的心情日渐迫切，股神也嗅到了金钱的味道，为了尽快完成收购事宜，古特弗罗因德表示将向巴菲特提供一笔7亿美元的优先股股票，可以分配到15%的公司利润。⁷⁷在所罗门公司内部，古特弗罗因德用非常强硬的态度向员工们通报了这个消息。公司内部早已因为即将到来的收购而人心惶惶，这个时候古特弗罗因德用非常强硬的态度让下属设计一种股票，能够让巴菲特实现通常只有在垃圾债券上才能获得的收益。最终，在1987年9月28日，也就是犹太新年那一天，巴菲特正式与所罗门公司签订了交易合同，巴菲特买进了所罗门公司的优先股。之所以选择这一天是因为在犹太人的观念里这一天是不能工作的，即便佩雷尔曼知道了巴菲特买进所罗门股份的消息也无可奈何了。那一天，巴菲特一个人飞到了所罗门公司在纽约的总部，在律师的见证下签下了这份合同。巴菲特的表情看上去很轻松，他没有带助理，没有带公文包，甚至连文件夹都没有带。与古特弗罗因德握手后，巴菲特签了约，在这份合同中还有一个条件就是附带了9%的息票，当股票价格达到了每股38美元，优先股可以转成普通股票，这个条款对于巴菲特具有非常重要的意义。⁷⁸

根据双方协议，在所罗门公司的股票达到每股38美元前，所罗门公司要向巴菲特支付9%的股息，一旦公司股价达到了每股38美元或之上的任何价格，那么巴菲特有权将优先股转化为普通股。但如果股价走低，巴菲特可以选择撤资，放弃手中持有的所罗门公司的股票。⁷⁹不过巴菲特并没有这样做，他在所罗门公司得到了15%的分红，远远超出了之前的预期，这也证明这桩交易本身一点儿风险也不存在。⁸⁰

进入所罗门公司的第一年，巴菲特得到了6 300万美元的红利，比蓝筹印花公司和伯克希尔在《布法罗晚报》和喜诗糖果公司上投入的总和要高得多！但是所罗门公司内部却对古特弗罗因德与巴菲特的这笔交易多加斥责，员工们都很愤怒。⁸¹他们认为古特弗罗因德在面对米诺卡公司收购时的态度太过犹豫，这才让公司陷入了极度危急的局面，所以只能找巴菲特过来救火，最终的结果也只能是付给巴菲特超出原有价值的回报。但从巴菲特的角度来讲，这是一笔划算的买卖，就像作家迈克

尔·刘易斯之后描写的那样，巴菲特“再一次娴熟地证明了自己的安全边际和收益理论，在保证所罗门公司不破产的前提下，自己的利益实现了最大化”。⁸²

除了巴菲特这笔巨资的注入，在交易过程中，所罗门公司还得到了什么？没错，就是股神的声望。不过古特弗罗因德在所罗门公司的权力也有所削减：巴菲特和芒格都成为所罗门公司的董事会成员。其实两个人早就对所罗门公司加以关注了，在签订注资协议前，巴菲特特意从国外飞回纽约，一起与芒格视察所罗门公司的运营情况。

站在古特弗罗因德办公室门外，他的办公室旁边就是所罗门公司的交易大厅，巴菲特第一次如此近距离地接触这家公司：几百名交易员坐在电脑前面，几乎每个人都在打电话谈业务，屋子里还夹杂着人们的谩骂声和诅咒声，大厅的气氛有点儿纷乱，这里的空气并不是很流通，弥漫着一层雾气。从他们的表情看上去，这些交易员们的工作很紧张，香烟成了他们排解压力的最好方式。

看到这些，芒格环抱着双臂对巴菲特说道：“沃伦，你确定要投资这家公司吗？”

巴菲特没有说话，他注视着交易大厅熙熙攘攘的人群，注视着里面嘈杂的环境，等了好一会儿，他才慢慢给出了一个答案：“嗯，是的。”⁸³

[1] 到2013年5月，伯克希尔-哈撒韦的股价突破每股16万美元。——编者注

[2] 即便两家公司完成了并购并更名为“菲普诺-所罗门公司”，也没有彻底消除所罗门公司在人们心中留下的印象，人们还是喜欢把这家公司叫作索利——所罗门的昵称，直到1986年这个名字被停止使用。

47 不眠之夜

纽约，1987~1991

用“点石成金”来形容巴菲特对所罗门公司的收购并不为过，至少在外人眼中是这样的。这位来自奥马哈小镇的先知以令人惊叹的手笔完成了这次收购，但是你会惊讶地发现，这位世界首富和你身边的人并没有太多的区别，他的“豪宅”只是一栋价值31 500美元的房子，而他开的车还是8年前购买的那部凯迪拉克。在巴菲特身上，唯一与那些富豪少有的相同点恐怕就是他对华尔街银行的投资了。

事实上，巴菲特起先并不赞同华尔街的那些做法，而现在他却成了这里的一部分。在写给伯克希尔股东们的信中，他抨击了华尔街利用垃圾债券来完成收购的做法，其中也包括所罗门公司。他在信中这样写道：“这些交易是在那些没有头脑的人之间进行的，他们从不在乎别人的想法！”¹“我从来不和那些股票经纪人或者分析师说话！”他还写道：“考虑问题的时候你要有自己独立的想法！华尔街是世界上唯一一处能够看到开着劳斯莱斯的富人向那些挤地铁的人们讨教成功秘籍的地方！”²而在之后发行的《华盛顿邮报》中，人们又能看到巴菲特类似的言论，他用“赌场”来形容当今的这个社会。就是这种赌博的心态让那些企业掠夺者们变得富有起来，但是为什么政府不对这些人全额征税？³他们要是纳税，税额肯定不会少！从1982年到1987年的5年间，道琼斯工业平均指数从777点激增到2 722点，所以巴菲特这样告诫商学院的学生们：“想要赚钱吗？那么到华尔街去吧！”不过说这话的时候，巴菲特已经身在华尔街了。

华尔街究竟是什么样子呢？对来自美国中西部的这位平民来说它有着巨大的诱惑力，使人很难轻易离开。当有记者问巴菲特，为什么在所罗门公司这般混乱的时候，他却选择进入，而且还持有相当一大笔股份时，巴菲特没有任何迟疑地告诉来访者：“因为我信任一个人，约翰·古特弗罗因德，这位所罗门公司前首席执行官非常出色，无论在哪个方面都是如此，这是一个值得尊敬的人。”⁴

的确，巴菲特对于身边人的感情总是很深，但人们却发现他对古特弗罗因德的感情不是用言语可以表达的，甚至从一开始就是这样。曾经，巴菲特因为不想看到客户间的利益纷争选择辞职，但是他并没有向古特弗罗因德隐瞒自己拥有部分投资银行股份的事情，不过那时巴菲特的公司已经被客户间的利益纷争弄得苦不堪言。但是，是什么让巴菲特——在最糟糕的时候——成了这家公司董事会的成员？⁵在那段经济不景气的日子，巴菲特赚钱的欲望似乎战胜了个人的希望、追求和原则。正如他一生所经历的那样，只要贪婪欲望主导了自己，厄运似乎也就悄然而至。

1987年，就在巴菲特投资所罗门公司那一年，股市接近了崩溃的边缘。就在当年3月他写给股东们的信中他提到了对投资经理的看法：“这些人都是伪善家，他们能让纷乱的场景变得异常平静！”不过巴菲特并没有解除与任何投资经理的合约，人们看到的只是在之后的几个月里，巴菲特开始抛售股票。他知道随着股票市场不断上涨，其中必定有某种推动它的因素，那就是标准普尔500指数期货这一新发明。包括所罗门公司在内的绝大多数银行都开始接受这一衍生工具合约。它是一种全新的事物，类似于赌博性质，赌的就是标准普尔500指数在未来某个时间内是否上涨。⁶举个例子，在洛克伍德巧克力（Rockwood Chocolate）的交易中，这一衍生工具合约的意义和价值取决于未来某个时间点上原材料可可豆的市场价格：如果未来可可豆的市场价格低于期货合约所确定的基础价格的话，那么期货合约的买方就算是买到了保险，也就意味着他赚了；反之，如果可可豆的市场价格上扬，那么期货的卖方就会赢利，这份合约也就意味着这个人能以低于目前，而不是未来价格的价钱买到这些原材料。

让我们再看看巴菲特与豪伊就“减肥”问题以农场租金下赌的例子。巴菲特当时并不希望儿子真的能减肥，因为那样的话会降低租金。不过是否减肥完全取决于豪伊的态度，所以沃伦想买个第三者保险，他也许会对妻子苏珊说：“我们打个赌吧，我给你100美元，看看豪伊能不能减肥，如果豪伊瘦了20磅，并在之后6个月没有反弹的话，你要给我2 000美元，补偿我损失的2 000美元的租金，否则的话，我那100美元就是你的了！你不用给我一分钱！”这次打赌的输赢取决于豪伊的减肥结果，而巴菲特能不能从中获利则取决于当事人能否减肥并保证减轻后的体重不反弹。

究竟什么是衍生工具合约？让我们看看另外一个例子，假设巴菲特和女友阿斯特丽德·门克斯打赌，看巴菲特能不能在一年内不再吃薯片。如果巴菲特没有做到，那么根据赌约，他就要给女友阿斯特丽德1 000美元，这就算不上是衍生工具合约，因为它不牵扯第三方的利益，巴菲特是不是吃薯片与第三方没有任何关系，完全取决于他个人的意愿。

但是如果巴菲特换一个打赌的方式，在双方都同意的前提下，让巴菲特的妹妹伯蒂也介入其中：最开始阿斯特丽德先支付给伯蒂100美元作为“保险费”，如果阿斯特丽德输了的话，这100美元就是伯蒂的了，否则伯蒂要给阿斯特丽德1 000美元，衍生工具合约就这样产生了。合约成立的条件是巴菲特是否能按照赌约一年内坚持不吃薯片，这一点完全不受阿斯特丽德或是伯蒂的控制。如果巴菲特不能遵守赌约吃了薯片，那么阿斯特丽德就要给伯蒂100美元，否则伯蒂就要给阿斯特丽德1 000美元。所谓的衍生，从这个意义上讲就是一种保险方式，在我们的这个假设里，就是阿斯特丽德寻找的一种保险方式，而对于伯蒂则是一场赌博！⁷

很多人在选择进行衍生工具合约交易时所信赖的并不是基于对对方的信任，也许合同双方根本没有见过面，而是选择了一个冷冰冰的数字——标准普尔股指期货。1987年前后股票市场是这么规定的，投资经理纷纷选择股指期货进行投资。他们认为这种投资存在某种可以为客户提供“衍生工具合约中的保险份额”的东西，如果股市下跌到某个水平线下，那么股指期货就能为客户避免损失。那些认为股市一直将处于牛市状态的投资者其实是在赌博，他们不断地与客户签订衍生工具合约，期待股票的回报率能给自己带来收益。

有关衍生工具合约中存在的风险，巴菲特看得很清楚，这也是为什么他给美国国会写信的原因。早在1982年，巴菲特就呼吁联邦政府介入此事，他在信中陈述了有关衍生工具合约中存在的风险，并表示希望联邦政府能够出面给出相关的市场监管措施，但是市场还是那样，并没有出现任何改变。⁸从那开始，股指期货中存在的问题慢慢被人们所忽视，如果股市下跌的话，投资经理会在第一时间得到相应的账单，接下来他们要做的就是抛售手里的股票兑换成现金以支付客户的索赔费用。而作为期货的买方，他们通常把期货当作自己手里项目交易的担保，在市场下跌的情况下，他们手里所持有的期货将会自动卖出，这样也就在无形中促进了大量的交易。

不过这种局面并没有维持多久的时间，一切在1987年秋天画上了句点。从刚刚进入秋天开始，股市就出现了一些反常的现象，股指增长时断时续。到了10月19日这一天，问题全面爆发，道琼斯工业指数狂跌508点，创下了道琼斯指数日跌幅之最，这一天也被称作“黑色星期五”。⁹所有人都希望能够尽快逃出这个牢笼，股市差点儿就重蹈1929年股灾的覆辙，交易所几近选择停盘！

巴菲特集团的股东大会刚好在股灾的第三天进行，这次会议的地点选在了位于弗吉尼亚州的威廉斯堡。整个会场由凯瑟琳·格雷厄姆负责统筹布置。她利用威廉斯堡烘托出了一种全新的氛围。前来参加股东大会的人来自世界各地，有的甚至来自并不富裕的地区。他们早晨醒来时发现自己的早餐“足够一千个人享用”，早餐种类非常丰富——鸡肉、牛肉、汉堡、鹅肝、鸡蛋应有尽有，这和他们之前的生活形成了鲜明的对比。某一天晚上，凯瑟琳租下了卡特的格鲁夫种植园作为晚宴地点。格鲁夫种植园位于詹姆斯河沿岸，它的历史可以追溯到18世纪。此外，凯瑟琳还租用了一个剧场来播放里克·格林的电影。尽管巴菲特的股东大会每年都会举行，但每一年的水准都有一个很大的提高，与会者纷纷为大会的规模感到震惊，当然令他们感到惊讶的还有每次股东大会的巨额支出。“有幸成为凯瑟琳的客人简直太棒了！”股东之一的查克·里克肖塞尔说道，他的这种说法也得到了周围人的赞同。在股东大会即将结束的那个晚上，凯瑟琳请来了一些音乐家在德威特·华莱士博物馆演奏助兴，穿着考究的音乐家们现场演奏了海顿的作品，演奏结束后，现场的观众报以阵阵热烈的掌声。¹⁰

股东大会原定的议题是“巴菲特集团是不是将随着股市而终结”，在股灾发生后，人们不断听到股市崩盘的消息，不断被累加的损失轰炸着，但是巴菲特、蒂施、戈特斯曼、鲁安、芒格等人却在关注股票价格，不断打着电话。股灾之后，他们没有选择抛售股票，而是在不断买进！对，他们在不断买进！¹¹

当股市崩盘的幸存者刚刚摆脱灾难，巴菲特的姐姐多丽丝却陷入了麻烦。当时，多丽丝正居住在弗吉尼亚州的弗雷德里克斯堡，那还是巴菲特的父亲老霍华德当选为国会议员后，他们全家搬到那儿去的，从此多丽丝就深深地爱上了那里。眼下，多丽丝和很多弗吉尼亚州的人一样，都在兜售所谓的“裸卖看空期权”，一种由弗吉尼亚州福尔斯彻奇市

的一个经纪人兜售的。这种期权其实就是一种承诺，承诺在市场下跌时为他人的损失买单，之所以说是“裸卖”，是因为它们没有附属任何抵押品，因此出现损失时得不到保护¹²。经纪人对多丽丝说这会给她带来稳定的收入，这正是她所需要的，但这位经纪人丝毫没有如实地描述其中的风险，尤其是用了“裸卖看空期权”这个玄乎的词语，更让人看不清其中的风险。多丽丝在投资方面经验不足，但非常聪明，而且对任何事情都充满了怀疑态度，这一点和弟弟巴菲特很相似。在与弟弟的聊天中，多丽丝并没有提及有关自己投资的话题，因为她知道弟弟是肯定不会同意的。一直以来，巴菲特就以“保守”著称，通常情况下他只向人们推荐极其安全和低回报的投资，国库券或者市政债券就是巴菲特给出的最好选择，特别是面对多丽丝这样的离异女士时更是如此。当然，巴菲特自己不会选择这些低回报的债券来投资。出于对弟弟的信任，从很早的时候，多丽丝就成了巴菲特的第一批客户，特别是在投资伯克希尔-哈撒韦时，多丽丝更是给予了弟弟完全的信任。但可能是多年前的投资阴影依然在多丽丝脑海里盘旋（巴菲特12岁时与姐姐合伙购买了3股“城市服务公司的优先股”，但数月后股市大跌，两人也因此被套牢），所以在本应该向巴菲特征求投资意见的时候，多丽丝没有张口。

这样，多丽丝完全按照自己的想法行事，最终的结果就是她手里持有的所有伯克希尔的股份不复存在，经纪人更是以破产对其加以威胁。绝望之中的多丽丝给经纪人写出了几个朋友的名字，希望朋友们能帮她渡过难关，为此，多丽丝也深感自责。

在多丽丝的心中，巴菲特一直扮演着保护者的角色，她甚至给弟弟做了一个微缩型的神龛，里面放着弟弟喜欢的高尔夫俱乐部模型、百事可乐罐等等。不过在出现问题时，多丽丝并没有直接寻求弟弟的帮助，而是找苏珊作为中间人穿针引线，因为她觉得所有的家庭都是这样来解决问题的。其实多丽丝的前半生并不幸福，到1987年，她已经经历了三次不幸的婚姻：她感到自己在第一次结婚的时候就失去了安全感，第二次婚姻让她觉得深陷于婚姻的牢笼之中但又无力挣脱，而与一位丹佛的大学教授的第三次婚姻对于多丽丝来说本身就是一个错误。现在的多丽丝已经经历了很多，面对问题的时候她不会选择沉默，而是会尽力争取自己的权利，但是这一次，她却不知道该怎么做了。

“你不用担心！”苏珊安慰多丽丝说，“沃伦说会永远保护你！”

在多丽丝把自己投资上的不幸遭遇告诉苏珊后，她在某个周六的早

晨接到了弟弟的电话。在电话里，巴菲特明确表达了自己的态度，不会向姐姐提供帮助！巴菲特告诉多丽丝说，如果帮她还钱的话，肯定是帮了那些有钱人。在巴菲特看来，这些人都是投机商人，所以他肯定不会向投机商人提供任何帮助！当多丽丝认识到这一点后，她出了一身冷汗，双腿也开始发抖，她觉得弟弟的决定是对她的一种蔑视，而在巴菲特看来，做出这样的决定绝对是非常理智的！

如果我愿意的话，我可以拿出几百万还给她的债权人，但是你知道的，让他们做梦去吧！我是说那个把这些破烂儿卖给多丽丝的女人，是她让买了她产品的人都破了产！

既然弟弟不能帮忙，多丽丝不得不把期望寄托在苏珊身上，苏珊本来就很有钱，再加上巴菲特还给了她很多，解决问题肯定够了，但是正如苏珊没有给外甥比利·罗杰斯支付购房首付一样，在金钱问题上，苏珊没有出手！

《华盛顿邮报》对此进行了报道，文章里写道“一位极其成功的投资者”的姐姐做了一件非常愚蠢的事！这对于巴菲特的声誉无疑是一个巨大的打击，多丽丝也因此度过了一段非常难熬的时间。巴菲特家族还没有完全从7个月前比利·罗杰斯注射毒品致死的阴影中走出来，现在又出现了多丽丝这样的麻烦事，而巴菲特家族的这一内部矛盾再一次成为人们关注的焦点，这个外表看似和谐的家庭实则隐藏着不少问题。在这件事情的处理上，巴菲特也觉得自己太过理智了，他也害怕多丽丝会爆发，这和凯瑟琳·格雷厄姆很相似，如果格雷厄姆感到自己受到了威胁，她肯定也会爆发。巴菲特非常了解自己的姐姐，他不希望任何极端的事情发生，所以巴菲特退缩了，他不再给多丽丝打电话，也告诉家里其他的人不要再骚扰她。多丽丝吓坏了，她觉得自己被家人抛弃了，陷入这种深深的恐惧之中，再加上心头的创伤，多丽丝开始对她的母亲利拉发难，恐吓并向其索要钱财，并依靠贷款来避免房屋被抵押的可能。¹³不过具有讽刺意味的是，美联储宣布下调利率，各大公司也纷纷以回购自家股票的方式救市，股票市场很快从灾难的阴影中恢复了过来，整个股灾之后只剩下了像多丽丝这样的牺牲品。经历了一段时间的痛苦，多丽丝又和一位名叫阿尔·布赖恩特的人结了婚，一个帮助她摆脱困境的律师。

表面上巴菲特对姐姐很无情，但是私底下他正在安排从父亲老霍华德的信托银行每月预支给她1万美元，这也是霍华德的遗嘱里写明了

的。“这笔钱比我这一辈子花的钱都多！”多丽丝兴奋地说道，这样她和巴菲特之间紧张的关系开始有所缓和，两个人也开始说话了，多丽丝对巴菲特也怀有深深的感激之情——直到某一天她发现这些都是自己的钱，只不过是提前预支而已。而这时，多丽丝的信托股份正在慢慢增长，她手里持有超过2 000股伯克希尔-哈撒韦的股票，1964年时这些股票只值3万美元，而到了1987年股灾结束后，2 000股伯克希尔的股票累计达到了1 000万美元！不过根据霍华德的遗嘱，这笔信托款要在利拉去世后才能有效，届时多丽丝和妹妹伯蒂可以分4次拿到这笔钱。当多丽丝把这笔钱当作未来的救命稻草时，巴菲特又进一步伸出了橄榄枝，成立了舍伍德基金会，该基金会每年支付50万美元“仁慈”的礼物，多丽丝、巴菲特的三个子女和女友阿斯特丽德每人可以得到10万美元，而且可以随意支配。这就像巴菲特为他们5个人设立了700万美元的信托财产一样。因此，多丽丝的股份很像是巴菲特付给她钱，只不过是换了种形式。

当然，多丽丝不能用这笔钱偿还债务或者房贷，巴菲特不会把钱直接放在姐姐的手上，而是要随时监控这笔专款的流向。这场风暴平息之后，多丽丝又恢复了信心。她很感激巴菲特能用自己的方式把自己从困窘中解救出来。她清醒地认识到，如果没有巴菲特，她什么也不会得到。在偿还了所有的债务后，多丽丝和巴菲特的关系也渐渐恢复正常，那个神龛又安放在她家的墙上了。

股灾之后，另一个需要巴菲特帮助的就是所罗门公司。在伯克希尔-哈撒韦注资3个月后，巴菲特和芒格一起第一次参加所罗门公司董事会会议。当天的主题是交易量锐减与所罗门公司合并案，以及在“黑色星期五”那天公司产生的7 500万美元损失。¹⁴所罗门公司不得不面对“黑色星期五”后狼藉一片的现实。而就在股灾前一天，古特弗罗因德那张白净的脸上毫无表情，他刚刚裁掉了800名员工，其中不乏一些有经验的老员工。他还关闭了赢利空间较小的业务，例如商业票据交易（债券业务的死水区），但由于太仓促，结果伤害了同一些重要客户的关系，几乎到了无法弥补的地步。¹⁵再加上股灾的影响，所罗门公司的股东们眼前似乎出现了一个永远也填不满的无底洞，就这样，所罗门的股票开始接近悬崖的边缘。

就在股东们为损失而痛苦时，所罗门公司薪酬委员会——巴菲特在该委员会主席鲍勃·泽勒的要求下也成为其成员之一——开始商讨有关降

低股票价格的事宜，希望能通过这种方法让员工在他们可以接受的范围内行使自己的股票期权。

公司员工的股票期权是指他们可以在未来某个时间以某一特定价格购买公司股票的权利。以巴菲特名下的喜诗糖果公司为例，行使股票期权就好比是巴菲特预先付给员工一些股票，使他们今后可以以某个特定的价格来购买公司生产的糖果。如果糖果的价格持续每年走高，那么股票的价值也会随着时间而增长。

不过喜诗糖果公司在1987年“股灾年”也是流年不利，公司正面临亏损，员工们很可能要面临降薪的危险。薪酬委员会提议通过让员工们以低价购买糖果的方式来弥补员工工资的损失。但是巴菲特并不同意这个议案，他认为喜诗糖果应属于各位股东而非员工。¹⁶巴菲特主张公司赢利减少多少，员工持有的糖果份额就相应地减少多少。¹⁷但薪酬委员会的其他成员并不这么看，他们认为数月前古特弗罗因德在宣布公司的糖果货存时，就已经承诺员工们这批糖果所能带来的收益。而当糖果大幅促销时，公司也有责任弥补这个差价。也许他们试图阻止传统的华尔街分红日人群蜂拥的场面——拿了钱就跑，但这种举动往往发生在人们对于结果并不满意的时候。

巴菲特认为，从道德上来讲，这是不对的，既然股东们得不到分红，为什么员工能得到糖果？不过投票的结果还是说明了一切：人们以2：1的投票结果否定了巴菲特的提议。他愤怒了！¹⁸但这又能代表什么呢？巴菲特在所罗门公司的董事一职几乎是有名无实的，人们很少去征求他的想法，更不要说去采纳他的意见了！所以即使时下正值所罗门公司的股票复兴期，巴菲特也从投票结果中立即感觉到自己在所罗门公司投资的经济利益“比之前要少了很多”！

我可以反抗得更强烈、更有声势，如果那样的话，我的感觉会更好一些，但历史的进程始终是无法改变的！除非你是一个争强好胜的人，否则那样的做法毫无意义！

我不喜欢战争，但如果需要我也不会退缩，只是从个人的角度出发，我对战争毫无兴趣！组建董事会的时候，我和查理都没有反对，我们都投了赞成票。我们没有抵制，因为抵制就意味着要去攻击他人。毕竟所罗门公司还存在其他一些问题。公司里总是是非不断，我都怀疑这是不是疯了，但是人们不想看到我发表意见。那么留给我的问题是，我要发表意见吗？我不会单纯地为了挑起战争而

挑起战争。

古特弗罗因德最初被巴菲特吸引是因为后者的性格，冷静、善于思考，同时热衷于自己的事业。每天早上7点，巴菲特都会准时出现在办公室，点上一支牙买加雪茄，然后游走在那些穿西服打领带的交易员当中，告诉他们“你每天早上都要打起十二万分的精神”。¹⁹事实上，对于公司员工们来说，巴菲特并不是一个积极、爱表现的股东。²⁰他看上去对企业经营的细节似乎知之甚少，但是完全适应一项产业并不像运作传统的实体企业或者像运行一条流水线那样轻松，这对巴菲特来说并不容易。²¹最开始，巴菲特在所罗门进行投资只是因为古特弗罗因德的原因，而现在巴菲特并不喜欢所罗门公司的运营方式。他完全可以做出新的选择，那就是卖掉手中持有的所罗门股票，并辞掉公司董事一职。²²这种可能到了华尔街就演变成了巴菲特与古特弗罗因德激烈的冲突，要么巴菲特卖掉所罗门公司的股份，要么他把古特弗罗因德炒了鱿鱼，并引入一位新人来接管公司。²³但事实并非如此。一旦巴菲特卖掉股份并撤出董事会，直接影响到的就是所罗门公司的股价，那么作为公司主要投资者的巴菲特会面临惨重的经济损失，同时他也会显得变化无常、报复心理极重而且非常不可靠。要知道，现在“巴菲特”这个姓氏已经成为伯克希尔-哈撒韦价值的一部分，这种损失巴菲特承担不起，伯克希尔也承担不起。而另一方面，巴菲特之所以投资所罗门公司的原因就是古特弗罗因德，如果巴菲特伸出臂膀拥抱一个人，那么他就很难和这个人分开。所以当假期来临的时候，巴菲特和古特弗罗因德两人必须要解决出现的问题。

同时，1987年的股灾造成的影响并不是轻轻松松就能消除的。就在新年来临前两周，巴菲特集团的成员们接到了凯瑟琳·格雷厄姆发过来的一个通知，有些人脸上露出了惊讶的表情，凯瑟琳给他们每个人都寄了一张账单，这也宣告着“他们都不再是她的客户了”。巴菲特集团的人们要为威廉斯堡奢华的股东大会付账，而总额是“有点儿令人吃惊”的。“很遗憾我这么晚才通知大家，我的确很遗憾，但我依然希望各位能有一个愉快的圣诞节，我依然是你们的朋友！”²⁴

巴菲特确实过了一个愉快的圣诞节，但原因并不是因为凯瑟琳的祝愿，而是因为可口可乐公司，后者带给巴菲特的快乐足以安抚他从所罗门公司受到的种种伤害。早些时候，巴菲特参加了在白宫举行的一场宴会，席间，巴菲特和老朋友基奥碰面了，后者当时是可口可乐公司的总

裁兼首席运营官。基奥让巴菲特放弃百事可乐，并向其推销可口可乐公司新近推出的樱桃可乐。巴菲特尝了一下，感觉不错，从此就喜欢上了可口可乐。巴菲特的这种做法令他的家人和朋友目瞪口呆，他们都知道一直以来巴菲特都是百事可乐的忠实粉丝，而现在他却发生了如此巨大的改变。不过，基奥要说服巴菲特把投资重点从百事可乐转移到可口可乐却并不容易。巴菲特曾经认为可口可乐公司的股票太贵了，但是现在可口可乐却陷入了困境，主要竞争对手百事可乐挑起了灌装商之间的矛盾，可口可乐公司的股价降到了每股38美元！更是有人传闻，露华浓老板罗恩·佩雷尔曼将对可口可乐进行收购！所以可口可乐方面一直在回购自己的股票以稳定股价。巴菲特知道这个收购价格并不划算，但可口可乐毕竟是一个大品牌，这样的收购巴菲特之前也做过，就是收购美国运通公司，因此收购可口可乐算是一笔划得来的买卖。

但在巴菲特看来，可口可乐并不是“烟蒂”型公司，而且它的现金正大量地流出，只将少部分的钱用于公司运作。巴菲特提倡的现金流开始发挥作用了，他知道现金能创造多少价值，心中也在盘算着这笔交易。过去几年里，巴菲特始终没有放弃对可口可乐公司的研究，他知道可口可乐公司在过去挣了多少钱，也可以判断出在未来的几年里可口可乐公司将有多大的发展空间。²⁵再考虑到可口可乐公司年复一年的资金流动，巴菲特能给出一个最终的价值。

你很难精确预测一家公司在今后几年的发展，而巴菲特在他的预测中使用了安全边际理论。在推算的整个过程中，他既没有使用复杂的模型和公式，也没有用电脑或者电子表格来计算，他的判断只是建立在一些简单的推理基础上。如果最终结果不能使他感觉像发现远古一样兴奋的话，那么在他看来就没有投资的必要。

最后的结果，让巴菲特不得不把可口可乐这个品牌和自己的伯克希尔进行比较。巴菲特依然沿用了“林中鸟”的故事，在他看来，可口可乐公司是林子里的鸟，随时都可能飞走，而伯克希尔的现金则是巴菲特手里的那只鸟。如果把钱投资在政府债券上，肯定不会有风险，但是投资于可口可乐公司能让巴菲特在相同的时间内赚上一笔。经过一番比较，巴菲特觉得在某种程度上，可口可乐是个完美的抉择，他甚至想不出哪笔投资能比投资可口可乐公司有更丰厚的回报，这就是巴菲特注资可口可乐的开始。

在1988年的伯克希尔-哈撒韦股东大会上，可口可乐公司的产品首

次亮相。当公司股东们开始学着巴菲特的样子暴饮可乐时，他们并不知道通过伯克希尔也都拥有了可口可乐公司的股份。当年的股东大会在乔斯林艺术博物馆举行，有近1 000人参加。同样是在这一年，伯克希尔-哈撒韦在纽约股票交易所挂牌上市，并成为美国规模最大的企业集团之一。由于当年参加股东大会的人数过多，有些股东根本找不到停车位，会议不得不推迟进行。这种场面让巴菲特灵机一动，他租用了两辆校车并说服几百位股东在会议结束之后跟随他去内布拉斯加州家具城。一方面他要把自己仰慕已久的B夫人介绍给大家认识，在过去5年的时间里，巴菲特一直提到这个名字，但人们始终没有见过B夫人。来到家具城后，股东们被B夫人在地毯部驾驶的像微型坦克一样的电动车深深吸引，也被B夫人的定价震撼了，这些地毯的售价是57 000美元。²⁶

截至1988年年底，巴菲特已经斥资6亿美元购买了可口可乐公司超过1 400万的股份，但公司的股东们并不知情。²⁷因为巴菲特的每个举动都会对股市产生不小的影响，因此，巴菲特得到证券交易委员会一项特别恩准——他可以一年内不披露自己的某项交易。这样，巴菲特手中的可口可乐公司股份达到了一个空前的额度，而且可口可乐公司也回购了很多。在竞争过程中，巴菲特和可口可乐公司并不是哄抬股价，而是正如沃尔特·施洛斯所描述的那样：“可口可乐公司购买一半，而巴菲特购买剩下的那一部分。”²⁸很快，伯克希尔对可口可乐公司的股票持有率达到了6%——市值为12亿美元！²⁹终于在1989年3月，巴菲特的把戏被揭穿了，人们纷纷到纽约股票交易所购买可口可乐公司的股票，最终，纽约股票交易所方面不得不给可口可乐公司挂上了当日涨停的牌子。

时任可口可乐公司首席执行官的是美籍古巴人罗伯托·戈伊苏埃塔，他为可口可乐的价值被巴菲特这一著名投资人认可而感到欣喜。戈伊苏埃塔邀请巴菲特进入公司的董事会，巴菲特答应了下来，并且很快就完全融入了可口可乐的一切日常工作中。这期间，他认识了一些可口可乐董事会的朋友，其中就包括艾伦公司的总裁赫伯特·艾伦。艾伦是个说话直率而且个性耿直的人，两人很快就成了好朋友。艾伦邀请巴菲特参加他于7月在太阳谷举行的名人聚会，一个汇集了投资者、各大公司首席执行官、好莱坞明星的名人聚会。

参加太阳谷的聚会意味着巴菲特每年的行程里要再加上一件事，但他知道太阳谷聚会对自己来说非常重要，所以他也愿意参加。他要用不断提升身份的方法来保证作为一个首席执行官俱乐部成员的优势，而且

巴菲特有足够炫耀的资本，他用700万美元买回了一架挑战者喷气飞机，之前的那架“猎鹰”则退出了历史舞台。巴菲特在写给股东的信中也提到了这个问题，他在信里引用了一段奥古斯丁在祈祷时候所说的话：“神啊，救救我吧，请洗刷我的心灵，但能晚一些吗？我不希望是现在！”巴菲特更是表示自己希望成为空中飞人，“就算死，也要死在机舱里”。

在赶往机场的路上，巴菲特去医院探望了苏珊的姐姐多蒂。年老体弱加上长期嗜酒，多蒂的身体状况并不好，而且她刚刚被诊断出患上了格林-巴利综合征。这是一种病因不详的自身免疫疾病，如果突发很可能导致神经系统的瘫痪。当时多蒂正处于昏迷之中，糟糕的身体状况就连她的主治医生都建议放弃药物治疗而采取自然疗法。

担心姐姐的苏珊并没有接受这个建议，多蒂经历了漫长的治疗过程，苏珊则从夏天到秋天一直留在奥马哈照顾她。她在多蒂家旁边买了一套公寓，从那里到多蒂的住所只需要穿过一个大厅。这段时间，苏珊还帮助大儿子豪伊去竞选道格拉斯县的县长。这个岗位主要负责掌管奥马哈及其周边地区，豪伊是以共和党拥护者的身份参加选举的，不过显然共和党人身份在竞选中更为有利，但拥护者的身份倒也没什么妨碍。面对儿子的竞选行为，巴菲特一直以来的观点就是不对其进行经济支持，他认为富家子弟不一定要有大量的财产。所以豪伊的竞选经费只能自己掏腰包，而在母亲苏珊的帮助下，豪伊的竞选难度降低了很多，每次出现在公众面前，苏珊都尽可能地展现自己迷人的一面，帮助儿子争取更多的选票。³⁰最终豪伊如愿以偿当选，巴菲特也显得非常高兴。对于儿子经营的农场事业，巴菲特从来都没有与之产生过共鸣，但是豪伊的这次参政却让巴菲特对其另眼相看。他看到儿子正在一点点变得成熟，也知道了儿子心中的抱负，所以他开始劝说儿子竞选众议院议员，这也是巴菲特的父亲老霍华德曾经达到的政坛高度。

那段时间，除了小儿子彼得住在旧金山外，大儿子豪伊和女儿苏茜都在巴菲特的身边，和彼得相比，豪伊和苏茜更希望得到父亲的关心和爱。苏茜回到奥马哈是因为第二个孩子迈克尔的出生，在没有与丈夫艾伦商量的前提下，苏茜告诉巴菲特，艾伦希望能管理巴菲特基金会的事务。之前基金会在其主管，也是巴菲特家族好友雪莉·史密斯的领导下，经历了一场战略性的方向调整，基金会急需有人出面统筹管理。而在巴菲特眼中，这是一个绝佳的机会，既能把女儿留在身边，也能让苏茜离

自己更近一些。

让女儿留在身边和让苏珊留在身边，显然对于巴菲特来说是不一样的。和母亲一样，苏茜非常会照顾人，不过她的态度和苏珊相比还是有些强硬。但是现在，至少有两位女性同时在照顾巴菲特了，这一点让他很满意。在他看来，被更多的女人照顾永远都是顺理成章的。“我认为女人懂男人比男人懂女人要多些。要我戒掉被女性照顾的习惯？下辈子吧！”巴菲特总是希望被照顾，否则他的生活将会混乱得一塌糊涂，那样他将无法工作，也不能解决任何问题。对他来说，在身边照顾他的人能够各司其职才是他最大的乐趣，就这样，苏茜和阿斯特丽德开始在巴菲特生命中扮演着不同的角色。

如何取悦身边的女性朋友？巴菲特想出了一个非常不错的方案，那就是利用波仙珠宝店（Borsheim's）。波仙珠宝店位于奥马哈市，是一家专营中高档珠宝的折扣店，它的老板是路易斯·弗里德曼，也就是B夫人的姐夫。巴菲特深知女人对珠宝的热衷远远超过服装，无论衣服能展现出什么样的价值。在众人中，最具有这种购物癖好的就是苏珊了，巴菲特曾送给她一套精美的珠宝收藏品，被苏珊细心地珍藏了起来。苏茜、凯瑟琳·格雷厄姆以及巴菲特的姐姐和妹妹也都很喜欢珠宝，唯一对珠宝没有感觉的就是阿斯特丽德了，她对一切价格昂贵的东西都敬而远之，不过似乎只有在巴菲特送珠宝给她时，她才不会拒绝。

所以从1989年开始，巴菲特不会再为给身边的女性朋友购买礼物而头疼了，他制定了一个方案，礼物包括耳环、珍珠、手表三件，每个人每年都会得到不同主题的礼物，但他自己却没有收到任何礼物，这与带给他无限风光的可口可乐巨头的身份不太相符。更糟的是，巴菲特再次遭受了冲击，《说谎者的扑克牌》^[1]的书成了他的噩梦，这本书的作者就是所罗门公司的经纪人迈克尔·刘易斯。这本书不但描写了所罗门公司的企业文化——傲慢、富有创新精神，而且精力充沛，还详细描写了1986到1987年间公司的衰落史。此书一经问世，就登上了销售榜的头名位置。该书对所罗门公司内部的一些古怪行为的描述给读者带来了极大震撼，使所罗门公司被视为一个聚集着华尔街最好斗、最粗俗之人的类似于动物园的地方，这使所罗门公司的声誉从此很难恢复。³¹而20世纪80年代末期盛行的公司兼并热潮也渐渐冷却下来，巴菲特熟悉的交易领域变得冷冷清清，几乎没有公司可以让他投资或者收购，不得已，巴菲特降低了选择标准，于是霍克希尔德-科恩这样的百货公司才进入了

巴菲特的视线。

事实上，巴菲特的投资之路并没有因此被阻断，不乏首席执行官出于对公司命运和自己的未来感到担心，而给巴菲特开出了非常诱人的条件吸引他们加盟。巴菲特为伯克希尔-哈撒韦买了3只最合算的“可转换优先股”股票，条件和所罗门公司开出的类似，巴菲特将获得平均9%的利息，他也可以撤回资金，或在公司经营良好的情况下将优先股转化为普通股，但巴菲特注资或关注的这些公司的情况相差很大。冠军公司，一家经营业绩很差的纸业公司，也被兼并者盯上了。吉列公司，和巴菲特名下的喜诗糖果公司一样，对它的品牌有很强的保护，令公司在竞争中不致受到伤害，曾经一度使投机者对其望而却步。³²而总部位于美国匹兹堡空军基地的美国航空公司，在不受政府管制的新行业，还是一个竞争力很弱的地方上的竞争者，同样被卷入收购中。

就像所罗门优先股一样，这些特殊的交易条款让巴菲特成了批评家眼中各大公司首席执行官们的保护神。不容争辩的是，伯克希尔-哈撒韦的股东们得到了最大限度的利益回报，同时巴菲特又能保证他们远离风险，所以现在的巴菲特看上去更像是一个交易所的内部人员，想依靠特殊交易获得成功。

在这个充满收购交易和企业掠夺者的年代，这种贪婪是微不足道的。巴菲特本可以轻而易举地变成一个收购霸主，但是他并没有这样做，他保持了对人的一贯友善，并牢牢地坚守着自己对于收购的理解。他敬爱的导师本杰明·格雷厄姆一向认为，一个人在股市中进行交易，必然会使其成为一个局外者，因为他有时不得不表露对公司管理的不满。在这一点上，巴菲特并没有遵循导师的教诲，他一直都希望能让所有人满意，一直在试图弥合与周围人的各种鸿沟，这一切从他在早期投资时期与GEICO公司的洛里默·戴维森成为好友后就开始了。正如某篇有关巴菲特的报道描写的那样：“现在许多华尔街上的投资者都会说巴菲特先生参与的那些特殊交易是一个带有绅士色彩的保护性游戏。”³³

到最后，那些看起来很诱人的交易只不过成了精美但却无用的赌注而已。只有吉列公司笑到了最后，他们为伯克希尔赚回了55亿美元的利润。美国航空公司是输得最惨的。所以巴菲特也得到了一个真理，投资任何有翅膀的东西对他来说都注定会失败，类似的言论他不止一次地表达过。之后美国航空公司中止了红利的发放，就像克利夫兰面粉厂那样，于是美国航空公司的股票出现暴跌。“这个交易是我经历的最痛苦的

一笔！”巴菲特的一位朋友暴怒地说，“你们这群人到底在做什么？你们亵渎了自己所拟定的原则！”³⁴对此，巴菲特稍后表示了赞同。“债务被清偿后，该公司立即陷入了赤字，此后一直没有摆脱掉。我知道一个以800开头的电话号码，就拨了过去，说：‘我是美国航空公司的粉丝，我叫沃伦·巴菲特。’”³⁵查理·芒格直截了当地评价说：“沃伦在那件事上没有请教过我。”

虽然所罗门兄弟公司是巴菲特这些交易中的一个典范，但情况也不妙。股市崩盘后，佩雷尔曼停止了对吉列的收购进攻，几乎是仓皇而逃，此后，并购业务恢复元气的速度非常慢，有才华的银行家也另谋高就了。古特弗罗因德通过新一轮裁员，再次完成了公司重组。但那些执行董事们再也不怕他了。一位副总裁说：“人们一直威胁约翰，他却要买进。”起初，公司有3个副总裁，后来多达7个。一时间，“如果你是副总裁，就呕吐去吧”成了办公室里的笑话。

如今的所罗门已经从之前几个不同派系的分支发展成了几股不同的势力，或者说发展为一系列的巨头，他们各司其职：公司债券巨头、政府债券巨头、抵押债券巨头和股票巨头。³⁶

但在这些巨头中间，有一个人的名字是永远凌驾于他们之上的，这个人就是约翰·梅里韦瑟，一个害羞的、不爱出风头的人。面对来自诸如哈佛、麻省理工等名校的薪水诱惑，梅里韦瑟没有动心，因为他在华尔街有着更大的野心。在这里，他成了众多套利交易者中的一分子，他们通过电脑寻求保护，建造用于描述债券走势的数学模型，他们相互鼓舞，从各自的勇气中得到安慰。就像《每日赛讯》经济版的主管分析的那样，这些聪明人正在对债券行业发动一场革命，他们用电脑做出内部报告，帮助他们为所罗门创造更多利润。而正是梅里韦瑟，为人们制造了一个小小的泡沫，并让他们感受着自己从中获得的自尊与傲慢。他可以极大程度地原谅一个人的错误，但是对那些他认为愚蠢至极的人却又极其冷漠无情。这些套利交易人员就是他精心挑选出来的精英。他跟他的团队有着极其复杂的人际关系，他几乎所有的时间都跟他们在一起。梅里韦瑟有三大爱好：工作、赌博和高尔夫。在很多个工作结束的晚上，这些年轻人坐在一起，玩“说谎者的扑克牌”，他们似乎太久没有玩这个游戏了。³⁷不过最后，那个看起来像男孩子一样的、脸有点黑的梅里韦瑟通常都会获胜。

尽管作为董事会的成员，巴菲特在所罗门公司的影响有限，但是他

非常了解套利交易。只是董事会对所罗门公司交易细节的了解也仅限于此。巴菲特不懂电脑，但是在新环境下，电脑已经成为华尔街的重要工具。他知道作为一个公司的董事是绝对需要电脑的，但他还是明确地指出使用电脑会增加风险。有一次他拜访了在所罗门公司从事外汇期权工作的马克·贝恩，他的父亲正是曾和巴菲特搭档的杰克·贝恩。

马克很聪明而且年轻，他家里就有一台电脑，这样他就能随时随地发展他的业务。他有一个专用系统，所以一旦日元浮动超过了某一限度的时候，那个系统就会发出类似警报的声音，这样即便是在午夜他也不会放过任何一个消息。

我对马克说：“现在让我坦率地说吧，你把你的电脑放在这里，凌晨3点时，在你忙完你那堆事——谁知道是什么，我们也不问——凌晨两点上床睡觉后，那个警报响了。你马上就得起床，跑到电脑前，去看日元兑美元汇率诸如此类的东西。”

告诉我，当你专注于用电脑工作的时候，这个电脑会对交易的规模有什么条件限制吗？当你做出错误判断的时候，它会提出异议吗？

接着他说：“哦，那倒不会，我会把我想要的敲出来的——无论什么。”

“所以，”我说，“嗯，如果你有点儿喝多的时候，或者你无意中多打了3个0，你的公司是不是就会牵扯上官司？难道你必须得用电脑来进行交易吗？”

然后他说：“嗯，是如你所说的。所以这个小东西已经成了我的噩梦，凌晨3点的时候，也许我正和一个女人同床共枕，我迷迷糊糊地过来仔细检查电脑有没有出现状况，然后再回去继续睡觉。等第二天早上醒来的时候，你会忽然发现，昨天你输入电脑的货币单位不是万亿，而可能是千万亿！”

在巴菲特看来，一个容易出错的人和一台不会判断的电脑将组成一个完全无监控的、无人看管的环境，很显然那就意味着，会发生无法挽救的失控。但是作为董事会的成员，他没有改变这种现状的权力，他所能做的就只有试图说服每个人。现在他和芒格常常为了所罗门公司的管理问题争吵，但始终没有得到令人满意的答案。芒格开始接管审计委员会，在此之前该委员会并未充分履行职责进行严格监督。芒格带领审计委员会对公司进行了六七个小时的审查并查看了账目。芒格发现，所罗

门金融衍生业务崛起得非常快，主要在那些交易量不大的市场进行交易。这些交易持续时间不长，一般只有几年。金融衍生品交易中转手的现金量非常小。所罗门公司的账面上利用数理模型评估这些衍生品的价值。³⁸因为这个模型的发明者能获得多少奖金，是由这些模型决定的，所以，这些模型往往显示这些交易的利润非常高。通过这种错误的会计手段，赢利被高估了2 000万美元。³⁹然而，审计委员会的审计对象只是那些已经得到批准的，往往也是已经完成的交易。所以，这种只存在于交易前的监管无法阻止交易过程中高估赢利的行为。

巴菲特和芒格只在一个领域比其他人更精明，那就是投资。人们一向追捧的就是他们的投资能力，但他们的这种能力也容易被忽视。两人的主张仅仅是同员工们达成一个统一的联盟。举一个例子，所罗门旗下的菲普诺与英瑞联合公司形成了一个合资公司（英瑞联合公司位于休斯敦，已经成立了7年）——在西西伯利亚和北极圈的南面共同建造石油基地，这将给俄罗斯的石油生产带来巨大的变革。这个不眠之夜计划给俄罗斯带来了很多实惠，在这个基地中将建造一个娱乐中心、食品中心和服装中心，所有这些都将由美国方面出资。

“英瑞联合公司？”听到这个消息之后芒格说道，“这是一个愚蠢的主意，我们公司里没有英国人和瑞士人，单看这个名字就知道动机不纯了！”

但是不管怎样巴菲特还是在这个项目上投资了1.16亿美元，他认为石油将和俄罗斯的未来息息相关，西方的一些国家也需要石油产品。就像巴菲特说的只要“国家不灭”，“石油计划就不会停止”。如果没有绝对的盈余来支撑，俄罗斯的政治体系就会崩溃。⁴⁰

果然，不眠之夜计划一运行起来，俄罗斯政府就开始调整石油出口税。需缴纳的税金几乎与不眠之夜计划的收益相当。紧接着，石油生产量也不容乐观。但俄罗斯的富豪们却马上蜂拥至美国去享受纸醉金迷的日子。俄罗斯政府是很难捉摸的，并且表现出不合作的态度，结果这个计划自始至终都充满了种种问题。一些人在俄罗斯从石油中获得了大笔的财富，但这其中并不包括所罗门公司。

那段时间，在俄罗斯发生的一切仅仅是一个附带事件。1989年，正在崛起的日本使美国一度担心其快速增长可能掩盖了美国的光辉。所罗门在日本投了一大笔资金，所投的产业刚刚兴起，发展得很好，公司拥

有了几百名员工，已经呈现出迅速成长的势头，同时也开始赢利。时任所罗门公司首席执行官的德里克·莫恩是一个具备管理才能的天才。巴菲特一直都没有购买外国股票，他相信日本的股票会变得令人咋舌的昂贵，他对任何与日本有关的东西都漠不关心。然而，凯瑟琳·格雷厄姆对索尼公司董事长盛田昭夫——这个世界上最富有的亿万富翁之一——显得越来越迷恋。盛田昭夫是世界上最成功的经理人之一。凯瑟琳邀请他和巴菲特一起出席自己的晚宴，但是两个人都没有回复。

之后有一次巴菲特去纽约出差，盛田昭夫为凯瑟琳、巴菲特和梅格林·菲尔德在其位于第五大道的公寓举行了一个小型宴会，在那里可以远眺到纽约博物馆。席间，凯瑟琳再次流露出对盛田昭夫的热情，巴菲特却对她的这种行为感到迷惑。

巴菲特从来不吃日本菜，但是他知道那样看起来会有点儿怪，所以他应邀接受了盛田昭夫的邀请，只是除了菜单他什么也没碰过，这对于巴菲特不是什么难事，他可以连续七八个小时不吃饭。人们看出巴菲特并不想冒犯盛田昭夫，但是对于巴菲特来说，他是不可能把东西拿到面前然后用刀切开假装吃掉的。

在盛田昭夫的公寓里，你可以一边俯瞰纽约中央公园的全貌，一边透过日式厨房的玻璃墙，观看四位厨师精心准备食物的过程，这是房子在设计上的独特之处。

当他们就座等待丰盛的晚餐时，巴菲特却在专注于厨师们。食物会变成什么样子？他思索着。作为主人邀请的贵宾，巴菲特的位置是面对厨房的。筷子放在一个小筷子托上，旁边有个小调味瓶，一小碗大豆酱油。他并不喜欢大豆酱油。第一道菜上来了。每个人都津津有味地吃了起来。巴菲特嘟囔着说了个借口。他示意服务员把依然满满的盘子拿走。第二道菜紧接着又上来了。巴菲特不知道那是什么，但是他觉得一切看起来很恐怖。巴菲特看着跟他有一样饮食习惯的梅格·格林·菲尔德，后者看起来也很为难。盛田昭夫的夫人面带微笑地坐在他旁边，很少说话。巴菲特又找了一个借口，他再一次点头示意服务生把他的盘子拿走。当他那丝毫未动的盘子拿回厨房的时候，他确信厨师们会注意的。

服务生又端上一盘无法辨认的菜肴，看起来像生的。凯瑟琳和盛田昭夫大吃起来。当巴菲特提出第三个借口推脱的时候，盛田昭夫夫人仍然一副笑容可掬的样子。巴菲特由于羞愧而感到了不舒服。厨师们仍然

在专心于他们的作品，巴菲特开始出虚汗了。他的借口已经用完了。厨师们看起来很忙碌，但是他确信他们一定透过玻璃在旁边偷看，观察他到底要干什么。菜一道接一道地上来，而巴菲特的盘子都是一点儿未动地被拿了回去。他觉得自己仿佛听见了从厨房里传来的轻微的嗡嗡声。还有多少菜要上来？他还没有意识到这里有太多的东西要生吃。盛田昭夫的夫人看上去有点儿局促不安，但是他不敢保证，因为她始终面带微笑，少言寡语。每道菜上的时间都似乎那么漫长。他开始数数了，已经超过10道菜了。他试图用他同盛田昭夫关于工作的幽默、谦虚的对话来弥补他在饭桌上的失礼，但是他知道不能让自己有失体面。饭吃到一半的时候，巴菲特不由自主地开始想念汉堡包了。他敢保证厨房里的人正在为他拿回去的盘子气愤不已。到第15道菜快结束的时候，他还是一口菜都没吃。盛田昭夫一直是盛情款待，这让巴菲特更觉得愧疚。他极度渴望逃回凯瑟琳的公寓，那里有爆米花、花生、草莓冰激凌在等着他。

与此同时，数以百计的所罗门员工则在昂贵的日本餐厅用餐，不过对他们来说，能在第五大道与盛田昭夫享用同样丰盛的美食是他们梦寐以求的。虽然奖金支票的数额巨大，他们还是提出了异议。支票数额是否巨大并不是重点，重点是与其他人比较时，自己的支票数额是否更大。不过，巴菲特和芒格对于公司正在出现的问题一无所知。梅里韦瑟的那些套利交易者开始为争取更多的收入而骚动。这些之前在大学任教的教授，辞去29 000美元年薪的工作转投金融行业，此刻也觉得他们同证券投资银行业一样在补贴亏损部门。⁴¹这些交易员们可以为自己争取更多的利益。他们想要回他们为公司赚取的几十亿财产中属于自己的那一部分。⁴²虽然以梅里韦瑟的性格，他并不善于眼神交流，但是他现在已经成为了世界上最有进取心的、最成功的股票天才。古特弗罗因德妥协了，把梅里韦瑟等人创造的财富的15%付给了他们。⁴³这样就意味着后者具有比那些分取他们利益的交易员拿走更多钱的潜力了——这是古特弗罗因德和所罗门高层汤姆·斯特劳斯之间秘密达成的一个协定，董事会不知道，所罗门的其他员工也不知道。

1991年，巴菲特和芒格在所罗门公司经历了一系列的失望和挫折。事实表明他们所得到的消息并不都是最新的。员工们要求加薪的呼声一直不绝于耳。他们对公司在股市中所进行的交易的很多方面都不赞同。公司股票的价格8年来又回到了原点。公司收入一直少于1.67亿美元，因为有相当数量的资金用于给员工发工资。

巴菲特一直让芒格扮演反面角色，现在他自己也觉醒了，他向执行委员会建议，让他们削减奖金。但最终的奖金总数计算出来，已经达到700万美元，比以往任何时候都高。在梅里韦瑟为他的交易员们设立的新规则下，其副手拉里·希里布兰德的工资从300万美元涨到2 300万美元。⁴⁴当希里布兰德加薪的消息被媒体披露时，他的一些同事因为嫉妒而失去了理智，觉得自己被骗了，他们为公司所赚取的几百万美元被忽略了。

巴菲特对这些交易员的奖金本身并不存疑问。“我愿意奖赏人才，”他说，“但是，就像查理所说的，那不能作为特权。”这种安排就像对冲基金的费用结构，和他之前采取的合伙形式有些类似。⁴⁵这对公司其他业务的开展带来了无形的压力。而他并没有透露他反对的事，他讨厌的东西甚至包括一个人不剪头发而影响自己的外表这种小事。对此，古特弗罗因德表现出了比其他管理者更好的分寸感，决定采取减薪35%的政策，因为这正好与下降的收益相符。⁴⁶这让古特弗罗因德与巴菲特就奖金发放一事更容易达成共识。但是巴菲特的宽容气度被员工们的贪婪磨掉了，他不得不克服自己的惰性，反对提高交易员的奖金。当巴菲特在所罗门公司里说“不”的时候，人们义愤填膺。一个爱钱的亿万富翁却在骂他们贪婪！

巴菲特称所罗门就是一个赌场。⁴⁷这个娱乐场为了招揽顾客而赔本做买卖。那些交易员，尤其是梅里韦瑟的朋友们就是赌场的客人：他们在进行没有利益冲突的纯冒险行为，但那才是巴菲特喜欢的部分。新近设计的薪酬系统是为了阻止交易员流失。⁴⁸但是用两个不同的薪酬系统来运作公司是不可行的，即使这真是一个赌场，古特弗罗因德也会把所罗门搞得分崩离析。

现在梅里韦瑟和希里布兰德要求古特弗罗因德承诺与巴菲特协商，并买回他之前购进的可转换优先股。那笔交易代价太昂贵，它一直让所罗门损失太多。他们再也不会生活在被收购的阴影之下了。为什么要为巴菲特的保护而付出代价？古特弗罗因德说他们要和巴菲特谈谈，试图说服他没有那些优先股股票他可能会过得更好。当他们会面时，巴菲特说他会接纳这个提议。但是巴菲特作为投资者可以让古特弗罗因德更有安全感，所以他临阵退缩了。⁴⁹

因此，巴菲特还是坚持他原来的决定。在约翰·古特弗罗因德身上，巴菲特投入了伯克希尔-哈撒韦7亿美元的资金和自己的名声，所以在

1991年要他退出协定？一切已经太晚了！

[1] 《说谎者的扑克牌》中文版已由中信出版社于2009年10月出版。——编者注

吮拇指及其严重后果

纽约，1991

1991年8月8日星期四下午，巴菲特从塔霍湖驱车来到内华达的里诺，打算同阿斯特丽德和布鲁姆金兄弟一起度过他们一年才共度一次的周末。他盼望这次旅行已经很久了，一想起来心情就无比轻松愉快。当天早晨，约翰·古特弗罗因德的办公室给巴菲特打来电话，询问他在晚上9点到午夜的这段时间会在哪里，有没有时间和他们谈谈。

考虑到这件事有点儿不寻常，巴菲特回答说他要去看一个演出。之后他们告诉巴菲特，希望他在晚上7点半的时候能主动联系所罗门公司的律师事务所——沃切尔-利普顿-罗森-卡茨律师事务所。他略作思考，以为他们打算出售公司。这似乎是一个好消息。股票出手价在37美元左右，接近38美元。这个价位意味着他看重的那只股票可以脱手了，并且从此以后可以与所罗门脱离关系了。古特弗罗因德向来事事咨询巴菲特的意见，也许此刻他正需要一些谈判方面的帮助。

巴菲特和他的同伴在里诺打发掉了一个下午。其间他回忆起一件往事：1980年，有人建议他收藏雷诺的老爷车——来自美国国家汽车博物馆的老式汽车。这些汽车共有1 400辆，其中包括一辆1932年的劳斯莱斯、一辆1922年的梅赛德斯跑车、一辆1932年的布加迪跑车、一辆1955年的法拉利和一辆1913年的皮尔斯银箭。所有汽车要价不到100万美元。他心动了一下，但是最终还是放弃了。几年之后，收藏的部分汽车——大约几百辆陆续被拍卖，总额高达6 900万美元。最近，其中的一辆皇家布加迪被一个休斯敦的房地产开发商以650万美元收入囊中。

7点半之前，他们返回了塔霍湖。“我们回到旅馆后，其他人去了牛排餐厅。我告诉他们‘等我一会儿’，然后我在外面找了一个公用电话拨了他们给我的号码。”巴菲特期望能连线到古特弗罗因德，但是古特弗罗因德这会儿正在从伦敦飞回纽约的飞机上。他到伦敦是为了英国电信公司的一个投资项目。不巧的是，他那班飞机晚点了。巴菲特拿着电话等了很长时间，而电话的那一头正在讨论是否要等到古特弗罗因德抵达后

再详谈。最后，汤姆·斯特劳斯和唐·福伊尔施泰因接过电话，告诉巴菲特是怎么回事，或者说是给了巴菲特一个说法。

49岁的汤姆·斯特劳斯是古特弗罗因德的左右手。早在5年前，也就是1987年股市不景气期间，他被任命为所罗门公司的总裁。¹在管理公司国际业务的同时，他还要负责理顺公司的证券部，而后者无疑是一块烫手的山芋。但正如后来报道揭示的那样，在所罗门内部，管理完全是混乱的。各部门负责人直接向古特弗罗因德汇报，而且其汇报范围与他们向其他上司汇报的范围毫无二致。在所罗门，谁能创造收益，谁就有发言权。严格地说，斯特劳斯是所罗门的总裁，但是因为他的职位太高，他看起来就像是高悬在交易厅上空的一个氢气球，各部门负责人不动声色地把他排除在外了。

唐·福伊尔施泰因是所罗门法律部经理。他曾经是美国证券交易委员会的一名重要成员，并被公认为是一个深谙此道的律师。²他是古特弗罗因德的盟友，被称为“黑暗王子”，³因为他总是在幕后做一些不光彩的工作。所罗门的经理人做起事来向来毫无忌憚，而且总是与福伊尔施泰因的手下，包括交易部助理律师扎卡里·斯诺一起行事。这种体制使法律部看起来很强大，但又很软弱——很大程度上，他们需要负责所罗门内部的几乎所有事务：从处理内部的小摩擦到对外部事件做出回应。所罗门这套习惯已经根深蒂固，就连福伊尔施泰因本人都是一个交易员：他还负责管理一个由几个董事联合创办的酒类企业。他的传真机不断地向这些董事发送文件，告诉他们酒类产业如何利润丰厚，以及红酒大多数是被买者收藏而不是被喝掉等信息。⁴

然而这个晚上，没有人喝酒庆祝。福伊尔施泰因知道巴菲特和古特弗罗因德是好朋友。古特弗罗因德本应该亲自接电话说明情况，但此时这不得不由福伊尔施泰因代劳，他为此感到很尴尬。他和斯特劳斯用了大量的事实告诉巴菲特，所罗门出了什么问题。沃切爾-利普頓事務所的一項調查表明，保羅·莫澤爾——所羅門公司國債部門負責人，在1990~1991年間多次違反美國財政部的競拍規則，暗箱操作。莫澤爾和他的同謀，即他的副手，已經被停職，並且公司正逐級上報此事。

保羅·莫澤爾到底是什麼人？巴菲特想。

36歲的保羅·莫澤爾因為在芝加哥銷售證券的優秀業績被紐約方面看中並提拔上來。他對工作的專注比得上激光燈。每天太陽還沒升起，他

就已经开始了一天的工作。他会在卧室一边浏览交易屏幕一边与伦敦方面通电话，然后从他位于炮台公园地区的小公寓飙车绕过几个街区，来到世界贸易中心的7层。那里有所罗门新的豪华交易大厅。他会同时盯着几个大屏幕，监督20个操盘手交易，直到太阳落山。这些操盘手大多比瘦而结实的他高很多。莫泽尔很聪明，而且极富闯劲，但同时他给人的印象又是若有所失、缺乏安全感——他是个有些古怪的人。尽管他在长岛长大，但是同圆滑的纽约人比起来，他更像是来自中西部地区的一个涉世不深的人。他曾经在梅里韦瑟手下担任交易员，后来在证券发行部主管克雷格·科茨辞职后接手了主管这一职位。现在他仍然效力于梅里韦瑟，却处于昔日同事圈的外围。另外，鉴于巴菲特和董事会要求增加收益的强大压力，古特弗罗因德把外汇交易部也交给了莫泽尔打理。⁵莫泽尔在短短的几个月内就将这个黑洞填满，并使它开始赢利。这让古特弗罗因德对其大为赞赏。

莫泽尔既粗鲁又高高在上。他觉得跟自己比起来，别人都是傻瓜。可是他周围的同事大都很喜欢他，因为他不像所罗门臭名远扬的抵押部门经理人那样往雇员身上扔食物，或者命令他们一次买回12个比萨。有时候他甚至会和员工们亲切交谈。

由于工作卖力，莫泽尔那年拿到了475万美元的报酬。这是一笔大数目，但他并不满足。他的目标是世界首富，这点儿财富显然不能满足他。当他得知自己的前任拉里·希里布兰德从一项秘密交易中获得了2300万美元的回扣时，他忽然开窍了。过去他比别的交易员挣得多⁶，现在他更要远远超过他们。⁷他要求对自己管辖的部门免予审计，言外之意就是说在账目方面他永远不会疏忽。⁸

在所罗门内部，莫泽尔是少数几个有机会经常同达官贵人们商谈经济问题的负责人，他几乎每天都要同美联储通电话，并且定期与财政部官员在麦迪逊酒店聚餐。作为美国“主要交易商”所罗门的代表，他为政府提供各种市场方面的信息和建议，同时，无论政府何时决定出售国债，他永远站在第一线充当最大买家，其忠实度堪比坐在教皇右手边的红衣主教团的成员。

只有主要交易商才有资格直接从政府那里购买国债，别人只能通过他们才能竞标。他们扮演着中间人的角色。如此一来，这些大型交易商垄断了国债销售市场，并占据了大多数市场。他们了解政府和客户的需求，从供求的差价中牟利。但是，要想走到这一步，需要获得政府相当

的信任。而政府方面则希望这些交易商能像教徒做弥撒那样虔诚——既要喝圣餐酒，又不能喝醉，让教主难堪。

拍卖会临近的时候，主要交易商会通过电话统计客户的购买量。莫泽尔会根据市场的需求量对外提出竞标额度。在拍卖会当天下午1点钟之前的几秒钟，交易商会打电话通知那些站在美联储大楼电话亭里的交易员，后者快速记下指令，然后直奔位于美联储的被人围得水泄不通的竞标箱。1点整的时候，工作人员将封住箱口，这标志着竞拍结束。几十年来，政府一直沿用这套古老的竞标程序。

竞价市场的紧张与生俱来，它是财政部与交易商在价格、数量方面反复博弈的结果。财政部希望以尽可能高的价格拍卖尽可能少的国债，而交易商则会尽可能控制交易价格和交易数量，在最大限度扩大自己市场份额的同时保持转手利润。交易商在出价时会精确到千分之一美元——这听起来似乎微不足道，但是吃掉足够多的千分之一就会发大财。如果是1亿美元，千分之一就是10万美元；如果是10亿美元，那就是100万美元。同时，由于国债没有抵押债券或公司债券那样大的利润空间，所以，为了有利可图，必须进行大宗交易。

要把这桩大买卖做成，政府就必须和主要交易商合作，因为他们更了解市场，并且能发行自己的证券。而截至那时，所罗门是最大的交易商。20世纪80年代早期，财政部允许独立的大公司最多购买每次发行量一半的国债。这就为所罗门公司独霸拍卖会提供了方便。所罗门将买下的国债囤积起来，并借此“压榨”那些手头国债“短缺”的公司——他们之前预计国债价格会下降，因此卖出了手头的债券，从而导致自身所需的债券数额不足。这样一来，国债价格就会迅速提升，短期出售者后悔不迭，而交易大厅里却呼声一片——所罗门从中获得了巨大的利润。在华尔街，它就像一位挥舞着权杖的国王。通过囤积居奇，本来利润微薄的国债变得利润丰厚起来，原先坐冷板凳的国债交易员精神也为之一振。

为了平息怨言，财政部降低了上限，规定单个交易商最多只能购买35%的国债，这就增加了囤积居奇的难度。尽管小型的价格操纵时有发生，但所罗门再也难以独霸市场。所罗门自然不欢迎新政策的实施。在竞购数额超过计划销售额度时，财政部会按竞标者每人申请的比例销售，这意味着想要买到35%的国债，竞标人的竞标额要超过35%——这个规定实在诡异至极。

政策的严格执行增加了所罗门国债部门的创收难度。然而，上有政策，下有对策。1990年，莫泽尔先后两次考验了财政部的耐心。他的竞标数额超过了拟发行国债的100%。竞拍负责人迈克尔·巴沙姆警告他不要再犯这样的错误。莫泽尔为此盛情邀请副财长鲍勃·格劳贝尔共进早餐，并美其名曰“赔罪”。他找了一堆借口，但没有一句是承认自己过错的。他声称他所做的超标竞拍对政府有利，因为它增加了国债的需求量。⁹巴沙姆并没有因此息怒，相反他制定了更严格的规定——要求任何公司的竞标数额绝对不能超过发行数额的35%。根据这项规定，所罗门连35%的国债都买不上了。

这时，福伊尔施泰因因为巴菲特念了所罗门打算在第二天早上将要发布的一篇新闻稿。相关内容也会通知当晚所有参加董事会会议的成员。它记录了莫泽尔挑衅巴沙姆的全过程：他在1990年12月和1991年2月的两次竞拍中，继续超过规定底线竞标。

福伊尔施泰因给了巴菲特一份影印稿，并且告诉巴菲特，他已经同在明尼苏达州度假的芒格详细谈过了。¹⁰芒格提到了所谓的“吮拇指”，并补充道“人类惯于那样”。¹¹巴菲特知道，在芒格的字典中，“吮拇指”表示浪费时间，但是他没有特别在意。福伊尔施泰因没有提及他和芒格谈话的其他内容，而巴菲特也并不在乎到底谁在“吮拇指”。七八分钟后，他挂断了电话，这时他意识到事情好像有些不对，不过他并不认为有必要立刻跟芒格谈谈。他决定过完周末再去找芒格。此刻他要做的是在塔霍湖好好放松。他走向餐厅，和阿斯特丽德、布鲁姆金兄弟一起吃牛排，随后他们去看了琼·里弗斯和尼尔·萨达卡的演出。

在巴菲特看演出的时候，古特弗罗因德的飞机终于着陆了。当天晚些时候，古特弗罗因德、斯特劳斯、福伊尔施泰因与美国证券交易委员会的高级官员理查德·布里登、比尔·麦克卢卡斯进行了会谈。此外，他们三人还给纽约储备银行行长——身高6英尺4英寸（约1.93米）、健壮的杰拉德·科里根打了电话。

古特弗罗因德和斯特劳斯分别用证据向布里登、麦克卢科里以及科里根作了汇报，其内容比所罗门董事们所知的更为详尽。莫泽尔的问题远非超标竞拍。在1991年2月财政部的竞拍上，为了达到35%的数量，他假借客户的名义购买国债，然后将这笔国债隐藏在所罗门的账目中。事实上，他在这次竞购中并不只有一个伪造行为。至于为什么所罗门没有及早上报，他们的解释是监管疏忽。不过，美国证券交易委员会和财

政部还在对莫泽尔事件进行调查，因为莫泽尔在5月份的两年期国债市场上掀起了更大的波澜。莫泽尔的行为处于监管人员的严查之下，所罗门公司同样未能幸免。监管疏忽显然不能说明问题。监管人员怀疑所罗门内部存在着系统性问题。

不管实情怎样，这些坦白令财政部和美联储的官员异常尴尬。所罗门居然没有开除莫泽尔，并且尚未制定任何补救措施，科里根对此感到非常震惊。他希望公司在一两天内做出决定，这样他还能“力保判处缓刑，并且让事情到此为止”。他后来回忆说，他曾经告诫古特弗罗因德和斯特劳斯“保持耐心和冷静”，并且有义务立刻向公众公布这些信息。以他的经验，他觉得这件事很可能会演变成为“非常严重的问题”。¹²然而在他看来，古特弗罗因德和斯特劳斯好像根本没有意识到事情的严重性。否则古特弗罗因德为什么那个时候还飞赴伦敦，没有想到要与巴菲特、芒格联系，公司其他董事也都分散在各地。

第二天是8月9日，星期五，巴菲特、阿斯特丽德、布鲁姆金兄弟一道在当年的西部淘金镇——弗吉尼亚城广阔的街道上散步。巴菲特给他的办公室打了个电话，被告知没有紧急情况，所罗门公司也没有打电话找他。所罗门在新闻稿中尽量轻描淡写，但是新闻稿发布之后，股票还是下跌了5%，跌至34.75美元。

星期六，巴菲特在明尼苏达星岛的小木屋里与芒格通了电话。芒格向他揭示了更详细的、令人警觉的内幕。福伊尔施泰因从众多材料中选取了一些案例，指出“部分问题在去年4月份就暴露了”。当同样的话说给包括巴菲特在内的其他董事听时，他们并没有觉察到其中的特别之处，因此没有显露出特别的情绪。¹³但芒格却从那些陈词滥调和消极的语调中听出了一些东西，“应当知道”是什么意思？到底应当知道什么？谁应当知道？芒格大为光火。¹⁴福伊尔施泰因因此被迫将更完整的细节告诉芒格，具体内容与科里根知道的版本相差无几。¹⁵

正如福伊尔施泰因提到的那样，莫泽尔4月份就收到了财政部关于调查其竞拍案的信函。¹⁶由于意识到游戏升级超出了他的掌控范围，他在4月25日向老板梅里韦瑟坦白了整个过程：在2月份的竞标中，为了保持35%的底限，他不仅以所罗门的名义进行了投标，还以其他客户的名义投了标。¹⁷莫泽尔向梅里韦瑟发誓说这是唯一一次，并保证不会再犯。

梅里韦瑟很快意识到，事情肯定到了无法收场的地步，要不然莫泽尔不会忽然来坦白。于是他随即把情况汇报给福伊尔施泰因和斯特劳斯。4月29日，他们三人一道向古特弗罗因德转述了莫泽尔的交代。根据他们后来的回忆，古特弗罗因德听完满脸怒气地离开了现场。

也就是说，截至4月份，古特弗罗因德、斯特劳斯、梅里韦瑟、福伊尔施泰因以及公司的法律顾问都知道了莫泽尔的所作所为。

当时福伊尔施泰因已经提醒过古特弗罗因德，莫泽尔的行为可能已经构成犯罪。他认为公司这样做可能涉嫌违法，同时他确信，如果公司不采取任何行动，无异于和政府硬拼，因此，必须上报给美联储。古特弗罗因德表示会严肃处理这件事。但奇怪的是，他并没有拿出任何确切的方案——他没有造访美联储富丽堂皇的意式府邸，告知科里根事情的来龙去脉。更要命的是，得出冒名竞标是“唯一一次越轨行为”的结论后，他们居然将莫泽尔继续留在管理层。听完这些，芒格说：“这就是在‘吮拇指’，人类一直惯于这么做。”他后来解释说：“所谓的‘吮拇指’，是说本来必须采取行动的时候，你却只是干坐在那儿苦思冥想，这就是浪费时间。”¹⁸

芒格将自己对那篇新闻稿的疑问告诉巴菲特：难道不应该告知公众，管理层早就知道了事情的真相吗？福伊尔施泰因的回答是：“的确应当告诉公众。之所以没有那么做，是担心会影响到公司的资金运转。”所罗门借有数百亿美元的短期商业贷款，并且一天比一天多，如果消息公布出去，贷款方也许会拒绝续借。芒格认为，“资金困难”将引发“财务恐慌”。¹⁹缺乏坚持底气的芒格最终退让了。与此同时，他与巴菲特达成共识，一定要揭露更多的真相。对即将到来的困难，他们已经从心理上作好了准备。

两天之后的8月12日，星期一早晨，《华尔街日报》登出了已经证实的一些细节，标题相当醒目：“所罗门违规操作中期中国债，导致市场混乱；公司一次竞标获得的额度可能达到85%；调查正在进行——老板是否对此一无所知？”这篇报道还指出了此事可能招致的诉讼：“操纵市场”、“违反《证券法》中的反欺诈条款”、“向联邦当局虚假陈述”、“账簿记录违法”等民事指控以及违反《电邮欺诈法》等刑事指控。²⁰

古特弗罗因德给巴菲特打了一个电话，语调相当平静。巴菲特猜测，他大概以为整件事情的后果不过是股票下跌几个百分点罢了。联想

到期刊上暗藏杀机的报道，巴菲特觉得事情不可能这么简单，古特弗罗因德的态度说明他仍然认为此事可以轻松摆平。²¹这与他上个星期的表现颇为一致。在巴菲特施压要求知道更多真相后，他被告知所罗门的财务状况已经遇到了麻烦——这意味着公司的贷款方已经开始躁动不安了。²²

同时，芒格试图和沃切尔-利普顿律师事务所的马蒂·利普顿——古特弗罗因德的好友、所罗门公司的外部法律顾问取得联系。利普顿正在为所罗门的麻烦四处奔走，芒格用福伊尔施泰因的电话拨通的是利普顿交由佳士得-苏富比拍卖的房子里的电话，利普顿的妻子在那里，利普顿不在。²³芒格知道利普顿离不开电话，就像巴菲特离不开他的《华尔街日报》一样。那时候手机还很罕见，连公司的合伙人没有配备。最后，芒格把电话打到利普顿的办公室。事情过后，他向美国证券交易委员会汇报说：“利普顿的办公室拥有我所知道的历史上最好的电话系统，无论是白天还是晚上都能联络到马蒂·利普顿——就算他正忙于谈情说爱，你也能找到他。”²⁴

至于利普顿被芒格找到时心情是否平静，这一点我们不得而知。芒格要求利普顿再发一份新闻稿给他，因为第一份材料不够充分。利普顿同意在周三召开董事电话会议时讨论此事。

毋庸置疑，美联储的科里根对所罗门保持沉默的态度相当不满。8月12日，星期一，他决定让他的执行副主席彼得·斯藤莱特给所罗门起草一份公函，通知他们，由于没有及时披露内幕，所罗门给美联储带来了很大的麻烦，因此，美联储对于能否与所罗门继续保持合作关系深表怀疑。美联储希望所罗门在10天内将他们所知道的内情和盘托出。

结合科里根之前与斯特劳斯、古特弗罗因德的谈话，这份公函无异于最后通牒。如果美联储中断所罗门与政府的商业往来，客户、贷款方将纷纷上门提款。这样做的严重后果会迅速显现出来。

所罗门的资产负债规模在全美众多公司当中排名第二——它比美林证券、美国银行及美国运通公司的规模更大。它的所有贷款当中几乎都有短期借款，而这些短期借款的出借方在几日或者至多数周内就能抽回投资。公司只有价值40亿美元的股票，而贷款却有1 460亿美元。每天，资产负债表内都会有几百亿美元，甚至多达500亿美元的应付账款（交易已经完成但尚未结算）。一有不慎，就会引起地动山摇的后果。

同时，所罗门还有高达数千亿美元的账外衍生债务——包括利率掉期交易、外汇掉期交易以及期货合同——这个巨大而复杂的交易链牵涉到全球各地众多的合作伙伴，并且这些合作伙伴同样还有数不清的其他交易业务，这正是纠缠不清的全球金融网络的一部分。一旦这些资金消失，所罗门的一切资产将被变卖。然而，资金可以一下子撤走，资产却得花上一段时间才能清算完毕。同时，政府缺乏全国性的政策来向这些摇摇欲坠的投资银行提供贷款，因为它们的规模“太大而不能倒闭”。这家公司也许会在一夜之间变成无底深渊。²⁵

科里根坐在椅子上，他相信斯藤莱特的公函会让所罗门的管理层清楚地意识到，枪已经上膛并对准了他们。识相的话，他们必须在第一时间做出回应。

同时，在新闻稿发布和《华尔街日报》做出报道后，所罗门内部谣言四起。星期一下午晚些时候，所罗门在一层大厅召开了全体员工会议。近500人参加会议，同时所罗门在全球各地的员工也都观看了现场直播。古特弗罗因德和斯特劳斯向员工们披露了所罗门平静的外表之下隐藏的巨大危机。之后，证券发行部经理比尔·麦金托什被叫到楼上古特弗罗因德的办公室。当他到达那里的时候，他发现古特弗罗因德、斯特劳斯和利普顿三个人表情严肃地坐在里面。之前，他已经来过一次，意想不到的，他们征询了他对局势的看法。麦金托什认为公司有必要对外做出更多解释，在他看来，员工会议和新闻发布会会给人一种误导。²⁶这一次，他和助理律师扎克·斯诺一起被委派执行一项重要任务——负责撰写新的新闻稿。

第二天一早他们就动笔了。中午时分，麦金托什向刚从公司亚洲分部回来的投资银行部的副董事长德里克·莫恩作了汇报。莫恩得知，他们正在经历“暴风雨之前的平静”。他找到了斯诺，拍了拍他的肩，让他最好向自己坦陈一切。

就算他不开口，斯诺也会主动对他和盘托出。既然莫恩已经提出来，斯诺就更无异议，将幕后经过原原本本地告诉了他：莫泽尔4月份首次坦白了他在2月份竞拍会上的所作所为后，尽管福伊尔施泰因一再强调莫泽尔的行为已经构成犯罪，梅里韦瑟还是力保莫泽尔——这个内幕斯诺也是通过秘密途径才知道的——一个月后，莫泽尔仍然在管理层留任。福伊尔施泰因不断建议古特弗罗因德将此事上报监管当局，古特弗罗因德虽然答应，却一直没有采取任何实质行动。现在梅里韦瑟因为

隐瞒莫泽尔的罪行被起诉，据估计他很可能因此辞职。

在此之后，莫泽尔还申请过一笔资金，希望参加5月底的两年期国债竞拍，他的竞标额又一次超过了规定的销售总额。尽管根据申请，这笔资金的一部分要用来为客户竞标，但所罗门的财务主管约翰·迈克法兰并没有轻易点头。他觉得这是一个危险的信号，并且立即同斯诺、梅里韦瑟召开了一次会议。斯诺还向上司福伊尔施泰因汇报了此事，福伊尔施泰因也认为这是一个无理的要求。最终，他们拒绝拨款给莫泽尔。²⁷

但是，莫泽尔还是设法达成了他的心愿。²⁸他成功地躲开了监督者，非法申请参加了竞标并因此囤积了大批国债。事实上，所罗门公司获得了这批国债中的87%，它和一些客户共同控制了这笔两年期国债的发行并且推动其价格暴涨。²⁹这一轮“操纵”给其他公司带来的损失高达1亿美元，一些小企业因为遭受重创不得不宣布破产。³⁰

在所罗门内部，“操纵”引发了广泛的担忧。同行们也开始在新闻媒体上将所罗门称为“华尔街的海盗”。董事会成员(包括巴菲特在内)在一次会议上对公司操纵两年期国债市场的行为进行严厉指责。福伊尔施泰因要求斯诺对6月份的“操纵”事件开展内部调查。调查发现，竞拍之前，莫泽尔与两位对冲基金客户共进了晚餐，而这两位客户参与了这次的竞标活动。这次聚餐被指责存在勾结和操纵市场的嫌疑，但由于缺少证据，莫泽尔成功地躲过了一劫。³¹为了弥补同财政部和美联储因“操纵”事件而受损的关系，古特弗罗因德作了一系列安排。6月中旬，古特弗罗因德拜见了副财长格劳贝尔。他在沙发上一边大口抽着雪茄，一边对格劳贝尔表示遗憾，提出愿意配合财政部尽量减轻事态的恶化。但同时他仍在为莫泽尔辩护，认为后者没有蓄意操纵5月份的竞拍。而且他还隐瞒了他所了解到的其他情况，包括莫泽尔此前操纵竞拍的劣迹。然而，鉴于5月份以及先前“操纵”行为所引起的严重后果，美国证券交易委员会和司法部反垄断局在没有知会所罗门的情况下启动了对所罗门公司的调查。

与格劳贝尔会谈大约一周后，古特弗罗因德、斯特劳斯和梅里韦瑟开会商量是否要向财政部坦白2月份的竞拍事件。考虑到5月份“操纵”事件引发的风波还未平息，他们认为时机还不成熟，因而决定保持沉默。不久之后，他们就收到了证券交易委员会的来信，要求他们对5月份竞拍案做出更详细的解释。这封信第一次正面提示他们，这次两年期国债违法交易引发的后果不会因为时间的推移而消逝，反而可能会愈演愈

烈。任何收到这封询证函的人都会因为美国证券交易委员会忽然对国债交易部的运作产生兴趣感到紧张。

两天后，古特弗罗因德飞往拉斯韦加斯查看所罗门拥有的几处房产，顺便到奥马哈拜访了巴菲特。由于事先对这次行程并不知情，斯诺没有告知莫恩此事。不过，巴菲特补充了其中的细节。

我到机场接他。约翰在办公室待了差不多一个半小时。有将近一个小时他在打电话，剩下的时间我们聊了聊。他语焉不详，结果到后来我们什么都没谈出来。奥马哈会面毫无意义，但是他的确没什么好说的。

由于不太了解他的来意，巴菲特请古特弗罗因德吃了个便饭，然后一同造访了内布拉斯加家具城附近巴菲特刚刚买下的波仙珠宝店。珠宝店的老板现在是艾克·弗里德曼，B夫人的侄子，他们俩就像是一个模子刻出来的，只不过他的块头更大。

弗里德曼把古特弗罗因德领到被称为“中心岛”的奢侈品区。古特弗罗因德为妻子挑了一件价值6万美元的珠宝。古特弗罗因德后来说，他买下这么贵的商品让巴菲特大为震惊。³²随后，他又注意到刻意摆放在“中心岛”正后方的高档手表，走过去看了看。比起手表来，弗里德曼更乐意多卖几件贵重首饰，他对古特弗罗因德说：“手表容易弄丢或者摔坏，所以没必要花大价钱去买。”他看了一眼古特弗罗因德手腕上做工精致的手表，问他花了多少钱，古特弗罗因德说了一个价。

“1 995美元，”³³弗里德曼又重复了一下，“嗯，你被骗了，约翰。”

你真应该看看当时约翰脸上的表情。

戴着他新买的手表，古特弗罗因德在6月底的时候回到了纽约，并把用深紫色丝带系着盒子的珠宝送给了妻子苏珊。

不久后，也就是7月初，司法部反垄断局正式通知所罗门公司，对前述证交会信函中提到的其两年期国债竞拍事件进行调查。古特弗罗因德终于紧张起来，斯诺说，他聘请马蒂·利普顿所在的沃切尔-利普顿律师事务所——所罗门的外部法律顾问——对5月份“操纵”事件的来龙去

脉进行调查。³⁴所罗门内部员工对“操纵”事件众说纷纭。一些人认为债券市场本来就很容易发生合谋。交易商的任务就是同客户合作，向市场注入大量资金。这就难免会发生“操纵”事件。只不过这次的影响更大罢了。这分明就是财政部想要给所罗门点儿颜色瞧瞧：谁让它这么多年来为所欲为呢？就像《说谎者的扑克牌》一书中所描述的，招摇撞骗者最终将难逃厄运。³⁵

但也有人认为是莫泽尔玩过了头。他一再藐视财政部，这才招来了“杀身之祸”。他们不明白的是，既然他与巴沙姆的不和已经众所周知，莫泽尔为什么还要让事态恶化下去？后来的疑问就更多了。既然莫泽尔（已经被判处缓刑）早就被告知自己的行为“可能触犯了法律”，他为什么还敢如此胆大妄为地嘲弄财政部——他闹出的这档子事登上了各大财经报纸的头条，难道只是想吸引更多的注意吗？³⁶

负责向福伊尔施泰因报告交易情况的斯诺现在受命对5月份“操纵”事件进行内部调查。斯诺6月份曾因膝盖手术请了一段时间病假，他和福伊尔施泰因都没有参加格劳贝尔的会议，因此不知道他们在会上做出的推迟上报莫泽尔罪行的决议。³⁷当他7月份回到工作岗位上的时候，他立刻发现公司出了事，而之前他却一无所知。人们开始忙于各种各样的会议，他对此惴惴不安。一天晚上，他做了个梦。第二天一大早就到福伊尔施泰因的办公室，告诉后者他梦到他们一起给巴菲特打了电话，向他揭露操纵竞拍的事，因为他俩对古特弗罗因德和斯特劳斯的无动于衷都相当不满。

福伊尔施泰因斜着眼睛看了看斯诺，“不，不能这样做。”因为他仍在试图说服古特弗罗因德，而向巴菲特坦白意味着所有的努力都将白费。³⁸斯诺并不打算用这个梦来威胁福伊尔施泰因——如果福伊尔施泰因还不行动，他将越级直接上报巴菲特。可是梦一说出口，他就发现福伊尔施泰因已经误会了。³⁹

开始调查工作后不久，利普顿律师事务所的调查人员就带着5月份“操纵”的初步调查结果回来了。但直到此时，调查人员才了解到，高层管理人员早在4月份就已经掌握了莫泽尔2月份非法竞拍的事实。

回过头来看这件事，所罗门当时的情况已经极其糟糕了。在获悉福伊尔施泰因称之为“实质犯罪”的莫泽尔非法竞拍的情况后，高层管理人员仍然同意了梅里韦瑟的求情，并且没有经过调查就轻信了莫泽尔所说

的“没有前科”，也没有给予莫泽尔任何形式的惩罚。他们留任了莫泽尔——为他5月份再犯提供了机会。而在5月份事件之后，所罗门公司的处境变得更加不妙。既然他们已经知道了莫泽尔先前的问题，为什么拖延至今才向政府说明情况呢？这让人们不得不怀疑所有高管人员都在沆瀣一气。更成问题的是，古特弗罗因德和格劳贝尔虽然在6月份的会谈中谈到5月份的“操纵”事件，但是却对之前的问题只字不提。现在，正如斯诺对莫恩所说的那样，一旦事件升级，所有相关人员都会这样为最初的拖延开脱：当时看来，事件只是一个单独的小事件，并没有给客户和政府带来不良影响和伤害。站在生意人的立场上看，上报没有任何意义。⁴⁰古特弗罗因德说，考虑到生意场上的压力，他没有把事情想得太严重。⁴¹

不幸的是，他错了。调查人员不仅发现莫泽尔乐策划了2月份的非竞价拍案，又查出了另外5宗造假案。⁴²其中两次违规投标是最近发现的。斯诺告诉莫恩，在前一天晚上内外部律师都参加的会议上，公司对员工们也只做出了部分解释。斯诺一再强调要披露高层早就知情的事实，但是被无情地拒绝了。古特弗罗因德说：“我会认真斟酌的，你做好你的本职工作就行了。”⁴³

甚至在从斯诺那里得知整个事情之前，莫恩就已经甚为担忧了。自第一篇新闻稿发布后已经过了7天。在这7天时间里，各种有关所罗门的麻烦事成为媒体津津乐道的话题，一件件竞标造假案被纷纷揭开、公司股价不断下跌，古特弗罗因德和斯特劳斯也终于疲于应付。当斯诺对莫恩讲完莫泽尔的违规行为以及其他人的无动于衷后，莫恩站起来捶了斯诺一拳，确定没有其他隐情后下楼来到交易厅，找到梅里韦瑟——莫泽尔的顶头上司，问道：“约翰，你们到底在搞什么鬼？”

梅里韦瑟耷拉着脑袋回答说：“一切都太迟了。”他拒绝作进一步解释。⁴⁴

不管迟或不迟，斯诺和麦金托什都不得不连夜赶着起草第二份解释事件的新闻稿。那天晚上，斯特劳斯和古特弗罗因德给科里根打了一个电话，作为对早上收到史藤莱特的信件的一个回应。意识到自己是在通过麦克讲话，科里根猜测电话那头有一屋子的律师正在倾听他的谈话内容。通话一开始，他们告知科里根，所罗门已经进行了内部调查；同时他们认为，夸大竞标数额以获取更大数量的债券是这个行业的“行规”。科里根认为这个开场白根本就是在转移话题，它与这次“操纵”事件无

关，与更严重的伪规竞拍案也毫无关系——而且事实上与债券竞价市场也没有关联。他的爱尔兰牛脾气发作了，他通过电话对古特弗罗因德和斯特劳斯吼道：“我知道你们请了一屋子的律师。这是你们最后一次机会，你们到底还有没有什么要坦白的？”他们这才开始汇报其他的违规操作行为。

科里根意识到，继续这么毫无章法地谈下去完全没有必要，于是他说道：“你们应该明白，最好尽早把你们了解的情况告知公众。我不想再听你们狡辩了，赶快让媒体把它们通通抖出来好了。”⁴⁵

当天夜里，律师和高层开始商议新闻稿的内容。古特弗罗因德和斯特劳斯也到场了。麦金托什觉得有必要抓出一些替罪羊来。这个想法很快被否决，但一部分人，包括董事会成员格戴尔·霍罗威茨和华盛顿分公司的负责人史蒂夫·贝尔，都强调应该更完整地说明整件事情。与会者无法与巴菲特取得联系，但是他们通过电话联系到了芒格。芒格认为，第二份新闻稿上肯定得出现知情领导者的名字。古特弗罗因德自然逃不过。另外，虽然大家都知道斯特劳斯不是负责人，并且没有参与任何决策，他只是在场而已，不过他得和他的老板一起上报。福伊尔施泰因一直在试图说服古特弗罗因德上报此事，所以不应该出现他的名字。

众所周知，梅里韦瑟是一个极富才干并且作风严谨的经理人。他一天到晚都和自己的团队泡在一起，几乎从不离开办公桌。他按规定报告了自己了解的所有情况。⁴⁶但是，他为莫泽尔求情保住了其饭碗。“当芒格提到也应该写上梅里韦瑟的名字时，”麦金托什说，“一旁的梅里韦瑟亲眼看着律师写上了自己的名字，说了一句‘噢，天哪，我死定了！’”⁴⁷

第二天，8月14日，星期三，公司召开了一次电话会议，在这次会议中，董事会听取了相关情况（与前一个晚上科里根了解到的内容相同）。两个董事会成员分别从欧洲和阿拉斯加打来电话。巴菲特和芒格也分别从奥马哈和明尼苏达打来电话听取了关于莫泽尔事件的“有序但尚不完整的”陈述。在所罗门内部，一场政变正在上演，高层管理人员纷纷猜测古特弗罗因德和斯特劳斯会不会辞职。⁴⁸交易员们希望梅里韦瑟能当上首席执行官，但是很显然，考虑到他是莫泽尔的顶头上司，估计大多数人都不会接受这个提议。还有一个提议就是让莫恩和梅里韦瑟一同出任首席执行官。不过，在董事会电话会议上，没有人提出重组管理层的建议，他们只是就新闻稿的措辞争论了一番。新闻稿有3页，增加了新近发现的两次违规操作的内容。

新闻稿的草稿承认，早在4月份的时候，高层管理人员就知道了2月份的违法竞拍案，但是迫于经营上的巨大压力，所罗门没有上报监管当局。巴菲特认为这完全是无稽之谈，董事之间争论不休，芒格为此大发脾气。最后新闻稿再次被重写，对没有上报给出的理由是“缺乏足够的注意力”。这个说法让人不由得认为新闻稿中出现的名字正是“欠缺注意力的”人。新闻稿预计当晚就会发布出去。

会议结束的时候，董事会觉得他们已经公示了所有的问题。但事实上，在这次会议上还有很多事情未被提及：一个是由史藤莱特执笔的那份最后通牒，另一个是古特弗罗因德与格劳贝尔在6月份的会谈内容（古特弗罗因德在这次会谈中隐瞒了莫泽尔的早期违法行为）。

当天下午，所罗门再次召开了全体员工大会。负责主持日常业绩报告会的麦金托什主持了本场会议。他像往常一样站在前面，但这次他的任务一点也不让人羡慕——他要向员工宣读新闻稿。古特弗罗因德和斯特劳斯坐在前排，正对着他。麦金托什最后说道：“这就是事情的全部经过。如果客户打进电话想要知道进展，你们尽管说好了。不需要为高层管理人员找任何借口，也不需要替他们道歉，他们已经尽职了。”

之后，销售人员蜂拥至麦金托什的办公室，请教如何向客户解释此事。麦金托什重复道：“不要为高层管理人员找任何借口。我想这件事持续不了多久，一切会过去的，一切已经过去了；我们要团结一心，这样我们才能继续工作。我们应该把重点放在这个上面。”⁴⁹

当晚，国债管理部门工作人员出现在了麦金托什在西村的两层楼房里。这栋房子本来是为计划中的野餐准备的，在里面能俯瞰整个哈得孙河。不幸的是，斯特劳斯碰巧也来了，气氛马上变僵了许多。⁵⁰人们不像以前那样端着酒杯荡来荡去直到10点或11点，那晚8点左右，人就走光了。

8月15日，星期四，即新闻稿发布的第二天早晨，有谣言说公司高层要动真格的了，麦金托什将在劫难逃。他整天都待在交易所内，相信古特弗罗因德和斯特劳斯不会当着所有交易员的面解雇他。同时，市场对所罗门的信心崩溃了。上周四高达37美元的股票这周直线下跌到27美元，公司股票被抛售的情况毫无转机，因为股民们开始怀疑所罗门内部是不是有比莫泽尔的罪行更严重的问题——挤兑。事实上，挤兑已经出现了。

投资者对投资银行金字塔式的资产负债表了然于胸。所罗门的资产负债规模相当大，比全美最大的人寿保险公司还大，仅次于花旗集团。像所有的大公司一样，所罗门的借贷部扮演着买卖公司中期债券的中介角色。星期四，要卖债券的人已经排成了长队，买家却一个都没有。为了承兑债券，交易员不得不拿出所罗门自己的现金。没有人想再买进这些债券，这就意味着所罗门必须从自己的保险库里拿钱购买自己的债券。但是，如果保险库出现亏空，这些债券就将成为废纸，除非有人能起死回生。为了保住现金，交易员试图通过压低出价来阻止人们抛出。⁵¹不过人们很快就看穿了他们的伎俩，出售债券的人越来越多。

当天收盘时，所罗门的交易员已经被迫买下了本公司7亿美元的债券。之后他们打出了暂停营业的招牌，就像入不敷出的银行突然关上了出纳部的窗口一样。⁵²没有哪家公司愿意购买所罗门的债券。如果形势持续下去，所罗门就将濒临破产了。

第二天，8月16日，星期五，《纽约时报》头版刊登了古特弗罗因德的照片和一篇文章，标题是：“华尔街见证了所罗门兄弟公司的大灾难——违法竞标暴露，高层辞职，客户流失，股票下跌”。⁵³文章配着古特弗罗因德和斯特劳斯的大幅照片。看到报纸后，他们俩和利普顿一道给科里根在纽约的办公室打了电话，电话很快被转到美联储主席——艾伦·格林斯潘在华盛顿的办公室。科里根与格林斯潘以及财政部长尼克·布雷迪一早就在通电话，商谈“到底出了什么问题、如何处理这家公司”。⁵⁴斯特劳斯和科里根本来是老朋友，但当科里根客气地称呼他为“斯特劳斯先生”的时候，斯特劳斯立马意识到：他们这次的确有大麻烦了。⁵⁵这位愤怒的科里根认为，董事会在收到史藤莱特的最后通牒后居然还发出这样一份新闻稿，实在过分。他将所罗门的无动于衷——比如没有解雇任何高层管理人员——视为向政府叫板。⁵⁶

古特弗罗因德说他将引咎辞职，科里根紧跟着问道：“那斯特劳斯呢？”美联储的意思再明显不过：高层负责人必须辞职，没有任何商量的余地。⁵⁷

奥马哈时间早上6点45分时，古特弗罗因德拨通了巴菲特的电话。这时巴菲特还在睡觉。古特弗罗因德、利普顿和斯特劳斯在电话里向他道明了原委，他很快清醒过来。古特弗罗因德说：“我刚刚读了我的讣告。”（他指的是《纽约时报》对他的报道。）这个头条新闻将造成严重的后果，尽管暂时还没有显现出来。当巴菲特明白他们想要说什么时，

电话里沉默了很长一段时间。随后，他表示愿意暂时接管董事长的工作，但现在他必须亲自看看报纸上都写了什么。他需要时间来作决定，不过他答应来一趟纽约。他告诉他们，他会尽快在下午赶到。利普顿补充道：“如果不立即解雇梅里韦瑟，后果将不堪设想。”而巴菲特则坚持认为，在他和梅里韦瑟谈过之前不要轻举妄动。

挂掉电话后，巴菲特给格拉迪丝·凯泽打了个电话，嘱咐她取消与格林奈尔总裁的午餐会，然后又给马撒葡萄园的乔治·吉莱斯皮打电话取消了周末的旅行，并且让飞行员随时待命飞往纽约。

接下来的一个小时，他赶到空空如也的办公室（员工们还没有上班），通过传真阅读了那篇“讣告”，然后作了决定。

与此同时，古特弗罗因德和斯特劳斯告诉科里根，巴菲特正在考虑接任临时董事长一职。“据我所知，他们俩对我都不够坦诚。”科里根盘算着。“我要和巴菲特亲自谈谈，”科里根说道，⁵⁸“虽然我们私下里没有什么交情，但是他名声在外，我相信他。”

巴菲特的当务之急是要弄清科里根对他接任董事长的看法。他花了一些时间才在华盛顿打电话找到了科里根。不过，科里根直到8点半（中部标准时间）股市开盘时才回复巴菲特的电话。所罗门的股票当天暂停交易，投资者被告知等候通知。

科里根在同巴菲特的谈话中表示，如果巴菲特接手，他愿意将“10天大限”宽限一些。尽管巴菲特没有完全明白科里根的意思，不过他还是猜到，美联储希望了解更多的情况。科里根听上去相当恼火，他说即便巴菲特接手，他也不能保证什么，并且希望当天晚上能够在纽约与巴菲特面谈有关事宜。

在所罗门内部，交易员所知道的就是巴菲特也许会来拯救公司，而且所罗门的股票没有开盘。人们纷纷猜测巴菲特会不会正在考虑用梅里韦瑟把古特弗罗因德换下来。梅里韦瑟的幕僚们宣称，他们不能失去约翰·梅里韦瑟。而梅里韦瑟本人则没有露面。因为股票没有开盘，交易厅里一团糟。巴菲特叮嘱，在他到达之前，不能发布有关古特弗罗因德辞职和他接任董事长的新闻。尽管股票暂时被撇到了一边，电视上有关所罗门的报道却是不绝于耳，人们对所罗门的下一步行动充满疑问。

下午，巴菲特终于出现了。一踏进45层豪华的经理办公室，他就按

下了发行部的按钮，所罗门的股票终于开盘了。⁵⁹这天下午交易行情相当红火，收盘价格接近28美元。

收盘后，巴菲特来到了圆形会场同主管们开会。古特弗罗因德和斯特劳斯站在前面，古特弗罗因德宣布他将辞职。⁶⁰他的脸上依然毫无表情。斯特劳斯和巴菲特打了个招呼，他看上去颇为震惊。随后，高层管理人员离开了豪华的会议室。埃里克·罗森菲尔德与拉里·希里布兰德——梅里韦瑟团队的核心人员进入了会场。⁶¹紧挨着会议室玻璃墙的正是像足球场那样大的两层交易大厅——也就是麻烦的发源地。所罗门的高层们终于开始摊牌，着手商量对策了。

梅里韦瑟被人们当作麻烦踢来踢去。他上报莫泽尔行为的做法显然没有什么不对，引发争论的是：他是不是本来可以做更多的事情来阻止莫泽尔。就像麦金托什坦率地形容的那样，“梅里韦瑟离火太近了”。⁶²梅里韦瑟一直是一个公认的办事严谨的经理，在他的地盘上，就连一只麻雀落下都逃不过他的眼睛。他没有参与伪造竞标，但是所罗门也不可能仁慈地让他留任。很明显，如果他继续待在公司，政府可能会更加严厉地惩罚公司。尽管斯特劳斯和古特弗罗因德不在现场，他们还是明确地告诉巴菲特，他们认为梅里韦瑟必须与他们一道辞职。⁶³

在这个异乎寻常的时候，梅里韦瑟到场了。他斜靠着墙，一言不发地注视着那些想置他于死地的同僚。那天早些时候，巴菲特已经和利普顿谈过，梅里韦瑟的情况与斯特劳斯和古特弗罗因德不同，不能强迫其辞职，除非他自愿。巴菲特需要时间来好好想一想。他不赞同辞退梅里韦瑟，因为他并没有延误时间，而是第一时间把莫泽尔的情况上报给了古特弗罗因德和斯特劳斯。他并没有像董事们认为的那样做错什么。可是董事们很害怕，他们打心眼里觉得，如果梅里韦瑟也辞职，他们下一步会好过很多。将梅里韦瑟的名字写入新闻稿的后果着实让巴菲特头疼不已。

会议结束后，他与古特弗罗因德、斯特劳斯一起走进停在外面的林肯汽车，在繁忙的交通中闯出一条路，奔向科里根的办公室。

科里根认为很有必要坚持原定的日程表。他刚刚从美联储一年一度的“员工对官员”垒球赛现场赶回来。他身材高大，穿着T恤衫和牛仔褲，脚上是一双胶底运动鞋。⁶⁴天气很冷，斯特劳斯说：“当时他好像还打了一条黑色领带，不过我那时可没有心情注意这些。”巴菲特很坦诚地

说：“众所周知，我个人唯一的债务就是加利福尼亚的一套价值7万美元的二手房。因为利息很低，所以我一直没有付款。”他承诺完全配合政府部门的监管工作。但是科里根看起来并不为所动，他说，临时董事长的工作并不好做，他告诫巴菲特，最好不要因为所罗门的事情向他“华盛顿的朋友们”求助。

科里根要求必须即刻彻底整顿所罗门公司。巴菲特同意采取一切有利于所罗门发展的改革。科里根说：“他说得很诚恳，我相信他。”

虽然如此，科里根没有做出任何承诺。他只是冷冰冰地对巴菲特说：“你得对一切后果作好准备。”

这是一种荷兰大叔式的说话方式，很诚恳，也很严肃。我们几乎比这个国家的任何人负债都多，并且都是短期贷款。我两次三番地暗示他，我很担心资金问题，希望他会象征性地支持我一下，但是他没有。为一切后果作好准备——这正是我不太有把握做好的。这令我想起了土的宁（兴奋剂）或者类似的东西。

之后，科里根把巴菲特请出办公室，以便与古特弗罗因德和斯特劳斯单独谈话。“你们公司有个员工出了问题，”他指出，“这是他自己的责任，但你们没有对他采取任何行动，这就是你们的问题了。”⁶⁵科里根眼中闪着泪花，很遗憾地告诉他俩，他们必须辞职。

出来的时候，斯特劳斯相当震惊，而古特弗罗因德仍然是一副“沉着”的表情。⁶⁶他对科里根强令他辞职耿耿于怀，“我决不会让他心里好过。”古特弗罗因德说。⁶⁷他们开车穿过市区回到所罗门，之后到49街的Joe & Rose's牛排店吃牛排。他们讨论了一下首席执行官的可能人选，并且一再坚持梅里韦瑟必须辞职。⁶⁸接近午夜的时候，巴菲特回到凯瑟琳·格雷厄姆位于联合国广场大楼的公寓休息。

稍后，很多人对巴菲特接任董事长的原因做出了各种猜测。一些人认为是因为他的7亿美元投资，还有人说是因为他必须对其他股东负责。他自己的解释是：必须有人来接手，而他恰好符合条件。除了那些要辞职的人，再没有人比他更愿意冒险了。他这样做不仅仅是因为他的钱在里面，更重要的是因为他很在乎他的名声。当他投资所罗门公司并同意让古特弗罗因德来经营这些资金的时候，他就已经把自己的名声和所罗门紧紧地捆在一起了。

巴菲特曾经这样教导他的子女：维护一个好名声要花上一辈子的时间，但毁掉它却只需要几分钟。根据他的行事风格来看，这无疑是一次冒险。然而正是他信任的那个人使他好不容易建立起来的名声变得岌岌可危。如果说他犯了什么错的话，那就是他自己没有亲自参与投资，而是交给他人负责——他对古特弗罗因德掌管所罗门的能力在判断上出了错。

那时，巴菲特已经是美国第二大富豪。⁶⁹伯克希尔-哈撒韦的账面利润持续26年以超过23%的速度增长。他的首批合伙人每千美元的投资就能获利300万美元——这完全让人难以相信。伯克希尔-哈撒韦每一股的交易价格高达8 000美元。巴菲特的净财富达到38亿美元，他可以称得上是国际生意场上的泰山北斗。

正是在这个漫长而难受的星期五，他不无痛苦地意识到，从一开始，投资所罗门（它所存在的问题是他难以掌控的）的决定就将他卷入了这场危机。

事实上，他一点儿也不想做所罗门的临时董事长，因为这是一条危险重重的路。如果随后所罗门持续走下坡路，他会因此名声扫地。但是，如果说世界上还有一个人能拯救巴菲特和其他所罗门股东的话，毫无疑问，这个人就是巴菲特自己。

要接任董事长、拯救这家公司，巴菲特必须让自己的名声冒更大的风险，但他别无选择。莫恩和梅里韦瑟做不来，他也找不到合适的人来代替自己。无论是芒格-托尔斯律师事务所、查理·芒格，还是汤姆·墨菲，抑或是比尔·鲁安，都没有办法。或者，让卡罗尔·卢米斯在《财富》杂志撰写一篇言辞犀利的文章，恐怕也解决不了任何问题。这次甚至连总是无所不能的妻子苏珊也无能为力。这一次，谁也帮不了他，只有他自己才能挽救所罗门，如果他撒手不管，所罗门可能会从此一蹶不振。

军队里有这样一句谚语：队伍要想前进将军总会选择暴露他的侧翼。巴菲特知道，不成功，便成仁。他不能逃避，也无法逃避。

8月17日星期六，上午8点，巴菲特来到了沃切爾-利普頓超现实主义风格的办公室。古特弗罗因德不在，尽管天气不太好，他还是决定飞到他在楠塔基特的家，因为他的妻子在那里。所有经理人——同时也是首席执行官的候选人，聚集在面试房间外。尽管只有少数人真心希望得

到这份工作，巴菲特还是必须面试所有的人。同时，两位来自芒格-托尔斯律师事务所的“精明且负责的”律师——拉里·佩德维兹和艾伦·马丁也亲自飞过来帮助巴菲特和芒格。让他们气愤的是，他们这时才第一次了解到，财政部已经对莫泽尔早期的行为进行调查了。⁷⁰

接下来，巴菲特必须做出生命中最重要的决定——由谁来领导公司。如果他在任命问题上犯了错，就再也没有机会改过了。在开始长达15分钟的面试之前，他告诉参加面试的人群：“梅里韦瑟不会回来了。”⁷¹

随后，他一个接一个面试了所有候选人。他只有一个问题：谁应当成为所罗门的下一个首席执行官？

问题是，到底谁具备领导公司的所有品质，让我丝毫不用担心公司会出状况、会让我和公司陷入困境。当我和这些人谈话的时候，我脑海中的问题与人们挑选朋友或女婿时候的问题没有什么两样。我需要一个这样的人：他能决定应该告诉我什么、不应该告诉我什么，知道如何在法律允许的范围内解决问题；他会通知我所有的坏消息，因为生意场上的好消息根本就不用处理。无论出现了什么坏消息，我都必须知道，因为只有这样才能采取对应行动。我需要道德高尚的首席执行官，他不会因为我打算开除他而陷我于死地。⁷²

巴菲特发现，候选人中除了一人之外，都认为三周前刚从所罗门亚洲分公司回来的莫恩最合适。⁷³43岁的德里克·莫恩现在主管投资银行部门。他不是个交易员，并且不是美国人，而是英国人。他一点都不像莫泽尔，在所罗门上上下下都找不到任何一个和他有相似之处的人。大家都觉得他品行良好，并且很有才识。在《说谎者的扑克牌》一书当中，所罗门的员工形象常常是把洋葱奶酪汉堡当早点、穿着紧身裤在交易厅里晃来晃去。⁷⁴正如刘易斯所写的那样，“在所罗门工作，副董事长更像是专门负责收拾烂摊子的董事长助理”。⁷⁵相比之下，莫恩是一位有着贵族气质、无可挑剔的英国绅士。而且，由于他过去的7年时间都待在东京，所以不可能染指财政部的竞拍丑案。

在莫恩所有的品质中，最可贵的一点也许就是他不可能犯罪。在所罗门这块是非之地，其他候选人都有自己的派系和敌人。莫恩就像一个问号，如同电影《帕特尼·斯沃普》（*Putney Swope*）中颇具象征意义的

黑人男孩那样——在一群老执行官们争论不休的情况下，他被意外地推举为一家陷入泥潭的广告公司的首席执行官：为了阻止其他人得到这份工作，经理人纷纷把选票投给了帕特尼·斯沃普。⁷⁶莫恩受人敬重，却没有了解他。正如那些经理人说，他们之所以投票给莫恩，只是因为这总比投给他们所熟知的不太正直的人要好。

电影中的帕特尼·斯沃普自己投了自己一票。当莫恩被问到谁最适合掌管公司的时候，他相当机敏地答道：“恐怕你最终会发现非我莫属。”接下来，他也表示自己会效力于巴菲特选定的首席执行官。⁷⁷

还有两件事引起了巴菲特的注意。一件是，莫恩没有要求巴菲特为他提供保护，以免于起诉；另外一件是，巴菲特（尽管他非常不愿意承认）不喜欢谈钱的事，而莫恩没有向他提起工资的事情。

第二天，莫恩与其他两名经理人被邀请参加董事会会议。下午，巴菲特打车回到了位于联合国广场大厦的公寓。梅里韦瑟的幕僚等候在那里，“热情而又合乎逻辑地”请求巴菲特保留梅里韦瑟的工作。如果梅里韦瑟离职，巴菲特知道，他的亲信可能会追随他离去。⁷⁸失去梅里韦瑟，所罗门主要的利润来源将流失殆尽。巴菲特对所罗门的投资也将无利可图。随后，梅里韦瑟也到了那里，浑身颤抖。他不愿意辞职，并且与巴菲特进行了一番深入的会谈。巴菲特开始犹豫不决，因为他意识到，梅里韦瑟在发现问题后立即就向上汇报了。

听了他的陈述后，我决定不能强迫他辞职。当时我确信，并且如今仍然坚信，他在知道下属的罪行后，就毫不迟疑地将此事反映给了上司和法律顾问。在我看来，应当采取行动的是他的上司和法律顾问。可是，为什么没有人要求法律顾问辞职呢？

之后古特弗罗因德打来电话，告知“鲍勃”飓风使他飞往楠塔基特的航班取消了，他正准备回纽约。他情绪很不稳定地说：“我再也没办法东山再起了。”⁷⁹他们说好一起聚餐，不过古特弗罗因德坚持在此之前就他的离职金问题与他新雇的律师菲利普·霍华德谈一谈。

巴菲特和芒格给菲利普打了电话，主要是芒格在说话。古特弗罗因德认为公司应该付给他3 500万美元。

他把所有问题都提了出来，我只好拿出日本人的处事方法，“是

的，我明白你的苦衷”，而不是说“对，我同意你的说法”。不过在了解案件的全部事实之前，我们不能就有关涉案人员的离职金问题做出安排。

巴菲特后来表示，他们不可能在总金额上达成一致，因为无论数目多少，“所罗门以××美元打发古特弗罗因德”都将会成为头条新闻，这显然比管理层变动更引人注目。⁸⁰然而，他们对古特弗罗因德表示赞赏，并且告诉菲利普，古特弗罗因德将会得到公平的待遇。他们有能力实现并且之前从未食言过。巴菲特说：“除非我和查理都死掉，要不然肯定会说话算话。”后来他解释说，他是为了避免正面冲突，希望和平地改变菲利普的想法，让他不要插手。“如果直接告诉他，我们不愿意达成一致是因为还不了解全部的事实，就显得很唐突了。”

谈话结束后，他们三人到一家名为Christ Cella的餐厅吃牛排。古特弗罗因德主动提出事情结束之前将继续待在公司，无偿提供各种咨询。“只要是帮助，我都会需要。”巴菲特坚定地说。他们分析了公司目前的状况，古特弗罗因德表示，他也认为莫恩是管理所罗门的理想人选。

然而，比巴菲特更了解内幕的古特弗罗因德的一句话破坏了之前亲切友好的气氛，他说：“你们都比我聪明，你们会把我一脚踢开的。”⁸¹

回到格雷厄姆的公寓后，巴菲特和芒格才缓了一口气。这间套房挂满了亚洲的艺术品，这让巴菲特联想到不少愉快的事。格雷厄姆的厨房里总有许多他爱吃的食物。他、卡罗尔·卢米斯以及乔治·吉莱斯皮经常聚在这里，一边玩儿桥牌，一边打电话给附近的熟食店叫外卖。但这天晚上他的兴致不高。

几乎在他们到达的同一时间，菲利普也到了。他带来很多有关古特弗罗因德离职事宜的文件，这些都需要芒格签字。⁸²他们两人同菲利普谈了一会儿，之后巴菲特起身要打几个电话，让芒格与他继续商谈。芒格开始变得有些急躁，他们又谈了一个多小时。

芒格已经打定主意对这件事说不。他之后回忆说：“我故意不去听，我礼貌地坐在那儿，不管他说的是什么内容……我的思绪飞到了别处……我已经完全不在意了。”

当菲利普结束他的长篇大论时，芒格拒绝签字，但是强调古特弗罗因德最终将得到公平的待遇。⁸³离开的时候，菲利普犹豫了一下，因为他没有得到任何签字。芒格安慰他说：“你应该向我父亲学习，那就是相信别人的承诺。”⁸⁴

芒格同菲利普谈话的时候，梅里韦瑟和他的律师特德·莱文也来了。梅里韦瑟改变了他的想法，他说自己现在的情形使他不可能再留在所罗门。

他至少已经部分了解了公司所面临的严峻形势。他一边踱来踱去，一边以点烟的速度抽着烟。最后他认为，辞职是最好的选择。

芒格后来可能会感到内疚，因为他在众人的压力之下被迫同意将梅里韦瑟的名字写在新闻稿上。⁸⁵他和巴菲特都觉得，梅里韦瑟可以留下来共渡难关，但他们还是同意了他的辞职。

我们聊了很久，他们一直待到半夜。

后来，终于只剩巴菲特和芒格了。巴菲特认为，即便现在还不能完全控制局势，至少已经有些眉目了。他带着这个想法睡下了。

第二天，8月18日，星期天，大家照常上班。

早上，在正式批准巴菲特担任临时董事长的董事会召开之前，巴菲特、古特弗罗因德、斯特劳斯在所罗门位于市中心的办公楼45层的会议室碰了一下头。董事们聚集在外，其中一位董事——格戴尔·霍罗威茨把马蒂·利普顿叫到一旁，告诉他和其他几名董事已经商议两天了，他们认为梅里韦瑟没有管理好自己的下属（莫泽尔），为了公司的利益，梅里韦瑟必须辞职，否则他和其他董事也将辞职。而在巴菲特面前，他的说法则要委婉一些，表示如果梅里韦瑟留任，他将不会出席董事会会议。巴菲特回答说，局势有了转机，因为梅里韦瑟自己将主动提出辞职。⁸⁶

就在巴菲特、古特弗罗因德、斯特劳斯商议的时候，一位律师突然闯进了会议室，告诉他们财政部马上就要宣布禁止所罗门参加财政部的竞拍，包括为客户和为公司自己竞拍。他们立即明白了财政部的意思——所罗门将被置于死地。“我们很快意识到，这条消息会让我们丢掉饭碗

——不是因为它所造成的直接经济损失，而是因为它的轰动效应：周一，财政部封杀所罗门的消息将占据全球各大报纸的头版。事实上，在旧管理层交接的特殊时期，财政部这样做，就是想在新管理层采取行动之前率先发难。”

巴菲特起身去了另一间会议室，希望说服财政部推迟发布这条消息。电话占线，他把电话打到电话公司要求切进财政部的电话。电话公司回复说电话断线。在经过一段时间的困惑和焦虑后，巴菲特终于与财政部的某位人士通上电话。对方告诉他，一切都来不及了，公告已经发布。现在，全世界都知道所罗门被财政部掐住了喉咙。⁸⁷

许多董事呆坐在那里，看着自己的财富从眼前消失而束手无策。接下来，大量诉讼将接踵而至。巴菲特看起来很平静，事实上他已经暗暗下定决心。他回到现实中来：古特弗罗因德因为制造了一起骇人听闻的事件而被迫离开；现在，他，沃伦·巴菲特单枪匹马地站在悬崖边上——他不是来监督别人拯救公司，而是要亲自动手让公司起死回生。他有些犹豫不决。

他告诉董事会，他会向财政部长布雷迪说明他将拒绝临时董事长一职，因为他是来拯救公司，而不是像现在这样看着公司垮掉的。不管怎样，他的名声已经受损，他想。不过，辞职至少比继续留任要好得多。董事们了解他的心情，并且赞成他这样做。这是巴菲特对付布雷迪的唯一底牌。董事会决定同时推进两个方案。巴菲特转向利普顿：“你认识破产业务方面的律师吗？”一时间大家都呆住了。之后，福伊尔施泰因和利普顿马上明白过来，开始着手准备提交破产申请材料。万不得已的情况下，公司会选择体面地破产，而不是陷入麻烦不断的一团糟状况。

所罗门原先预定当天下午两点半召开新闻发布会，宣布巴菲特将正式出任临时董事长一职，在此之前，还有4个半小时来说服财政部改变决定。而且，这时离日本股市开盘已经不到7个小时。伦敦股市会在日本股市开盘后7个小时开盘。一旦东京股市开盘，公司股票就会直线下滑，借款者则会立即抽回他们对所罗门的贷款。乞求财政部对所罗门网开一面，的确十分艰难。他们不仅要改变财政部的决定，还要改变公众的看法。

所罗门的财务主管约翰·迈克法兰穿着鲜亮的衣服从一场三项全能运动会赛场上直接赶到公司，他向董事会解释了财政部这一决定的后果。

88 银行已经告知所罗门，他们要降低其商业票据的额度。所罗门可能引发历史上规模最大的金融企业倒闭案。如果政府撤资，所罗门失去财政支持，公司将不得不以低价变卖资产。这将给全球市场带来极其严重的后果，一些所罗门的债权人和合伙人也将面临破产，一起走向衰亡。巴菲特相信，即使是监管当局，日后也会因为现在的不妥协态度而后悔。

如果我拥有足够的行动权限，我将在接下来的工作中尽自己最大的努力。我会尽量做空当天下午东京和当天晚上伦敦市场上的所罗门的证券，我还会做空世界范围内的所罗门的普通股。

我们也许会在下午两点从曼哈顿请来一名法官——可能正撞见他在一边看棒球一边吃爆米花。我们会把一切都交给他，由他全权处理。顺便问一下，你对日本法律懂多少？因为我们在日本有100亿美元的左右的借款，在欧洲也是。伦敦将在凌晨两点的时候开盘，在这个危急时刻，你是负责人，你看着办吧。

由于一直联系不到科里根，巴菲特随后要求与财政部长尼克·布雷迪通电话，但同样无法与他通上电话。

布雷迪是德威公司的前任首席执行官、马尔科姆·蔡斯二世的侄子，因此也是将伯克希尔纺织厂卖给哈撒韦制造厂的家族成员之一。他在大学毕业论文中分析了伯克希尔的前景，并因为其惨淡的结论而出售了自己的股份。经马尔科姆·蔡斯二世的介绍，巴菲特曾经到德威拜访过布雷迪。他们算不上好朋友，但“彼此都有好感”，巴菲特这样认为。可是，没有什么特别的理由让出身名门的布雷迪对古特弗罗因德这样的暴发户——或者像所罗门这样自以为是的暴发企业——抱有好感。

不过，布雷迪回了电话，他向巴菲特表达了同情，同时清楚地说明撤回决议几乎不可能。

他们疯了，事实上我也觉得他们疯了。但如果由此引起的“财政屠杀”真正出现，他们一定比现在还要发狂。 89

布雷迪认为巴菲特的反应有些过激，但是同意再打电话过来。他需要和美国证交会主席布里登、科里根以及美联储主席艾伦·格林斯潘商谈。

巴菲特只能坐等布雷迪的电话。他不能主动打电话过去。他不知道，布雷迪此时此刻正坐在萨拉托加斯普林斯市奥格登·菲普斯赛马场的长椅上观看赛马。给不给巴菲特打电话完全属于他的个人意愿。

会议室的电话系统星期天不会提示有电话。为避免错过来电，必须有人持续盯着电话的绿灯，巴菲特“带着前所未有的失落感”盯着电话看了半天，最后还是决定叫一个秘书进来守候。

与此同时，监管当局正在进行会谈。科里根已经与前任美联储主席、目前在一家颇具声望的投资公司担任董事长的保罗·沃尔克取得了联系。像布里登一样，沃尔克对所罗门公司的行为相当气愤。没有一个监管人员相信巴菲特真的会撒手不管。他们认为他是在拿钱和名誉冒险，赌注实在太大了。他们深知这个决议会给所罗门带来负面影响，但是他们并不认为这样有什么不妥。市场对巴菲特有足够的信心，他们以为，只要巴菲特向所罗门伸出保护之伞，公司就会得救。但是他们不应该这么确信。他们应当考虑，一旦这个国际性大公司破产，整个金融市场是否还能幸存下来。一旦所罗门丧失偿付能力，美联储将不得不向市场注入大量资金，以帮助其他银行渡过难关。要知道，历史上还没有发生过如此巨大的拯救行动。他们都很清楚可能引发的后果：全球金融市场可能因此崩溃。他们以为美联储能控制得住吗？“我是一个乐观的人，”科里根说，“我常常对自己说，‘你只需要做好分内的事’。”⁹⁰

巴菲特等了几个小时的电话。中间艾伦·格林斯潘打进过一次电话，希望他无论如何能留下来。“听起来像是请求：无论发生什么，请你一定要留在那儿。”

交易厅里渐渐聚满了人，仿佛是被某种听不见的神秘鼓点召唤而来。他们点燃香烟，坐在那里等候消息。梅里韦瑟手下的交易员坐在一起，为梅里韦瑟的辞职哀痛不已。没有人知道楼上的进展。东京市场开盘的时间就要到了，似乎将要敲响公司的丧钟。

楼上，董事会上人们毫无意义地谈论着，等候监管当局的商议结果。布雷迪不时给巴菲特回个电话，但一直没有实质性进展。巴菲特几次用低沉而沙哑的声音重复着他的麻烦，他所面临的巨大压力从他的声音当中可以听出来。他告诉布雷迪，所罗门的律师正在准备提交破产申请。他反复强调所罗门在市场上的重要地位，以及一旦破产会产生的多米诺效应。

我告诉尼克，我和科里根谈过，事情已经十万火急了。东京马上就要开盘，我们不会买回我们的票据。一切都将结束。我从10点开始不断地重复这些内容，但对他们来说似乎毫无意义。

布雷迪回去约见了他的同事。他们中的大多数都认为这是一个特殊请求，巴菲特希望他们对所罗门网开一面，但这家公司并不值得他们那样做。⁹¹

所罗门的董事们不明白，为什么那些监管人员不答应巴菲特的请求。因为他们掌控了整个金融系统。所罗门正濒临破产的边缘，这还不够明显吗？

随着时间的漫漫流逝，巴菲特终于按捺不住了。他必须在这个关键时刻争取过来一个重要同盟。

他只剩下一个选择。在所有为他敞开的道路、所有他能获取到的资源当中，这一个是弥足珍贵的。它就像是一个用水晶做的巨大游泳池，他甚至都不愿意打开水龙头放水进去。比起维护自己的名声来，所有让他厌恶的事情——发脾气、与别人针锋相对、开除员工、终止长期细心培育的合作关系、吃日本料理、拿出一大笔钱来等等——都变得无足轻重。这么多年来，他小心翼翼地为自己赢得了无价的名声。他从未因为自己或者任何人毁坏过名声，除非回报十分巨大。

现在，所罗门的困局使他不得不孤注一掷。仅存的希望就是请求，或者说乞求别人看在他的面子上，给点儿私人帮助。

他也许会因此欠布雷迪一个人情。他是在拿他的名声——需要一辈子来建立却只需要5分钟就能毁灭的名声——冒险，来赌一赌他开口后的转机。⁹²他必须聚集全部的勇气。

巴菲特非常痛苦，以至于他的声音都有些失控了，他说：“尼克，这是我生命中最关键的一天。”

布雷迪也有自己的难题，他不认为巴菲特的请求会起到什么作用。但他听出了巴菲特话里的情绪。他能从巴菲特的声音中听出，巴菲特感到自己像是被所罗门塞进一个木桶然后从尼亚加拉瀑布上抛了下去。

布雷迪最后说：“沃伦，不要担心，让我们再商量商量。”他挂掉电

话，离开办公室去为巴菲特争取。

但是，当指针渐渐指向下午两点半的时候，也就是到了预定召开新闻发布会的时候，布雷迪还没有回电话。

巴菲特决定向科里根亮一张牌。他拨通电话：“杰里，我还没有接受临时董事长的职务。因为财政部的所作所为，我们今天早上取消了会议，所以现在我还不是所罗门的董事长。在30秒内我也许会成为董事长，但是我不把我的余生浪费在带领人们走出历史上最大的金融灾难上。不过，话说回来，我不介意花点儿时间来拯救这个倒霉的企业。”

查理·芒格告诉他无论如何都不要这样做。他说：“别这样做，第一天可能会有一些惊喜，但以后也许你一辈子都摆脱不了这些麻烦，未来20年时间里都要同法庭打交道。”

然而，科里根比其他的监管人员对巴菲特的离职威胁更加重视。他说：“我会回电话给你的。”

巴菲特坐下来，一手拿着电话，同时考虑自己的下一步行动。他想象着自己走进电梯，下了6层，独自走上新闻发布会的台前，以“我们刚刚宣布破产”来开场的场景。

楼下，100多名记者和摄像师冒着8月的酷暑赶来参加所罗门的新闻发布会，他们也许刚刚还在棒球赛场上、在游泳池里或者在参加家庭聚餐。唯一能够弥补他们这个星期日下午日程被打乱的不爽，莫过于亲眼目睹热血沸腾的所罗门斗牛士如何在这个竞技场上掏出野兽的内脏。

他们坐在那儿，希望听到爆炸性新闻。我想起了一个老故事，讲的是一个记者被派去报道一场婚礼，但他回来告诉编辑说：“什么也没发生，因为新娘根本没有出现。”我想这些记者的心情现在也差不多是这样。

几分钟之后，脸色苍白的梅里韦瑟微微颤抖着走进会议室。他被派去向美国证交会主席布里登寻求帮助。梅里韦瑟说，布里登直截了当地拒绝了他们的请求，并且两次提到，所罗门的“核心已经腐烂了”。

梅里韦瑟很震惊地重复着“核心腐烂”这几个字。他们所有的人都突然意识到，财政部的行动其实是美联储、财政部和证交会的联合决议。

他们的责难就是要表达全世界对所罗门多年来傲慢不羁的不满。

新闻发布会的时间已经过去，楼下的记者开始变得焦躁不安。布雷迪仍然没有打来电话。电话的指示灯一直没有亮。

最后，财政部长助理杰尔姆·鲍威尔打来电话说，财政部不能完全撤回决议。所罗门不能代表客户参加竞标，不过他们同意保留所罗门自己参加竞标的权利。

“这样够了吗？”鲍威尔问道。

“我想够了。”巴菲特回答说。

他大步返回董事会会议室，告诉了董事们这一喜讯。会议室里立刻充满了喜庆轻松的笑声。巴菲特很快宣布出任临时董事长，莫恩任首席执行官，主管所罗门公司的全面经营。3点差一刻，他走出去找人给楼下的交易厅打电话。

莫恩正在和交易员一起盯着时钟。约翰·迈克法兰的团队在制订应变计划，一旦接通电话就立即抛出公司在日本的资产。有人从楼上打来电话，叫莫恩到电梯旁与巴菲特谈话。莫恩不确定自己会不会成为老板。他走向了电梯，门开了，巴菲特在里面。“你被选中了。”巴菲特说着示意他进来。他们没有去董事会会议室，相反，他们下了两层来到新闻发布会现场。⁹³

媒体的情绪接近失控，他们就像一群野兽。每个问题都有陷阱。这是件大事，但他们巴不得事情闹得更大一些。他们出风头的时候到了。电视台记者尤其招人讨厌，他们希望我们能赶上5点或6点的直播，我偏偏不配合他们。我感觉得到，我也知道，我居然栽了这么大一个跟头，别人肯定会说我就是个骗子。可媒体就想要事态像这样发展。他们心里盘算着各种各样有关所罗门的出书计划，只要所罗门一破产，它们就能成为现实。

巴菲特坐在讲台上，双手环抱。他看起来很疲惫。莫恩淡棕色的头发梳理得很有型。他两眼瞪着人群，仿佛谚语中描述的被灯照见的小鹿。他们两人都身着深蓝色外套、白色衬衫，打着深色领带。莫恩说：“我完全没有准备。‘你被选中了’是我得到的唯一指示。”他一点儿都

不知道，其实楼上已经传开了。就这样，他们开始了新闻发布会。

记者想知道发生了什么。

巴菲特把夹克套装的衣领立了起来，然后解释道：“在我看来，没有及时上报监管当局，是无法解释和不可原谅的。在我任职的其他公司里，我也看到过类似的蠢事发生，但是都没有这次的后果严重。”

是企业文化导致了这桩丑闻吗？巴菲特回答说：“我认为同样的事情不会发生在修道院里。”

有人问他的工资是多少，他回答说：“1美元。”坐在观众席上的董事们听得目瞪口呆。这是他们第一次听说。

记者们不愿安静下来。记录被修改了吗？是谁修改的？会不会文过饰非？谁参与了掩盖实情？

“是的，一些记录被修改了，这里存在类似于掩盖的事情。”听到这里，记者又变得激动起来，一个接一个的尖锐问题直指巴菲特。就像他们找到了一直在寻找的脚步蹒跚的猎物一样，他们拉开弓箭，并且已经作好了用尖锐的牙齿撕裂它的准备。不过，当得知整个补救计划除了已经辞职的人外并没有其他的重要高层被解雇时，他们的情绪冷却了下来。

这时，有人来到台上告诉巴菲特财政部打来了电话，他匆忙地离开讲台，将尚处在震惊中的莫恩一个人留在记者的狂轰滥炸之下。尽管如此，莫恩还是成功地应付了局面，用类似于BBC野生动物纪录片中的播音员那样独白般的语气回答了一些问题。

回来的时候，巴菲特带着一份财政部发布的新闻稿，宣布所罗门已经挽回了部分信誉，但记者依然咬住不放。

前任高管真的辞职了吗？他们是被迫辞职的吗？巴菲特不得不一遍又一遍地重复道，古特弗罗因德、斯特劳斯、梅里韦瑟都是自愿辞职。前任高管是否获得了特殊补偿？所罗门是否会支付他们的法律费用？公司从违规操作中获得了多少利润？

一个小时之后，坐在莫恩旁边的一个董事用胳膊肘碰了碰他，问道：“沃伦打算什么时候终止这场发布会？”

莫恩回答道：“也许他不想终止发布会。沃伦知道他在做什么。”⁹⁴

这些虚假交易给政府造成了多大损失？有多少客户已经告知所罗门不再与其有生意往来？公司高管会给前任高管多少离职费？为什么利普顿的事务所未能负责任地处理此事？对于这桩在新闻稿中被称为“10亿美元的恶作剧”的虚假交易，调查人员已经查明了哪些细节？

记者们的问题一个接一个。巴菲特回答说，这不是一个玩笑。如果你非得那样理解的话，我认为……

“那是你们在新闻稿中承认的。”一个记者尖锐地反驳道。

“那不是我说的，是新闻稿上这样写的，我的名字不在新闻稿上。你可以把它定性为一次古怪的事故。我对恶作剧的定义是，当你听完之后你还能笑出来。可是对于这件事，我没有看到任何可笑之处。”

大多数的记者都读过那本《说谎者的扑克牌》，他们要求给一个解释。他们知道所罗门一向以“恶搞”著称，常常会有交易员从别人的手提箱里偷出衣服，然后放进湿纸巾或者系带的粉色紧身裤之类的事情。据传，与《说谎者的扑克牌》有关的最著名的蠢事是古特弗罗因德与梅里韦瑟之间的一场豪赌：古特弗罗因德提出一场100万美元，两人连眼睛都不眨一下；为了报复，梅里韦瑟用1 000万美元做赌注，目的只是要让古特弗罗因德辞职。尽管这些“恶搞”的故事不无讹传之嫌，不过它们至少说明，目前人们想象得到的所罗门式“恶搞”的最高金额是1 000万美元。

但说到10亿美元，要是买成像皮鸭子放到纽约港，能堆到自由女神像大腿那么高。那么，这个“10亿美元的恶作剧”是什么呢？

“有位女士在该部门干了很多年后将要离去——我猜是要退休，”巴菲特说道，“有人编造出一个数额巨大——10亿美元——的交易指令，交给她执行，即购入10亿美元新发行的30年期美国国债。然后——大概就是这样——我猜那些人的计划可能是使她相信：不知何故这一指令没有提交，并让客户对指令没有提交提出质疑。这个恶作剧原本是为了吓她一大跳，或是出于其他什么原因。我不清楚。”

“但实际上，这一出价真的被提交了。”

在场的150名记者静静地坐在那里。所罗门公司在一次弄砸了的恶作剧中，买入了价值10亿美元的国债。巴菲特说所罗门需要改变自己的文化，这的确不是在开玩笑。

“它本来是应该被注销的。我推想干这件事的人也的确想把它注销。毫无疑问，这是人们开过的一个最愚蠢的玩笑。”

没有人说话。

莫恩问道：“还有没有问题？”

会议室热烈的气氛已经全然消失了。吐了真言后，还有什么好发问的呢？接下来就只有一些温和的问题。

发布会结束后，巴菲特走下讲台看了看表，然后说道：“我得回一趟奥马哈。”

莫恩问道：“那么，沃伦，这里该怎么办？”他从来没有接触过那些愤怒的监管官员，也没有出席过所罗门的董事会，并且此刻局势仍然不甚明朗。“你觉得谁应该负责对管理层进行改组？你有没有什么策略教给我？”

“如果你必须问我这样一些问题，那就说明我挑错人了。”巴菲特撂下这句话就走了，把他的7亿美元和名声都交到30个小时之前才遇到的人手中。⁹⁵

发布会结束后，记者围着我们不停地拍照。场面糟糕透了。我出去叫了一辆出租车，有一两个记者注意到了这个问题，他们由此认为所罗门发生了变化：现在，老板是坐出租车离开公司，不像过去有一长队黑色汽车等在外面。

星期一早晨，莫恩来到会议室鼓舞士气受挫的员工。他脱掉夹克，挽起袖子说道，公司面临着三个考验：第一是信誉。通过开除莫泽尔和他的伙伴汤姆·墨菲以及接受其他人的辞职，这个已经做到了。

第二是信任。因为已经重新获得财政部的部分信心，这个也做到了。

第三是信念。莫恩说：“现在的所罗门将不再是原来的所罗门。但我们在建立新习惯的同时也要保留过去的好习惯。”⁹⁶

一些交易员坐立不安：新的风气、新的习惯，这到底是什么意思呢？

所罗门很幸运，它很快就有了喘息的机会。几乎是一夜之间，媒体把目光转向了苏联，其总统戈尔巴乔夫在一场政变中被罢免。股市应声跌落107点，星期五还在通篇报道所罗门事件的商业报纸，现在把焦点对准了戈尔巴乔夫——他被8名军人和政府官员软禁起来了。当坦克开进莫斯科，苏联人民在红场和列宁格勒进行抗议的时候，所罗门那天早晨的生意格外兴隆。

“要想不被媒体关注，有很多种方式，”一个推销员说，“但能沾上苏联红军的光儿绝对是最有创意的一个。”⁹⁷

49

愤怒的众神

纽约，1991~1994

仅依靠巴菲特的名声，所罗门就能存活下来——监管人员的这种想法显然错了。一些大客户甚至对公司产生了厌恶感，首先是最大、最具影响力的加利福尼亚公共雇员退休体系从所罗门退出，接着是世界银行。每天夜里，所罗门数千亿债券几周后快到期的景象就像只羸弱的病羊一样颤颤巍巍地走入巴菲特的梦中。巴菲特第一次感觉到事情不在他的控制之下。“这一切都要把我击垮了，我下不了车，我不知道这趟车要开往哪里。”

对于公司上下每天所做的事我无能为力；对于我后来发现的，我在接手以前并不知道；对于科里根对这一切的想法，或是纽约南部地区的检察院或司法局的反托拉斯部门将要采取的行动，我都毫无办法。我知道让一切恢复正常极为重要，我也知道不管我有多努力，有些事情都是无法控制的。我可以整夜不睡，苦苦思索这一切，但无法保证一切都有个好的结果。很多人都会因此有不同的结果，这将改变我的整个人生。

巴菲特第二周返回到纽约。丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉议员就所罗门一事要求见他一面，而且其他很多事也需要巴菲特出面。巴菲特和芒格将莫伊尼汉带到了所罗门47层的私人餐厅。厨师为莫伊尼汉准备了标准的华尔街商务餐，甚至还有红酒，而巴菲特和芒格自己则点了三明治。莫伊尼汉厌恶地看了看套餐。此时，飓风“鲍勃”的余势还继续冲击着整个东海岸。突然之间，大雨像瀑布一样顺着窗户倾泻下来。“众神都对所罗门愤怒了。”巴菲特说道。¹

这周之后的几天，巴菲特和芒格前往华盛顿的美国证券交易委员会见麦克卢卡斯和布里登。麦克卢卡斯后来回忆说：“他们两个就像是在汽车站常见的普通小子一样。”后来他们开始讨论，并制订出计划拯救所罗门，这时麦克卢卡斯才明白，为什么这两人中一个被誉为传奇，而一个被誉为结束传奇的人物。²

之后，巴菲特亲自上门拜访财政部的布雷迪。布雷迪曾认为巴菲特所做的一切只不过是虚张声势罢了。“沃伦，”他说，“我知道不管我们做什么都无法阻止你。”³最终，巴菲特诚挚的请求打动了布雷迪。“尽快结束一切。”布雷迪说。

巴菲特下定决心，不管所罗门犯了什么错误都要及时纠正过来。“纠正过来，迅速纠正过来！”他说。当巴菲特说“迅速”的时候，他的确是指“迅速”。他和他的新秘书，曾为古特弗罗因德工作，并对所有人都很熟悉的保拉谈了话。巴菲特建议她说，为什么不和董事会的成员谈谈，问他们了解些什么？什么时候知道的？⁴鲍勃·登纳姆，这个言行谨慎，芒格-托尔斯律师事务所的首席律师，从洛杉矶亲自飞来调查此事，他介入到巴菲特的计划当中，并且迅速叫停该调查计划。这些调查本该由律师来完成。

登纳姆所做的第一件事就是接见唐·福伊尔施泰因。随后，福伊尔施泰因迅速被解雇了。福伊尔施泰因要求面见巴菲特，巴菲特只简单地和他说：“你本该做更多的事情。”从一开始巴菲特就知道，福伊尔施泰因并不完全清楚事情的来龙去脉。⁵然而，巴菲特后来得出结论：出于对古特弗罗因德的忠诚，福伊尔施泰因将上司的利益放在了所罗门集团的利益之上。于是，登纳姆成了总顾问。在逐步控制大局的过程中，巴菲特发现董事会受到了所谓的所罗门管理层的巧妙“信息定额”的控制。他和芒格发现，在4月份莫泽尔第一次承认提交未经授权的竞标申请时，整个公司早已发现莫泽尔试图掩盖一切，并且还在误导他所利用的客户，声称他们提交的长期国债认购单出现了文书错误。

一切就好比是莫泽尔点燃了一根火柴，在4月29日的时候，古特弗罗因德本应该吹灭莫泽尔点燃的这根火柴，然而他却撒手不管。

结果是莫泽尔似乎有纵火犯的嫌疑，随后他点燃的火柴远远超出了我们的想象。古特弗罗因德的职责本该是及时制止这一切，而他先是撒手不管，随后也许是出于恐慌，又开始火上浇油了。

最后的结果就是所罗门的股东们损失了上亿美元，8 000多名员工和他们的家人面临失业的困境。

我认为这是世界上最简单的事情。你有位同事——莫泽尔——承认将错误的竞标申请交给了世界上最重要的客户和监管人员——美国政府。然后，你又发现他拉了一名客户下水，试图和他一起掩盖一切，好让美国政府无法发现真相。

这一切都不关古特弗罗因德的事。

但当你听说这样一件事时，很明显你的第一反应应该是在10秒钟内拿起电话，说：莫泽尔，你被解雇了。然后，你就该马上去找科里根，告诉他：杰里，你看，这是涉及8 000名员工的事情，那个家伙已取消预订，我一了解事情真相后就解雇了他，你看我下一步该怎么做？⁶

当然，对很多人来说，10秒钟认清楚这一切并不简单，他们会考虑很多其他事情。莫泽尔对公司太重要了，他曾对外汇交易部门做出了重要贡献，开除他并不是件好事。有没有可能将他贬回原职呢？要向监管人员坦白这一切并不容易，他们的反应也许会非常激烈。不止一个法律公司说过，从技术上来说，并不一定要将事情全盘报告上去。然而巴菲特却完全没有考虑这些，他在计算概率。他立刻开始推算是否会产生任何灾难性的后果，然后又迅速开始思考该如何将这种灾难的概率降至最低。结果就是解雇莫泽尔，立刻坦白一切。在这件事上，巴菲特还考虑了诚信的问题，他无法容忍撒谎者和骗子，因此事情只能是这样了。

现在，他却不幸地发现，除了他之前被告知的一切，事实上还有更多的谎言和欺骗。调查报告说，福伊尔施泰因当时曾宣称莫泽尔的行为“本质上就已经构成了犯罪”——这与公司后来所了解的完全不一样。并且也从没有人将莫泽尔的行为报告给监管部门——监管规范行为的部门。的确，所罗门在监管上的态度只能称得上是松懈。后来，人们甚至对谁应该成为监管会成员产生了争论。⁷无论如何，证交会主管发现自己被蒙在鼓里时备受困扰，并对现有的程序遭到忽视大为愤怒。

巴菲特和芒格还了解到，在6月中旬，古特弗罗因德会见了财政部长助理鲍勃·格劳贝尔，为公司5月份“操纵”事件的指控而辩护。他们发现在这次会面以后，所罗门公司上层一直在考虑是否该立刻将2月份的错误竞标申请事件报告给格劳贝尔，几经考虑后认为时机还不够成熟。后来，格劳贝尔说他认为自己被骗了，因为古特弗罗因德对他隐瞒了一切。这次和格劳贝尔的会面僵化了所罗门与政府的关系，也损害了所罗门的信誉。

第二次新闻发布会召开后，所罗门宣称之所以没及时将真相公布于众，是因为“对事情没有予以足够的重视”。这种托词使整个董事会都好像是这场阴谋的策划者一样，特别是在古特弗罗因德和格劳贝尔见过

面，有机会坦白真相的情况下。当然，整个董事会是根本不在乎这次与格劳贝尔的会面的。

在危机发生后的那整个周末里，就在巴菲特和政府协商的时候，他却对此事一无所知，对此，巴菲特感到非常愤怒。员工的首要任务本该是保护公司的利益，现在他们不但没有保护好这种权益，反而还拿这种权益冒险。这一切都让巴菲特万分愤怒，但还有一件事情巴菲特压根儿都不知道：由斯滕莱特执笔的那份最后通牒发给所罗门后，根本没有引起其管理层的警觉。

几天后，董事会召开，巴菲特就所了解的一切谈了谈自己的想法。董事会取消了前高管订阅的杂志，撤销了他们的秘书、司机和专用轿车，取消了他们的长途电话和短信服务，甚至禁止这些高管进入所罗门的办公楼。此外，董事会还试图取消他们的健康保险。利普顿不再担任法律顾问。起初，巴菲特对此还持有异议，后来也同意了。因为大家一致认为利普顿的法律建议根本没有保护到所罗门的声誉。⁸

现在，登纳姆监管着所罗门。为了使法律团队避嫌，巴菲特又将罗恩·奥尔森引进团队。奥尔森是芒格-托尔斯-奥尔森律师事务所（简称MTO）的最新合伙人，他曾经参与过《布法罗晚报》案，现在是伯克希尔-哈撒韦的法律代表。⁹MTO微调了他们的关注范围，以帮助客户从法律体系中获得最好的结果——巴菲特认为，在此方面他们经验丰富。

巴菲特告诉奥尔森，他想要采取一种全新的措施。¹⁰现在所罗门的名声几乎遭到了致命的打击，已经摇摇欲坠。在巴菲特看来，所罗门已经无法承受任何指控了。¹¹现在的所罗门公司犹如癌症晚期患者。要想拯救所罗门，他认为必须采取极端措施，哪怕这种措施会让病人更加虚弱。巴菲特认为帮助所罗门规避指控的最好疗法就是表现出极大的忏悔之意。他将挖出最后一个癌细胞，用激光彻底销毁，加强整顿，绝不允许任何病症复发。

奥尔森上任第一天，就被纽约南部地区的检察官奥托·奥伯迈克召见。是否指控所罗门就是由奥伯迈克决定的。

我们向奥伯迈克提出的建议是要树立一个榜样。这将是非凡合作的一个榜样。我们树立了一个目标，这个目标将对未来被诉方的行为以及法律体系产生影响。

奥尔森做出了一个非同寻常的承诺。他当场放弃了所罗门公司的“律师——当事人保密特权”，而这一特权可以保护公司与律师之间的交流免受检察官调查。他说不管MTO在调查中发现什么，奥伯迈克都会知道。¹²说得直白一些，这就意味着MTO已经代表所罗门公司成了政府的左膀右臂。

“奥伯迈克很多疑，”奥尔森说，“他认为我们是中西部的江湖骗子，是来向他兜售货品的。”¹³他无法相信会有哪家公司自愿做违背他们利益的事情。毕竟，所罗门面临着被指控的危险。这一切用不了多长时间就可以得到证实。显然，这种“改革”并不是嘴上说说就完了的。

奥尔森很快飞到华盛顿，将一切汇报给了证券交易委员会的布里登。布里登也对这一切持有相同的怀疑。¹⁴

最初，大家还不清楚放弃特权意味着什么。弗兰克·巴伦——所罗门一家名为克拉瓦西-斯温-摩尔律师事务所的律师，负责解释这份非凡的礼物对司法部门的意义。由于已经做出了承诺，整个谈判的过程变得非常困难。所罗门没有任何砝码，而司法部门一个劲儿地施压，让所罗门履行承诺，并且也基本达到了其目的。¹⁵最后的协议将公司置于一个非常奇怪而又矛盾的局面中：让公司起诉自己的员工。MTO找到的关于员工有罪的证据越多，所罗门就越能表现出其愿意合作、洗清一切的决心。员工要么与公司合作，要么就会被解雇，正常的律师——当事人保密特权根本无法保护他们向调查人员所提供的证词。¹⁶

为了帮助巴菲特应对即将到来的国会质询，古特弗罗因德和他的律师几天后与奥尔森见了面。古特弗罗因德很愿意合作，但当他的律师试图对谈话做出一些规定时，奥尔森拒绝接受。最后，古特弗罗因德和他的律师离开了。¹⁷奥尔森回来向巴菲特汇报说他受到了“阻碍”。¹⁸

随着新的企业文化开始形成，整个所罗门上下变得混乱起来。在和奥伯迈克见面的几天后，奥尔森和巴菲特走进了世贸中心七楼的会议室。有人自动雇用了一家新的公关公司，20多人都围在一张巨型会议桌边等待奥尔森和巴菲特的到来。他们中有些人的确是为所罗门工作的，但大多数都是花钱雇来的说客。巴菲特听他们就如何挽救这场危机谈论了15分钟，然后他站了起来说：“抱歉，我得走了。”他弯下腰来，和奥尔森耳语了几句：“告诉他们，我们不需要他们。”然后他就走出了会议室。¹⁹

“天知道，这并不是我们被误解了。”巴菲特事后说，“我们没有公关问题，真正出问题的是我们自己的所作所为。”

8月30日是巴菲特的生日，这天他来到华盛顿，准备即将来临的国会质询。他安排史蒂夫·贝尔——所罗门华盛顿办事处的负责人召集了一班人，一起预测国会可能会提出的问题。

巴菲特下榻在华盛顿使馆区的一家酒店。随着突发事件不断出现，他连续两天都待在酒店房间里。在酒店，巴菲特遇到了一个电话接线生：卡罗琳·史密斯——后来成了他的秘书，帮他处理电话，送午餐、点心等。巴菲特私下里从不和卡罗琳·史密斯见面，但当财政部的布雷迪打来电话时，卡罗琳·史密斯还是想方设法和巴菲特说上了话，即使那时巴菲特将他房间里唯一一根电话线也切断了。²⁰

几天后，巴菲特抽时间去了趟所罗门公司豪华的办事处，那时贝尔正和一群人集思广益。贝尔提前给纽约打了电话，询问该给巴菲特准备什么样的午餐。“简单一点儿就行，”纽约那边告诉他，“汉堡包就可以了。”和过去几十年中的许多人一样，贝尔认为不能从字面上理解这个“简单一点儿”。所以，到了午餐时间时，厨师为巴菲特端来了一盘鱼，巴菲特碰都没碰。然后厨师又端上来一份配有进口奶酪的沙拉，巴菲特也没有吃。第三道菜是类似小牛肉之类的东西，巴菲特尝了一两口就把盘子推开了。“巴菲特先生，”贝尔忧心忡忡地说道，“我发现你什么都没吃。怎么了？有什么我们能为您效劳的吗？”

“谈到食物，我总是遵循一条很简单的原则。”巴菲特说道，“3岁小孩不吃的东西，我也不吃。”²¹

第二天，巴菲特、德里克·莫恩和登纳姆一起来到雷伯恩众议院办公大楼，在国会面前做证。为给他们精神支持，格雷厄姆也出席了，并和莫恩以及登纳姆坐在第一排。巴菲特给人留下了十分深刻的印象。他独自坐在小组委员会桌旁，宣誓将与国会以及监管人员合作。²²“我想知道过去到底发生了什么，这个污点只是少数几个人造成的，”他说，“和其他无辜的人无关。”

议员们以投资者救世主的姿态严厉谴责了所罗门公司，要求他们与过去划清界限。据莫恩所言，尽管如此，当巴菲特说“红海分开了，神谕出现了”时，²³他们还是对巴菲特感到非常敬畏。巴菲特认为问题出在华

尔街身上。“这个巨大的市场吸引了那些仅用金钱来衡量自己的人，”他说，“如果一个人的一生仅靠他有多少钱来衡量，或是用去年赚了多少钱来衡量，那么他迟早都要惹上麻烦。”巴菲特说，从现在开始，所罗门的重心将转移。

如果让公司亏钱了，我还能理解，但是如果让公司名誉受损，那我将毫不留情。

这句话后来成为公司诚信案例研究的对象。巴菲特这种毫不畏缩的原则性正是他本人的一种写照。这句话反映了他的诚实、正直、干脆和行事简单。巴菲特希望他本人所代表的品质——坦诚、正直、诚实等——也能成为所罗门公司的品质。

巴菲特回到世贸中心七楼的办公室后，给全体员工写了一封信，要求员工将所有违背法律和道德的事情都上报给他。他赦免了一些诸如违规报销这样轻微的道德错误，但他还是告诉员工：“要是有任何疑问，请给我打电话。”巴菲特将自己的家庭电话附在了信上。我们要以“最好”的方式做“最好”的事情，他在信中写道。²⁴

巴菲特想以他所谓的“重要测试”方式来管理事务。“不要只按规矩办事。”他说。

我想要员工都扪心自问一下，你们是否愿意那些见多识广、极具批评意识的记者们在第二天的当地报纸的头版登出你们的违法行为？是否愿意自己的妻儿朋友都看到这条新闻？²⁵

那时，员工们都在极力挽救公司。他们给客户打电话，请求他们不要抛弃所罗门，并且还在尽快地销售资产，以应付投资者的不停抢兑。迈克法兰和申购部门——出售和购买债券的部门——一边管理着复杂的资产，一边紧密地和贷方协商。有些贷方已不愿意将钱借给公司了。²⁶

公司的资金每天以10亿美元的速度在减少。迈克法兰和其他交易员与贷方又见了几次面，以确保他们了解情况，集中力量稳定所罗门的资金和客户关系，逐渐提升公司的业务。²⁷他们还清了公司所有的商业债务，重建了中期票据和长期票据还款计划。依靠期货市场和掉期交易（衍生交易），公司的交易员们掩盖了销售面临的巨大困难，艰难地在

市场中前行。如果其他经纪人看到他们这种销售模式，一定会再次引起骚动的。²⁸

在受法院指控的压力下，所罗门似乎很难生存下来。员工们明白巴菲特写信的含义。现在监管人员和国会都在全力追查此事，在这种情况下不能再有什么差错了。“我希望每个员工都是自己的监督员。”巴菲特说道。这就意味着，要想拯救公司，员工之间就需要互相监督。同时，大家都清楚MTO像扫雷艇一样对公司进行审查，就是希望找出任何有问题的地方来。现在，客户纷纷离开，交易大幅减少，恐惧感在公司里蔓延开来，公司长期以来建立的虚张声势的冒险文化也开始慢慢消退。

几天后，巴菲特又被召见，这次他是在参议院面前做证。科里根、布里登以及联邦法官对所罗门的印象仍然十分糟糕。当巴菲特坐在参议院大厅科里根身后几排的位置等待被传讯时，他听到参议员克里斯·多德质问科里根是否在保管美联储资金时玩忽职守了。²⁹科里根回答说没有。那封8月13日发出的由斯滕莱特执笔的信本是用来对管理进行调整的，然而却被人们忽视了。巴菲特认为科里根的回答就好比是所罗门公司朝他脸上吐了一口痰。

巴菲特的脑筋立刻动了起来。他知道这里面肯定有大问题，但他不明白科里根说的是什么。³⁰

轮到他做证时，巴菲特说：“一个国家有权利要求人们遵循其法律法规，所罗门公司没有尽到自己的义务。”国会议员们就所罗门所支付的超高薪水表示了质疑，一个债券交易员怎么可能挣到2 300万美元呢？他们质问道。“这也让我很困扰。”巴菲特回答说。议员们想要知道这是哪种债券套利，这种套利是否对经济有利。巴菲特解释了一下，然后说：“如果你们问我这里的交易员是否能和一个公立学校的好老师比，我真希望你们不要在这件事上给我施加压力了。”

为什么聪明人一大堆的董事会没有提高警觉呢？一个议员问道。巴菲特没有显示出他正在因斯滕莱特的那封信而生气——不管这封信写的是什麼，他只是说管理层隐瞒了一些信息。³¹他承认当第一个电话打来时，芒格是唯一头脑机智、能正确回答相关问题的人。

巴菲特并不是要有所罗门开脱：所罗门的确是一个拥有卓越企业文化公司，但是其员工的所作所为实在太糟糕了，而管理层对这种糟糕

的情形也处理不当。为这家“谎话大王”公司寻找托词并不能帮他们赢得朋友。是的，所罗门的确是一个经济上的罪恶之城。我们需要对其进行彻底的调查，清查那些造假的票据、被骗的资金以及各种各样的欺骗手段。

这种大胆的、引人瞩目的立场阻止了诈骗行为继续酝酿并蔓延下去。员工们对此举都很赞赏。“这个决策简直是太棒了，”埃里克·罗森菲尔德说，“这就是我们的行军令，我们按照这个指示来行动。”

巴菲特一回到所罗门，就立刻开始对那封斯藤莱特的信的细节进行调查。“他气得脸色铁青，”董事会成员格戴尔·霍罗威茨说，“这封信让所罗门的罪行更重了。巴菲特非常生气，因为他完全不知道此事，并且也没有见过这封信。”除了格劳贝尔会议外，这封信就是最严重的“信息封锁”行为了。将这封信扣留下来，实际上就表明了他们完全不顾科里根的要求，自行做出了一系列决定。巴菲特和芒格对优先管理的态度更加坚定了。几周后，芒格说：“我们要注意我们的统治者”——他指的是财政部和美联储——“随着我们的认知变化，我们的观念也应该改变。”由于古特弗罗因德也卷入了其中，“我们没有被宽恕的选择。”³²巴菲特说道。

巴菲特以异常的镇定和冷静处理着所罗门的麻烦事，而莫恩和其他一些员工则穿着“防护服”做着善后清理工作。但在这种看似平静的外表下，巴菲特内心却蕴藏着巨大的愤怒。为避免自己时刻想着所罗门，巴菲特开始一连几个小时玩一种名为Monty的电子游戏。他讨厌离开奥马哈。秘书格拉迪丝·凯泽注意到巴菲特回到奥马哈时精神还好，而不得离开时就显得异常沉重。她本想今年退休，但还是留了下来，因为想到公司现在的这种状况她实在是不忍心。³³像她这个年龄，纽约已不再适合她了。巴菲特现在变得非常孤僻，甚至都不愿出现在大厅里。一名高级经理说，很少看到巴菲特出现在所罗门大厅里。苏珊从旧金山赶来看他，凯瑟琳·格雷厄姆也过来陪他打桥牌。不久后，就连卡罗尔·卢米斯、乔治·吉莱斯皮和贝尔斯登的首席执行官格林伯格都经常过来陪他打桥牌。桥牌让巴菲特彻底放松了下来，因为他只有打桥牌的时候，才不会去想其他事情。而就在几英里外的住宅区，在其摆满各种艺术品的豪华公寓内，巴菲特的老朋友丹·考因刚死于癌症。

巴菲特夜不能寐。在纽约的时候，他每天午夜12点半打电话回家，因为他在奥马哈有特权，可以早一点儿拿到《华尔街日报》，这样他就

可以让人通过电话将第二天才会刊登的新闻报道读给他听。³⁴他坐立不安地听着新闻，担心有什么对所罗门不利的报道。通常来说都会有些负面报道，但巴菲特至少能在员工了解之前就知道这些报道。实际上，比起巴菲特大老远从奥马哈弄到报道来说，有些员工并不关注周围的事情，他们对自己家庭的关注程度还不如巴菲特对奥马哈市的关注程度。员工们一天连续工作14~15个小时，就是为了在当前出现困难的情况下和公司共渡难关。所罗门的股票和债券销售员不断给客户打电话，让他们相信公司不会垮掉。但是投资银行的客户依然取消了他们原本达成的交易。英国电信也将所罗门从大客户单上删除，以至于古特弗罗因德不得不亲自去伦敦解决问题。正是这次去伦敦，让古特弗罗因德错过了和巴菲特通电话，从而导致了丑闻的泄露。处理其他业务的银行家们也都面临着一个难题——其他竞争者将所罗门公司危险的情况当作把柄来和他们竞争。³⁵

与此同时，公司内部也开始了大刀阔斧的人员调整。莫恩先是将罗森菲尔德提拔为交易主管，让他和销售部的主管麦金托什合作。罗森菲尔德原本是大学教授，以前从没有在一个超过5个人的团队里工作过，现在却发现自己突然要管理600名员工。调查人员也声称要开除一些交易员。在管理这600名员工的同时，罗森菲尔德还配合律师重新调查了数千笔交易，以重建交易制度。³⁶

罗森菲尔德并不想升职，他和其他员工都希望梅里韦瑟能回来。梅里韦瑟的办公室还和他走时一模一样。高尔夫球具——他的权力象征——还待在墙角，清洁工也将神龛打扫得一尘不染。员工们都聚集在此祈求公司生意好转，同时他们还祈求梅里韦瑟能早点回来。所罗门的股票已暴跌到20美元。

随着调查有条不紊地进行着，员工们感觉自己就像是做苦工一样。这时巴菲特脑子里只有两件事情：伯克希尔-哈撒韦和所罗门的调查。巴菲特刚刚收购了一家制鞋公司——布朗鞋业，之后就立刻让他的秘书保拉去图书馆搜索莫尔斯鞋业的相关资料。莫尔斯鞋业是一家刚刚登记破产的制鞋公司。³⁷

尽管如此，所罗门事件还是占用了巴菲特大部分注意力。所罗门的丑闻早已超越了早期的其他一些丑闻——比如德崇证券的伊万·博斯基和迈克尔·米尔肯丑闻——让人们觉得华尔街已经腐败透顶。巴菲特在国会做证后不久，其他一些经纪人公司也纷纷效仿其做法，前往国会做证。

38到目前为止，所罗门案件的调查人员发现，莫泽尔有8次申购债券的比例超过了财政部规定的35%上限，提交假的客户名单申报，故意抬高客户的报价，并且在客户不知情的情况下将多余的债券转入所罗门自己的账户。还有4次，他甚至申购了所发行债券中的75%。39随着情况越来越严重，巴菲特也采取了更严厉的措施。在第二次董事会会议上，巴菲特组织了一次讨论。为什么所罗门要付费给古特弗罗因德的律师让其来妨碍我们的工作成了这次会议的主要讨论内容。40几乎所有董事一致同意采取两个惊人的措施：不付古特弗罗因德解雇费，并且公司不再支付这位前任首席执行官的法律费用。41

现在主要有两件事情：美联储是否还将所罗门当作主要的交易商，以及如何处理所罗门违法交易这宗案子。对是否暂停所罗门的业务美联储目前还没有权宜之计。“这就好比是对一个人在技术上执行了死刑，然后又想办法让他复活一样。”美联储主席格林斯潘说。10月份，美联储的确认认真考虑过将所罗门停牌，之所以还让它继续运营完全是因为政客们施加压力的结果。42

美国律师协会认为他们有足够的证据对所罗门的违法行为进行指控。依照现行的法律，公司不能为自己的员工行为进行辩护。所罗门的律师加里·纳夫达利斯认为，如果真被指控，公司很有可能被定罪。显然，公司上上下下都希望早点儿了结这场官司。只要官司一天不结束，所罗门就将一直受到死亡威胁。客户也明白这一点，但是纳夫达利斯一点儿也不着急。他说草率做出决定也许会让所罗门受到更多指控，多点儿时间也许能让他说服人们相信所罗门不应该受到指控，能让所罗门展示出其合作意愿，并且还很有可能让起诉者不再指控所罗门。43

在经过对公司长达3个月的改革后，一天，登纳姆将巴菲特、奥尔森、纳夫达利斯和弗兰克·巴伦领到了一个秘密地点。这个地方是在奥伯迈克的坚持下选出来的，离检察官在圣安德鲁斯广场市政大厅的办公室仅半英里远。这是他们最后一次试图说服奥伯迈克和他的律师不要起诉所罗门。44

奥伯迈克是个老派的日耳曼人，他尊重法律，对美国检察院的历史和传统相当敬重。这次他想弄明白该如何处理这次违法案件。他看清了这件事情的独特性质。“这不是纽约地铁上的一起袭击案。”他说。实际上，他曾多次致电科里根了解美国证券市场的详情，了解两年期票据和三十年期债券之间的不同，了解拍卖的频率以及操作流程。45

在一个小会议室面对奥伯迈克时，巴菲特占据了谈话的主动权。他尽力表示自己曾多次强调的观点：如果受到指控，公司肯定将倒闭。奥伯迈克将克莱斯勒的案例拿出来作了比较。尽管受到起诉，克莱斯勒还是幸存下来了。⁴⁶一个出售硬件资产的公司和一个仅仅买卖纸面承诺的公司之间的不同最初并不明显。巴菲特想要摆脱所罗门员工在《说谎者的扑克牌》中扔洋葱汉堡的懒虫形象，并想方设法让员工相信如果所罗门倒闭，他们也将失业。他还保证不会卖掉所罗门的股票，而他的员工也将继续留任工作。此外，巴菲特还阐述了公司正在经历的全面的文化变革的本质。这一切都给奥伯迈克留下了深刻的印象，但表面上他还装作若无其事，毕竟他还要考虑很多其他因素。⁴⁷所罗门团队只好打道回府，对自己是否能够成功压根儿没底。

隆冬时节，所罗门作为主要交易商的地位问题仍旧没有解决。公司还是没有和客户交易的权利，财政部那时也无法采取任何措施。虽然面临着公司将被控罪的威胁，巴菲特和莫恩还是在努力证明他们是可以拯救公司的。巴菲特在《华尔街日报》上登了整版广告，向人们解释公司的新规则。⁴⁸

我说过，要让员工的行为符合我们的规则，而不是降低标准去迁就员工，但我发现一切并不容易。

巴菲特日复一日地继续努力着，但对华尔街认为理所当然的奢侈生活方式大为震惊。那些高管的专用厨房简直和纽约的餐馆一样大。厨房中不仅有毕业于美国烹饪学院的厨师担当主厨，还有专门的糕点师、副主厨以及众多厨师。高管们可以点“地球上任何他们想要的东西”当作午餐。⁴⁹巴菲特刚到纽约的前几天，曾收到另一家银行董事长的信，邀请他共进午餐，这样的话他们的厨师就可以一较高下了。但其实在检测厨师技能方面，巴菲特的想法十分简单：每天点个汉堡包当午餐就够了。

沮丧的厨师做了一批又一批的薯条。他们精心地削着土豆皮，然后将土豆切得很细，紧接着迅速放入油锅搅拌，直到酥脆程度刚刚好。出锅后，厨师又将薯条精细地码放成金字塔形状，放在巴菲特每日必吃的汉堡包旁边。然而，巴菲特一边心不在焉地吃着，一边却还想着麦当劳的薯条。

在巴菲特看来，餐厅就是华尔街文化的象征，他觉得华尔街的这种

文化相当可恶。巴菲特出生于一个物质匮乏、生活节奏缓慢的时代，而他也一直按照这种方式来安排自己的生活。但华尔街拥有大量金钱，生活也是按照最快节奏进行的。人们每天早上5点就离开家，夜里9点或10点才回到家。雇主们以金钱来诱惑他们不停地工作，却要求他们时刻保持清醒，像跑步机一样不停运转。股票交易市场的交易员抽着特制雪茄的情景，在巴菲特的童年中留下了十分深刻的印象，但如今这一切太让人吃惊了。

他们在楼下还有个美发店，但他们从来没有告诉过我。他们担心我发现后会出现不良后果。他们甚至还派了个人来帮我擦鞋，而我根本不用付钱。

一个员工曾说，所罗门的高管以前觉得“除了叉子以外，上帝禁止他们举起任何东西”。巴菲特这位新来的亿万富翁老板的行为在他本人看来十分平常，但却让所罗门的员工大为震惊。一天晚上，在去打桥牌的路上，巴菲特让他的司机停下车。他下了车，走到附近的一个商店，几分钟后又回来了。他的司机目瞪口呆：巴菲特居然拿着满满一兜子三明治和可口可乐。⁵⁰这就是新的所罗门。

但在薪水上的争论却泾渭分明。初秋的时候，巴菲特告诉员工，年底的奖金将减少1.1亿美元。“那些贡献平庸的员工将被减薪。”他说道。⁵¹巴菲特认为一切都简单明了。贡献越多的人得到的也越多，没有贡献的人什么也得不到。莫恩很赞同巴菲特的这种分配思想。毕竟我们不能仅仅以一个人拥有三栋房子，要赡养两个前妻就让其成为百万富翁。⁵²但巴菲特却高估了人们的忍耐力。那些以前享受着高薪的富有员工，如今却发现自己要被人剥削了。

巴菲特认为员工们不可能在股东有损失的情况下还拿着高薪。实际上员工们和他的想法恰恰相反，因为多年来他们一直是被这么对待的。自从去年以来员工收入开始锐减，他们认为巴菲特是想通过减薪把莫泽尔犯下的错误转移到他们身上，但公司的困境并不是员工造成的啊！实际上，员工们对公司仍旧忠心耿耿，并且还忍受着公司带给他们的耻辱和困境，他们在背后默默无闻地承担着一切，因此他们觉得自己应该得到有竞争力的薪酬。公司业务不好并不是他们的过错，在公司受到指控压力的情况下，怎么能指望他们和客户进行投资交易呢？巴菲特难道不明白这一点吗？员工们面临着这样一个事实：华尔街每个人都知道，在

巴菲特看来，投资银行家只不过是一群穿着光鲜的窝囊废罢了。尽管所罗门问题不小，但这一年所罗门的经济状况并不差。员工们讨厌那些原本是贪婪的亿万富翁，却认为员工很贪心的老板。

沮丧的交易员、销售人员以及银行家都希望混到年底拿到奖金后再辞职。那时也是传统的辞职期，虽然奖金少了，但还是有好几百万的奖金将在年底发放。

减少节日奖金的同时，关于减少薪水的问题也引起了公司前所未有的震动。公司13位重要的高管发现自己的薪水减少了一半。公布薪水的时候，所罗门的走廊和交易大厅立刻起了骚动。由于预算和奖金都遭到大幅削减，交易员和银行家纷纷走人。证券部门——投资银行家的老巢——一半的人离开了。交易大厅剩下的人也在临时罢工。

一天，巴菲特走过几个街区来到美国运通，和其首席执行官吉姆·罗宾逊吃午餐。“吉姆，”他说，“虽然我想这不可能，但我刚刚的确发了9亿美元的奖金。”尽管如此，他还是认为除了莫恩和另外一两个他带进公司来的人以外，其他人都对他很生气。⁵³

他们拿了钱就走了。大家都跑了。

很明显，公司一切都依靠员工。⁵⁴投资银行家没有挣到什么钱，但他们仍然觉得自己是贵族。他们憎恨交易员，其中一部分原因是交易员们挣钱了，因此其分量更重。

巴菲特刚刚拯救了所罗门，他认为这件事对员工来说意义重大。但事实上并非如此。“我们感激了大约5分钟吧。”一个曾在所罗门工作过的员工说道。在领到不尽如人意的奖金这天，员工们甚至都忘记了要不是巴菲特，他们早就失业了。“沃伦根本不知道如何管理人事。”这句话成了前任员工广为流传的话。所罗门并不是一个你可以随便提高价格，削减开支，将生意上赚取的资金直接上报给总公司的地方（尽管巴菲特已经竭尽全力了）。正如奥尔森指出的，在你“可能一天之内被人用刀捅成筛子”的时期，如果人们有其他选择，你就必须激发这些聪明人的积极性。巴菲特将这次的薪水事件看作是一次文化测试：那些离开的人，是公司完全不需要的唯利是图的人，而那些留下来的人，才是公司真正需要的人。

华尔街是个唯利是图的地方。很多高层员工陆陆续续地离开，走的时候还将大宗业务带给了原公司的竞争对手。巴菲特无法入睡。“我没有办法不去想这件事。”他说道。巴菲特一生都在避免为那些没有安全退路的事情做出承诺，然而他最终却无法控制。“我一直都小心翼翼，不想牵扯进去。在所罗门，我发现自己在维护一些根本不想维护的事情，之后，还发现被自己的公司所指责。”

几个月过去了，奥伯迈尔还在思考所罗门的行为是否坏到了该指控的地步。他知道，一旦所罗门被指控，“就好比敲响了丧钟”。⁵⁵在申购债券作假方面，他认为与其说莫泽尔的行为让所罗门变得更富裕，还不如说他的行为是受财政部规章的漏洞所诱导，但这种造假行为并没有带来什么严重的财务损失。⁵⁶另一方面，奥伯迈尔也考虑了巴菲特的承诺和所罗门变革后的新文化。

在布里登的协助下，奥伯迈尔开始和所罗门进行最终谈判，目的是想让公司逃过此次指控。来自克拉瓦西的弗兰克·巴伦也来到美国证券交易委员会和比尔·麦克卢卡斯一起讨论。麦克卢卡斯是布里登的代表，他告诉巴伦，司法部和财政部对所罗门的罚款是1.9亿美元，另加上1亿美元的赔偿金。巴伦十分震惊——对于一个仅仅违反了财政部规定，却并没有给市场客户造成任何重大损失的交易商来说，这种处罚实在是太重了。为什么？他问道。“弗兰克，”麦克卢卡斯说，“你要明白之所以罚款1.9亿美元，是因为理查德·布里登就是这么决定的。”⁵⁷

周日早上，约翰·梅里韦瑟脸色苍白，浑身发抖地冲进会议室，引用布里登的话说“所罗门的核心已经腐烂”。无人能左右这个决定，所罗门同意支付这笔巨额赔偿。

巴菲特想要尽快扭转所罗门这种“核心已经腐烂”的形象。尽管所罗门内部出现了不少反对意见，巴菲特还是拒绝了一个又一个他认为打擦边球的做法。后来，又出现了一件事，几乎让整个解决方案作废。

莫泽尔突然向政府认罪。他承认，他和其他公司员工所卷入的以避税为目的的秘密交易实际上是为了保护其他公司不受损失。这种税务交易使得起诉者更有理由对所罗门进行指控。除了明显的自救动机以外，莫泽尔还有充足的理由来隐藏自己的苦涩情绪。就算公司的前任领导适当处理了此事，他肯定还是会被解雇，并且还很有可能被控诈骗罪，同时惹来牢狱之灾——但至少不会让他的名字登上各大报纸头版，并成为

史上制造最大金融案的人。

在一次紧急董事会会议上，奥伯迈尔让奥尔森尽快把税务交易的事情搞定。他说他已经决定不再深究莫泽尔最新的供词。不管新的情况如何，所罗门都将与美国国税局合作。他还认为，公司其他的一些不当行为也十分严重，“就算不会让公司整个形象大大倒退，至少也会对公司产生一定影响”。⁵⁸尽管如此，公司还不至于被判死刑。

5月20日，奥伯迈尔从办公室打电话给奥尔森，说政府将撤销所有控诉，不会对所罗门进行指控。美国检察院与美国证券交易委员会判定所罗门犯有诈骗罪以及违规记账罪，同时还判定所罗门支付1亿美元的罚款。这成了美国历史上第二大罚金案件。除了所罗门自己查处的莫泽尔的非法行为以外，政府再没有查出其他的犯罪行为。莫泽尔将入狱4个月，并支付110万美元的罚款，同时，他还被判罚终身禁止从事金融业。⁵⁹古特弗罗因德、梅里韦瑟以及斯特劳斯，由于对莫泽尔监管不严，也被处以适当罚款，并禁止从事金融业几个月。⁶⁰

有人认为，比起因操控股票和囤积股票而罚款6.5亿美元的德崇证券公司来说，所罗门的处罚太轻了。但大多数人认为，仅仅因为一个员工犯了技术上的错误，就处以这么巨额的罚款太让人震惊了。实际上，有些人认为，所罗门这么轻易就向政府认罪，等于是放弃了它的协商影响力。但不管怎么说，这么大一笔罚款实际表明所罗门在向上级汇报上失职了，并且也说明众多监管人员玩忽职守。换句话说，“吮拇指”和模糊处理几乎让所罗门倾家荡产。因此，正如政府巧妙的说法：这只是一起包庇罪，并不是真正意义上的犯罪。

在结果宣判后三天，考因死于癌症。巴菲特写了一封情真意切的悼词，想要亲自朗读。他让秘书保拉路过他下榻的酒店时把悼文取走，以便把悼词打印出来。但当保拉到达酒店时，巴菲特在房门口痛苦地看了保拉一眼，说他不能亲自在考因的葬礼上念悼词了，苏珊将代替他读。⁶¹巴菲特最后还是去了葬礼。“整个葬礼上，我都在浑身颤抖。”他说。

而后，巴菲特回到了工作中。据所罗门估计，莫泽尔从交易中挣的400万美元利润，使得公司在业务、罚款、违约金和法律费用上一共损失了8亿美元。而且，公司作为主要交易商的地位问题还没有得以解决。但现在可以得出结论，一切都可以朝着对所罗门有利的方向来解决。⁶²员工的辞职现象开始有所缓解，评级机构开始提升所罗门的债务

等级，客户们也慢慢回来了。随着所罗门的股价慢慢攀升至33美元，巴菲特再也等不及要回到奥马哈了。他宣布自己将辞职。莫恩接过了首席执行官的位置，巴菲特又任命MTO律师登纳姆为公司董事长。当一切结束时，凯泽说：“我几乎看到人们长长地舒了一口气，就好比一夜之间，沃伦又回来了一样。”

在1992年那个忧伤的春天，就在所罗门颤颤巍巍地走过这一切时，如何处置其他违法的人又成了一个问题。除了莫泽尔以外，第二个有重大责任的人就是古特弗罗因德。尽管从法律上讲古特弗罗因德够不上判刑，但毕竟负总责的还是古特弗罗因德。

在得到多少补偿费问题上，古特弗罗因德认为他应该得到当初所承诺的——只要巴菲特和芒格还活着，他就将得到“公平的待遇”。现在，双方对这种“公平待遇”的看法大不相同了。

古特弗罗因德的律师认为，在上一年8月那个重要的周末，他和芒格达成了协议。在就一系列解雇条款达成共识的情况下，芒格收到了辞职信。古特弗罗因德认为他的牺牲是为了拯救公司，而薪水、股票以及遣散费加起来，公司还欠他3 500万美元。而所罗门则认为芒格根本没有和他达成此项协议。董事会同意严格执行公司对古特弗罗因德的福利计划，但要撤回他的认股权，尽管认股权计划并不包含在任何情况下没收认股权的条款。这样，公司仅同意给他860万美元。

古特弗罗因德恼羞成怒，他拒绝所罗门给他的赔偿。“完全不是这样！”他说，“作为原则性问题，我要上诉！”⁶³他的律师认为公司给出的赔偿并不是要和古特弗罗因德好好谈判，而是故意羞辱，想要就此解雇古特弗罗因德。1993年，古特弗罗因德将所罗门告上了仲裁法庭。

在整个仲裁过程中，持中立态度的仲裁人员听取了双方的呈词，然后做出了有约束力的裁决。仲裁本身就是一次赌博，因为仲裁委员会一旦做出决定，双方就必须按照决定来做，永不协商了。

古特弗罗因德被迫搬到只有3个房间的办公室，当兼职秘书不在的时候，古特弗罗因德还要亲自接电话。他十分懊悔地想起妻子苏珊——如今被媒体冠名为“玛丽·安托瓦内特”曾告诉过他不要辞职（好像他当时还能有别的选择一样），说如果他辞职，他就会失业。他们已经被纽约社交圈所抛弃。媒体以一种他从未想象过的、无比粗暴的方式对待他，

将他和博斯基、米尔肯这样的罪犯相提并论。⁶⁴他的很多朋友已经离他而去。没有所罗门的支持，古特弗罗因德只能自己花大笔金钱来为自己辩护。

古特弗罗因德想通过仲裁来摆脱自己的罪名。但公众对所罗门官司的深入挖掘——这本可以安抚古特弗罗因德受伤的自尊——却使得巴菲特不愿意就此妥协。巴菲特非常看重所罗门的形象，但古特弗罗因德的表现让他大失所望。他在仲裁委员会面前重述整件事情，让不依不饶的媒体一再大肆报道，这一切都让巴菲特无法以慷慨的态度来对待古特弗罗因德的所作所为。现在，巴菲特和古特弗罗因德不再是合作伙伴了，在巴菲特看来，他曾经所原谅的违规行为变得越来越严重。即使没有这种“后见之明”，这种违规行为也是不可原谅的。

- 1987年重新定价的认股权使巴菲特损失了大笔金钱。

- 来自美联储的由斯滕莱特执笔的讨伐信件，在巴菲特知道时，要做出反应已经太迟了。

- 在和财政部的格劳贝尔见面时，古特弗罗因德保持沉默，对此，巴菲特和其他董事成员都不知道。

- 股本计划让员工就算在被解雇的情况下也能保留股票。该计划是古特弗罗因德在1991年那个至关重要的春天向董事会和股东提出来的。

巴菲特认为这一切都是一场悲剧，绝不应该再次发生了。而古特弗罗因德的行为是一种奇怪的越轨行为。尽管古特弗罗因德向来是避免冲突的，但一旦面临战争，他的代理人就会像被逼入困境的鬣狗一样为他而战。芒格曾有意说过诸如“古特弗罗因德使拿破仑都黯然失色”这样的话，如今他在仲裁中也被认为是一个不光彩的角色。⁶⁵芒格的证词变得非常重要，因为他是唯一一个和古特弗罗因德的律师菲利普·霍华德协商过的人。

纽约股票交易市场的年轻主席——迪克·格拉索，指派了三名头发灰白的仲裁官，在交易中心一间昏暗的房间里决定古特弗罗因德的命运。⁶⁶来自克拉瓦西的律师团有所罗门董事会成员、现任员工、前任员工、巴菲特和芒格的证词支持，开始对古特弗罗因德进行轮番轰炸。在每次

仲裁人员都在场的情况下，这番轰炸整整持续了几个月时间，60多个来回。

仲裁人员一次又一次地听着芒格和菲利普·霍华德之间的对话。菲利普总是一再检查古特弗罗因德所要求的赔偿清单，而芒格却以各种方式来看待这个清单。对于菲利普没有古特弗罗因德的辞职文件上签字这一点，所有人都表示认可。但对于那晚发生的其他事情，人们的看法却各不相同。菲利普坚持认为芒格和他达成了共识。

古特弗罗因德的律师将芒格称为见证人。克拉瓦西-斯温-摩尔公司的弗兰克·巴伦则试图让芒格好好准备一下，但芒格已经对整个仲裁过程感到极其厌烦了。尽管巴伦让芒格自己好好准备，但作为一个不喜欢支付法律费用的律师来说，芒格总爱在仲裁者面前即兴陈词。为了准备他的证词，克拉瓦西雇用了大批专职律师助手。⁶⁷当芒格开始做证时，从他口里说出的每一句话“都和我们所准备的毫不相关”，巴伦说，“将芒格置于见证人的位置，是我作为律师所经历过的最让人紧张，最容易让人头皮发麻的事情。”⁶⁸

芒格作为见证人的自信无可匹敌。很多次，首席仲裁员都几乎恼羞成怒了，他命令芒格说：“芒格先生，你能在回答问题前，先听我把问题问完吗？”

芒格坚持认为，在见菲利普·霍华德的那天晚上，“他故意没有听……虽然为了表示礼貌……但我并没有注意他说什么……我有些心不在焉……我只是礼貌地坐在那里。”

古特弗罗因德的律师问他，他是否作了一个有意识的决定：不听也不说话。

“不是，”芒格说，“当要说话的时候，我还是说了。我的缺点就是直言不讳。我也许会不带感情地讨论几件事情。这是我最让人讨厌的谈话习惯之一，这个习惯跟了我一辈子。”

“因此，每当有事情快要结束时，我总能找到辩驳之词。”他说，然后就会将辩驳之词说出来。菲利普要求为古特弗罗因德申请赔偿金。作为一起法律案件，芒格又不带感情地说起了这件事。

“我想我跟菲利普说过，‘你甚至不知道你要什么。天知道诉讼的时

候会怎么样。谁知道事情会怎么发展呢？如果你认为这次应该插手这件事情，那么你就错误地代表了你的客户。”

“这就是你试图逃避的对话吗？”古特弗罗因德的律师问。

“不是。当我说话的时候，我试图加入到谈话中去。”芒格发誓说，“我试图记住我所说的一切。”

“这是你几次故意不去听的对话吗？”

“你说什么？”芒格说，“我只是走神儿了，我不是故意这么做的。”

“这是你几次故意不去听的对话吗？”

“不好意思，我不得不说我又走神儿了。你能再重复一次吗？这次我将全神贯注。”

古特弗罗因德的律师将问题问了三遍。

“的确，”芒格说，“我脑子不停地在动。”

可以想象仲裁者、律师和古特弗罗因德听到这句话时，心里是怎么想的。可惜的是，菲利普多半不能理解问题主要源于他对芒格思考模式的特征不够了解。他不知道，芒格偶尔思想跳跃性的回答，主要是由极少情况下穿透他冷漠思想的刺激造成的。只要芒格拒绝了，菲利普就自以为他们是在协商，而不是在简单地听芒格说。而当芒格什么话也不说，或者是对谈话嗤之以鼻时，菲利普就认为芒格是表示赞同，或至少是没对他刚才说的话表示反对。没有人跟他解释，芒格早已经走神儿了。

古特弗罗因德的律师用巴菲特以前曾做出的证词来提醒芒格，在这份证词中，巴菲特认可古特弗罗因德有权利这么做。芒格先生是否还记得巴菲特先生这么说过呢？

“我不记得巴菲特先生说过的话，我也不记得我自己说过的。”芒格说，“当然，这件事的重点在于你指望我们公平处理此事。”⁶⁹

问题在于如何界定这个“公平”。在古特弗罗因德该拿的和已经拿的钱的问题上，所罗门从来没有争议。争论在于古特弗罗因德被解雇后是

否应将事实公之于众。因此，整个案子变成了证明古特弗罗因德案是否应该终止的讨论。就连福伊尔施泰因都认同，在隐瞒从格劳贝尔那里所知道的情况的问题上，古特弗罗因德对政府撒了谎。尽管大家都认为这是非常奇怪的，与他个人作风不相符的行为，但事实就是这样。

为了对所罗门公平合理，古特弗罗因德终于明白为什么公司费尽心思来证明他应该被解雇。他知道，对他进行诽谤符合每个人的利益，但是这种反差让他感觉十分困扰。从某些方面来说，一切都该结束，他就是这么认为的。

尽管如此，每个人——包括巴菲特在内——都认为古特弗罗因德还是有权领到一些补偿费的。巴菲特让巴特勒——巴菲特GEICO董事会的伙伴和私人朋友——两次召见古特弗罗因德，给了他1 400万美元。巴特勒悄悄告诉古特弗罗因德说：“我还可以帮你多争取一些。”巴菲特本打算给1 800万美元的。⁷⁰但是古特弗罗因德觉得整个过程对他来说是一种羞辱。他认为芒格非常吝啬，又自以为是。因此，古特弗罗因德生气地拒绝了。仲裁官于是做出了决定。

双方对证一直持续到了1994年春天，仲裁人员已经厌烦了这种没有止境、转来转去，又互相矛盾的争论。一方总是试图证明自己是清白的，而另一方又将古特弗罗因德描绘成一个恶魔。因此，在最终裁决时，古特弗罗因德的律师拿出一张表，要求连同利息、罚款、股票升值以及其他一些款项在内，一共赔偿古特弗罗因德5 630万美元。

在仲裁人员痛苦地做出最后判决前，所罗门的律师和员工都开始就此事打赌。仲裁法庭会判给古特弗罗因德多少钱呢？人们打赌最低会判给他1 200万美元，最高将判给他2 200万美元。⁷¹

没有人知道仲裁官在最后裁决时会考虑哪个因素。但当裁决最后宣布时，法庭判定不用给古特弗罗因德任何赔偿，因此一分钱也没有判给他。

50

卵巢彩票

环游世界，1991~1995

巴菲特在国会上的证词和他解救所罗门的行为让他从一个富有的投资商变身为国家英雄。发生在所罗门中的事情并不只是一个好人还是坏人的故事这么简单，巴菲特用一种反传统的方法解决了问题：对于那些法律条文的制定者和推行者，巴菲特并没有卑躬屈膝，而是以一种平等的方式化解了危机。这样的做法触动了人们心中最善良的一块领地：诚实最终可以得到回报，罪恶可以通过善良来化解。当一切丑闻平息的时候，巴菲特的名气也随之飙升，随之飙升的还有公司的股价，伯克希尔-哈撒韦的股票突破了每股10 000美元，公司的资产总值达到了44亿美元！苏珊手里持有的股票总值达到了5亿美元！那些从1957年开始对伯克希尔进行投资的人，只要他们没有中途退出，那么他们当初每投入1 000美元就能得到350万美元的回报！

现在巴菲特身边总是围绕着各种各样的人，只要他走进某个房间，便立刻令其蓬荜生辉。巴菲特所到之处，人们都用无比虔诚的眼神看着他，希望能和巴菲特握一下手，哪怕是碰他一下也好。在股神面前，人们紧张得说不出话来，或者干脆就是胡言乱语，不管巴菲特说什么，人们都用一种仰视的眼神望着眼前的英雄。

我21岁的时候就能给人们提供投资意见了，那时的我非常擅长告诉别人怎么做，不过当时没有人听我的。也许那时我说的话是充满智慧的，即便如此我也不会像现在这样引来这么多关注的目光。现在即使我说出一些最愚蠢的话，也有些人会认为我说这话或许有什么暗含的意思。

忽然间，巴菲特开始生活在光环之下，总是有记者不断给他打电话，有人跟踪他，而目标只是为了要一张巴菲特的签名照片，巴菲特也因此成了摄影师们的最爱。美国好莱坞老牌影星嘉宝写信向巴菲特要一张签名照。作家们开始着手写关于巴菲特的书，那些天天和巴菲特一起工作的人更是见证了这种狂热的气氛。一天一位女士出现在了巴菲特的

办公室，她不断地向巴菲特鞠躬，最后连格拉迪丝·凯泽都生气了，“你不要再给他鞠躬了！”

人们把巴菲特捧上了天，但是所罗门的雇员还有之前被该公司解雇的雇员们并不这么看，他们自然不会对巴菲特心存任何感激之情。在他们看来，是巴菲特抑制了公司的发展，剥夺了他们原本自由的公司文化，破坏了公司原来发奖金日的喜庆气氛（之前巴菲特曾下令削减员工奖金）。他们更是知道巴菲特从一开始就对进行套期交易的所罗门公司十分鄙视，这一点他们比谁都清楚！几乎所有在所罗门工作的人都有一肚子的苦水要吐，而且都是有关巴菲特的。不久，有关巴菲特在工作时极度理性甚至偏向冷血的态度与他平凡的外表之间形成巨大反差的报道开始见诸报端。人们对巴菲特的理解出现了分歧，他究竟是那个坐在走廊里，手里拿着一杯柠檬汁讲故事的和蔼老头，还是那个深谙投资理念的传奇富豪？作为一家投资银行董事长的巴菲特，现在却大肆宣扬华尔街不过是一个金融骗子聚集的是非之地，巴菲特到底在干什么？人们对这一切充满了好奇。

巴菲特希望能把所罗门的员工获得薪酬的方式与股东的利益联系起来，但是他的重点却在相关的赔偿问题上。巴菲特深知几乎所有行业都存在自身利益与客户利益之间不可调和的矛盾，解决好赔偿问题有利于他更宏观地把握大局，但是解决这个问题关键所在就是全盘抛弃所罗门公司原来的经营战略，这几乎是对所罗门公司的颠覆！1991年，《华尔街日报》和《新共和报》¹都在抨击巴菲特两种截然不同的生活方式——一方面，巴菲特总是说自己是美国中西部的代表，出生于一个中产阶级家庭，每天都要很早起为工作而奔波，但另一方面，巴菲特也会经常宴请那些社会名流。两种完全不同的生活方式让媒体哑舌，他们希望能在巴菲特身上挖出一些大新闻。《华尔街日报》在侧栏版面里刊登了一条这样的新闻，“巴菲特只和有钱有势的人交朋友”，并在文中指出巴菲特通过结交像美国大使沃尔特·安娜伯格夫妇这样的高官抬高自己的身价。²不过文章中被点名的几位也在事后做出了回应，否认了报纸上的说法，这其中就包括汤姆·墨菲和比尔·盖茨，而后者只是巴菲特新近结交的朋友。其实墨菲是先于巴菲特认识盖茨的，两人就墨菲在电视广告的制作上所费不赀一事在巴菲特集团会议上聊了很久。而在《华尔街日报》笔下，这段对话被歪曲报道为表明巴菲特集团在思考广告价格的走势以及正常的广告费用应该是什么水平，而这可能成为反垄断的“灰色地带”。³对这一不实报道，巴菲特和朋友们曾多次找报社进行交涉，但始

终没有什么结果。之前，盖茨曾因微软与IBM公司涉嫌垄断个人电脑软件市场而遭到了联邦政府的调查，所以人们普遍认为盖茨不想再次搅入有关反垄断的事件，甚至不希望把自己放大在公众面前。事后，巴菲特收到了一封盖茨亲笔所写的致歉信，后者对这一令人难堪的报道困扰到巴菲特表示了歉意。⁴而那时他们两个人认识还不到5个月。

1991年美国独立日（7月4日）那个周末，巴菲特和盖茨见面了。这次会面是在凯瑟琳·格雷厄姆和她所拥有的《华盛顿邮报》的主编梅格·格林菲尔德的倡议下进行的，地点选在了华盛顿州的班布里奇岛。他们希望巴菲特和盖茨两位巨人能在这里过一个周末，放松一下他们的神经。不过对于巴菲特来说，他并不愿意去：从西雅图到班布里奇岛坐轮渡大约需要半个小时，但要离开这里，只有乘船、水上飞机或者搭便车三种方法，只是这次聚会凯瑟琳他们什么交通方式也没有提供，要想离开，对于巴菲特来说很困难。此外，格林菲尔德建议巴菲特参观胡德运河附近的一处四居室的建筑，这是盖茨为家人修建的小别墅。对于盖茨，巴菲特还是非常欣赏的。巴菲特比他年长25岁，他知道盖茨是一个非常聪明的人，更重要的是，一直以来，两人就是《福布斯》财富榜上争相被人们比较的对象。不过，以巴菲特对于IT业人士并不感冒的性格，他自己是肯定不会加入凯瑟琳的周末之旅的，但是在格林菲尔德的劝说下，巴菲特动摇了。格林菲尔德告诉他：“你肯定会喜欢上盖茨的父母的，而且还有很多有意思的人也会去。”最终，巴菲特还是同意了。

凯瑟琳和巴菲特驱车赶往格林菲尔德的“度假胜地”，虽然沿途有些泥泞，但是眼前的风景还是令巴菲特眼前一亮：房屋墙壁全部用玻璃打造，非常具有现代气息，屋旁粉红色和紫色的豌豆花在风中轻轻晃动。但是巴菲特的好心情却被主人的第一句话打乱了，虽然这里的风景很好，可以直接看到普吉特海湾，但却只有两间客房，凯瑟琳和另外一名记者罗利·埃文斯及夫人住在这里，而巴菲特则被安排在了远处另一套房子的一间小客房休息。当巴菲特赶到自己房间的时候，看到工人们正在为他搭建临时床位，唯一的解释就是这套房子的客房也都住满了人。

事实上，巴菲特并不介意住在哪里，他并不挑剔居住环境，而且在他入住之前，格林菲尔德已经在房间里放满了樱桃可乐、喜诗糖果，还有其他的小零食，把一切布置得都非常舒适。但是当巴菲特想上洗手间的时候却发现了问题，洗手间的门上挂了一个“NO TP”的牌子，巴菲特一时间没有搞懂，所以他叫来了凯瑟琳和格林菲尔德，但是两个人也都

没有明白是什么意思，最后他们猜测可能是洗手间里的管道出了什么问题所以不能使用。如果巴菲特要去洗手间，白天的话还好一些，如果他正巧在格林菲尔德的住所那边自然没有问题，但由于那里和巴菲特住的地方相隔较远，所以他只能借用附近加油站的公共洗手间了，格林菲尔德给出了这样的建议。

当晚，巴菲特坐在自己的房间里，吃着格林菲尔德为他准备的零食，喝着可乐，一直在想洗手间牌子上“NO TP”的意思，为什么门是锁着的？第二天，包括格林菲尔德那边的所有客人也没有弄明白这究竟是什么意思。

早饭后，格林菲尔德陪客人们一起去附近小镇观看庆祝独立日的民众游行。大街上很热闹，男人们穿着蓝色的燕尾服，头上戴着象征美国国旗的星条旗帽子，帽子上还有铜制的标牌；救火车、救护车、老爷车慵懒地等在路旁，偶尔有谁家的小狗跑过来，还穿着主人家里自制的节日盛装；人群中，在啦啦队长的带领下，美国国旗在人群中传递着；接着又过去了一辆老爷车，基瓦尼斯俱乐部（美国工商业人士的一个俱乐部）的成员们结队走了过来。从镇上回来，格林菲尔德在自己家里开了一年一度的户外派对，客人们都穿着夏天的衣服，有几人还在一旁打起了门球，不听话的小球不经意间碰落了几株小花。

第二天，巴菲特穿了一件非常休闲的开襟毛衣，还把灰色的头发梳理得很光洁，这一天，格林菲尔德载着包括巴菲特在内的5个人去了盖茨的家。天啊！一辆普通汽车里坐了6个人，可以想象这会是多么拥挤！汽车足足开了95分钟。巴菲特不禁开始抱怨了：“我们究竟去那儿干什么？难道要我们守着这些人待一天吗？我们究竟要保持高雅客气的待人接物方式到什么时候？”

想到要见到巴菲特他们，盖茨的心理何尝不是一样呢？“我和母亲谈了谈，而结论就是母亲质问我，问我为什么不来参加家里的聚餐？我告诉她我太忙了，走不开，可她却搬出了凯瑟琳·格雷厄姆和巴菲特两个人，说他们都参加了！”其实，盖茨是更希望见到凯瑟琳的，这位已经74岁的老人现在成了传媒界的传奇，不过她的脾气并没有因为时间而改变，依然是充满贵族气质、非常自我，这样的性格很容易让人把她和伊丽莎白女王联系在一起，但是，“我又告诉我的母亲说，我对那个只会拿钱选股票投资的人一点儿都不了解，我没有什么可以和他交流的，我们不是一个世界的人！不过在母亲的坚持下，我还是答应了。”

就这样，盖茨选择乘坐直升机回到了班布里奇岛，以使他能在第一时间脱身。当一辆小型车停在车道上时，盖茨十分惊讶地看到了那些名人，那些格林菲尔德请来的客人，只是他们的装束有点儿可笑，看起来有些像杂技团的小丑。⁶

在格林菲尔德众多的客人中，他最先认识了凯瑟琳。这位74岁的老人被介绍给盖茨时，她看到了一个“刚刚毕业的小伙子”——盖茨给人的第一印象就是这样，他穿得很随意，一件红色的外套里面是一件高尔夫T恤，衣服的领子稍稍翻着，之后盖茨还邀请凯瑟琳乘坐水上飞机。而那一边，巴菲特已经和盖茨的父母老比尔和玛丽夫妇聊了起来。⁷接下来自然而然，巴菲特和盖茨就认识了。

对于两位巨人的第一次见面，很多人都在仔细观察。至少在一点上，巴菲特和盖茨是相似的，如果遇到不热衷的话题，他们会尽量选择结束。人们对于盖茨不善隐藏自己的耐心早有耳闻，而巴菲特，虽然在遇到感觉无聊的话题时不会再提前走开转而找本书看，但是他依然有自己的方法，他会在第一时间把自己从不感兴趣的话题中解脱出来。

在与盖茨的交流中，巴菲特还是和平常一样，没有过渡语言直奔主题，他问盖茨有关IBM公司未来走势的问题，他还向盖茨询问IBM是否已经成了微软公司不可小视的竞争对手，以及信息产业公司更迭如此之快的原因为何。盖茨一一做出了回答。他告诉巴菲特去买两只科技类股票：英特尔公司和微软。轮到盖茨提问了，他向对方提出了有关报业经济的问题，巴菲特直言不讳地表示报业经济正在一步一步走向毁灭的深渊，这和其他媒体的蓬勃发展有着直接的关系。只是几分钟的时间，两个人就完全进入了深入交流的状态。

我们一直在聊天，没完没了，根本没有注意到其他人。我问了他很多关于IT产业的问题，但我从来没有想过要理解属于他的那个行业。盖茨是一个很不错的老师，我们谁都没有结束这次交谈的念头。

随着时间的推移，巴菲特和盖茨的对话开始吸引越来越多人士的注意，其中就包括西雅图最为知名的那些权贵：众议院议长汤姆·福利，伯灵顿北方公司董事长兼首席执行官杰里·格林斯泰因，美国前环境保护署署长比尔·拉克尔肖斯，三任州长的公子阿瑟·兰利及其太太简、儿子阿

特，格林菲尔德的好友乔·格林兰德，另外还有一些当地的医生、律师、报业总裁、艺术家，他们都成了两人谈话的看客。⁸巴菲特和盖茨边走边谈，从花园来到了海滩，人们也竞相尾随。“我们根本没有注意到这些人的存在，没有发觉周围还有很多举足轻重的人，最后还是盖茨的父亲看不过去了，他非常绅士地对我们说，他希望我们能融入大家的这场派对，不要总是两个人说话。”

之后比尔开始试图说服我购买一台电脑，但我告诉他我不知电脑能为我做些什么，我不在意我所投项目的具体变化曲线，我不想每5分钟就看一下结果，我告诉他我对这一切把握得很清楚。但比尔还是不死心，他说要派微软最漂亮的销售小姐向我推销微软的产品，让她教会我如何使用电脑。他说话的方式很有趣，我告诉他：“你开出了一个让人无法拒绝的条件，但我还是会拒绝。”

一直到太阳落山，鸡尾酒会开始，两人的谈话还没有结束。盖茨之前过来时乘坐的飞机将在傍晚离开，只是飞机走了，盖茨没有走，他依然在享受与巴菲特聊天的乐趣。⁹

晚饭的时候，盖茨的父亲问了大家一个问题，人一生中最重要的特质是什么？我的答案是“专注”，而比尔的答案和我的一样！

当巴菲特说出“专注”这个词的时候，不知道在座的人群中有多少能够体会他这个词的含义，但一直以来，专注就是巴菲特前行的重要指南。专注是什么？是对于完美的追求，而且这种禀性是特有的，不是谁说模仿就能模仿得了的。专注是对于专业精益求精的追求，正是由于专注，才成就了托马斯·爱迪生这个美国历史上最伟大的发明家；正是由于专注，才诞生了沃尔特·迪士尼这位享誉世界的动画片之父；正是由于专注，才让大家认识了美国灵魂乐教父詹姆斯·布朗。同样，专注还是完成伟大事业的决心，否则，人们就不会看到首位女性国会议员珍妮特·兰金力排众议反对美国参加两次世界大战，而这两场战争带给世界的除了灾难就是痛苦。专注还包括对于理想的追求，即便是这位身家过亿的人，也会因为一件小事，一个写着“NO TP”字样的牌子而想要探个究竟并迫切需要找到一个答案。

不过在那个周末，“NO TP”这个牌子的含义并没有被哪个专注的人

揭开谜底，他们后来才终于知道，它的意思是洗手间里可以处理厕纸的管道坏了。谜底大白天下，巴菲特也解脱了，他再也不用去加油站的公共洗手间了。不过，还是有人对这件小事津津乐道，凯瑟琳·格林菲尔德就是其中两位，至于后来他们在向盖茨一家介绍巴菲特时，还免不了把这件事情再抖出来。

一天后，巴菲特离开班布里奇岛回到了奥马哈。在与盖茨的接触中，他了解到这位微软总裁非常聪明，而且他对自己所在行业的发展非常了解。不过巴菲特在投资过程中始终不曾对科技股抱以信心，其实从一开始他告诉婶婶凯蒂不要投资控制数据公司的时候，巴菲特就已经错过了从英特尔公司身上牟利的机会。当时英特尔公司还处于起步阶段，如果投资肯定会有不错的回报，但是巴菲特从来没有这么做。在他看来，信息产业公司更迭的速度太快，产品即便生产出来也都早已过时，这的确是他当初的想法。但现在，巴菲特的观念似乎出现了变化，对于科技股的好奇让他购买了微软公司100股的股份，用他的话说就是通过购买股票能够更好地了解这家公司的发展方向。早在巴菲特之前，格林奈尔学院也曾在英特尔公司身上投资，不过他们在赚钱后很快就把手里的股票卖掉了。¹⁰而即便买了微软的股份，科技股依然是巴菲特不敢深入触碰的领域，“像英特尔这样的公司的产品对未来依赖得太过严重，其产品未来的价值走向直接影响到产品本身，而这样的行业是不熟悉的！”这就是巴菲特不去选择科技股的原因。但是在之后的巴菲特集团会议上，巴菲特却邀请了盖茨参加。此后不久，巴菲特接到了来自所罗门法律部经理唐·福伊尔施泰因、公司高管汤姆·斯特劳斯的电话，而之后两个月，除了所罗门，巴菲特什么也无暇顾及了。

所罗门公司出现的情况着实令巴菲特忙了一段时间，在与国会议员、立法人员召开了数天的会议后，巴菲特终于走出了会议厅——位于世贸大厦七层会议室的房间，那时已经是10月份了，而巴菲特的下一站就是温哥华，巴菲特集团大会正在此地召开。这次会议是由FMC董事长鲍勃·马洛特夫妇组织的，马洛特夫妇是北美文化的爱好者，会议期间，他们安排了宴会，并在席间穿插了北美土著舞蹈——一场舞长达数个小时，据相关人士介绍，北美土著舞蹈本来是要跳三天的，而当晚的演出是浓缩版，即便如此，这几个小时的演出仍然让这些金融高手备受煎熬，坐在硬硬的木质板凳上哈欠连天，但没有一个人提前离开。同样感觉不到土著舞蹈魅力的还有巴菲特，当坐在身边的罗克珊·布兰特问他舞蹈和所罗门公司哪个更让人难以忍受时，巴菲特毫不迟疑地说：“这个舞

蹈！”¹¹

也来参加会议的盖茨并没有去看这场土著舞蹈演出，因为观看舞蹈不是他此行的目的，这次来到温哥华，盖茨只想弄明白一件事，巴菲特集团即将从20世纪50~90年代中分别评选出每个年代最有价值的10家公司，盖茨想知道这个榜单会不会有所变化。是什么能让一个行业有如此高的竞争力？这些公司得以经久不衰的优势是什么？为什么其他公司没能维持住自己的优势？从行业竞争的大环境来看，并不是所有公司都能保持住自己的优势地位。

会议那天，盖茨乘坐的飞机由于下雾延迟了一些，在他和女友梅琳到达会议大厅后，他们悄悄地溜进去坐在了后排。起先，梅琳达以为盖茨只想听一听就走，但是当幻灯片播放到第四张的时候，她就知道提前离开会场是不可能了。¹²与会的汤姆·墨菲和丹·伯克——同时也是IBM公司的两位董事会成员，开始讨论为什么作为硬件之王的IBM公司不能在软件市场上也大展拳脚。就在两人发表完自己的观点后，巴菲特说话了：“我想我们中间还有人能对这个问题作些补充。”这时人们回过头来才注意到盖茨的存在。¹³讨论随后继续：假如你是60年代红极一时的美国西尔斯公司的老板，你为什么不能把“发掘”最聪明、最能干的员工以实现最大利益作为一种策略来实行？这会不会成为你继续领导公司的潜在障碍？在讨论者们给出的答案中，如果不考虑从公司角度出发的那部分，都是充满着一种骄傲、自满的情绪在里面的，这也就是巴菲特一直以来所说的“制度性强制力”（institutional imperative）。制度性强制力是指公司或企业会为了自身利益而推行一系列的改革或者举措，而在策略上，他们并不希望走在同行的前面，而是站在大部队里。有些公司从不鼓励年轻人开拓创新，有些公司则是很少对行业进行调整，因为公司的管理层并不适应这种变革。人们都知道要想真正解决这些顽疾并不容易。过了一会儿，巴菲特出了一个题目来缓解会议室的气氛——每人挑选一只自己最喜欢的股票。

“柯达怎么样？”比尔·鲁安在向盖茨征求意见，他想看看微软老板会怎么说。

“柯达？柯达就是烤面包！”盖茨给出了答案。¹⁴

在座的没人会想到盖茨能给出这样的比喻，在1991年那个时候，即便是美国柯达公司本身，也难以用“烤面包”来形容自己。¹⁵

为什么盖茨会有这样的论断，时任洛斯保险公司老板的拉里·蒂施给出了解释，当时洛斯公司拥有哥伦比亚广播公司一定数量的股份：“可能是因为比尔知道电视网络媒体注定难逃消亡的命运！”

盖茨说：“不，不只是这么简单。电视媒体和摄影胶卷业有很大的不同，从本质上，电视媒体不会受到太大的生存威胁。当人们的选择多元化时，收视率会有所下降，但电视媒体是内容提供商，它可以通过再加工来应对这个问题。当电视与互联网相结合时，电视媒体面临着一种有意思的挑战。然而，摄影胶卷业就完全不同了，当摄影不再需要依靠胶卷的时候，胶卷生产技术就再也没有什么用武之地了！”¹⁶

盖茨发表完自己的见解后，会场的所有人都期待能和他聊上几句，盖茨能解释新数字化时代会为人们带来什么。“之后，我们知道会场将搬到一艘游艇上去。”盖茨说道，这艘名为“冰熊”的游艇是巴菲特的好朋友沃尔特·斯科特夫妇特意准备的。“凯瑟琳非常细致，她尽量调整好提问的方向，避免这成为我和沃伦两个人的对话。”还好有凯瑟琳·格雷厄姆在，以巴菲特“黏人”的性格，他肯定不会拒绝与盖茨深入了解的机会，所以会场上经常能看到的就是两个人形影不离的身影。之后，大家登上了“冰熊”游艇，在凯瑟琳的引荐下，盖茨认识了蒂施、墨菲和基奥等人，他和梅琳达就这样成了巴菲特集团的一员。¹⁷向盖茨提问的人总是络绎不绝，中间休息的时候，盖茨还向墨菲抱怨日益高涨的电视广告费用。一个月后，《华尔街日报》上披露了盖茨和墨菲交谈的内容，还把巴菲特描写成了地地道道的伪君子，而不是说他具有多重性格。盖茨和墨菲对此很抱歉，这并不是因为他们有关广告价格的那段对话，而是因为他们回答了一个记者的提问，这名记者当时看上去并没有携带任何录音设备，想必就是他报道了这些。

1993年，所罗门公司的收购案终于宣告结束，巴菲特在解决所罗门公司丑闻这一过程中居功至伟，这也让伯克希尔-哈撒韦的股票价格翻了一番。就在巴菲特以自己的方式处理古特弗罗因德仲裁案时，伯克希尔-哈撒韦的股价达到每股18 000美元。巴菲特的身家达到了85亿，苏珊手中持有的伯克希尔-哈撒韦的股份累计达到7亿美元。那些在1957年从一开始就在伯克希尔-哈撒韦投资的人也都成了富翁，当初投资1 000美元现在就能有600万美元的回报！巴菲特正式成为美国财富第一人！

假期过后，巴菲特和卡罗尔·卢米斯开始了每年必修的功课，撰写并出版给股东们的信，而现在能看到这封信的并不只是伯克希尔的股东，或者只是美国本土的读者们，这封信已经传播到全世界，几乎全世界的股民现在都成了巴菲特忠实的读者。1994年5月，就在法庭裁决古特弗罗因德得不到一分钱赔偿的同一个月，伯克希尔-哈撒韦在奥芬剧院召开了一年一度的股东大会，约有2 700人到场参加。早在会议召开前，巴菲特就告诉自己名下的喜诗糖果公司、鞋业公司和《世界图书百科全书》出版公司在股东大会会场外布置展位以便于销售。巴菲特的这个想法果然奏效，喜诗糖果累计销售达到800磅，鞋业公司共卖出超过500双鞋，¹⁸图书的销量也很好，只是那时巴菲特并没有想到《世界图书百科全书》出版公司会和柯达公司一样最终也成为互联网发展过程中的牺牲品。在股东大会会场外的成功让巴菲特非常兴奋，他先后来到了波仙珠宝店和內布拉斯加家具城。“他（巴菲特）来到家具城后直奔床垫区，”家具城总裁路易斯·布鲁姆金说，“他竟在那里帮我们推销产品！”¹⁹巴菲特开始仔细推敲在股东大会会场外兜售产品的促销方案，所以他才坚决地把会址从剧院搬到了假日酒店，因为假日酒店的面积更大，可以容纳更多的摊位。巴菲特甚至定下了明年的计划，让金厨刀具也加入到股东大会促销的行列里来。²⁰

随着巴菲特成为众人敬仰的对象，身边人的生活也因此受到了影响。巴菲特的身家已超过80亿，巴菲特基金会也跻身全世界规模最大的5家基金会之列。巴菲特和苏珊还决定死后把遗产悉数捐献出来，这样在巴菲特去世后，以他的名字命名的基金会将成为伯克希尔-哈撒韦最大的股东！为了这个目标，巴菲特将苏珊，也就是巴菲特基金会的主席吸纳到了伯克希尔-哈撒韦的董事会里来，虽然苏珊对于金融、投资并不热衷，但这却代表了巴菲特的诚意。1994年以前，基金会每年大约捐出350万美元，而在1994年巴菲特把这个数字翻了一番，700万对于像他和伯克希尔-哈撒韦这样规模的公司来说并不算多，这样，巴菲特基金会和主席苏珊也逐渐走进了人们的视线。

当苏珊决定和巴菲特分居的时候，她就已经决定要过一种平淡、安静的生活。尽管苏珊把家搬到了旧金山，但她依然保持着与巴菲特的婚姻关系。苏珊算不上是一个睿智的思考者，当她发现自己的丈夫巴菲特一夜之间成了金融界的巨人，成了投资界人人敬仰的偶像时，她惊呆了，因为自己的生活已经牢牢地和巴菲特连在了一起。一方面，苏珊希望最大可能地保护自己的私人空间不受侵犯，她是一个向往自由的人；

另一方面，苏珊也希望她能取悦巴菲特，她很积极地运作基金会。然而她感觉自己被这样的生活困住了。为了避免公众的注意，她在旧金山的生活尽量低调，并一再解释自己在巴菲特的投资过程中算不上重要因素，只不过是巴菲特盛名之下的附属品，这样就没有人会对她的生活感兴趣，也没有人愿意花时间撰写有关她生活的点点滴滴。为了能保护好属于自己的隐私，苏珊甚至开始了颠覆性的生活，尽量避免与“巴菲特”这三个字联系在一起，她还多次在不同的人面前表达对巴菲特的怨恨，让人产生一种错觉，以为是巴菲特毁掉了她原本平静的生活。

尽量避免与巴菲特联系在一起，并不代表苏珊不再与之见面。每年7月，两人会一起出现在太阳谷的名人派对上，会一同参加每两年举办一次的巴菲特集团会议。圣诞节、新年，他们和三个孩子也都会在加州拉古纳海滩的住所一起度过，每年5月份有两周时间，一家人还会在纽约小聚。苏珊也会经常看望自己的孙辈们，或者把他们接到翡翠湾那边住上一段时间。虽然苏珊把打理巴菲特基金会的工作都交给了女婿艾伦·格林伯格，但她也会和艾伦一起处理，两人还曾一起远赴越南。而苏珊其他时间的安排是非常丰富多彩的，派对、音乐会、艺术展、水疗、足部按摩，以及逛街消费是她生活中不可缺少的一部分。苏珊还有一大嗜好就是不停地对拉古纳海滩住所进行装修，为朋友们寄送各种各样的卡片和礼物，当然和朋友一同旅游也是她非常热衷的活动。但对于苏珊来说，没有哪件事能比公益活动更重要，没有哪件事能把在病床旁照顾病人的苏珊拉开。

但苏珊平静的生活还是被打乱了，这次打扰她的是疾病。1987年和1993年，苏珊两次经历了脓肿切除手术，她还在1993年切除了子宫。私人助理凯瑟琳·科尔不得不一次次面对自己的好朋友同时也是老板的苏珊走入手术室，而且越来越频繁。术后，科尔曾试图说服苏珊戒掉她喜欢吃的土特希卷、曲奇和低脂零食，并加强锻炼，但是并没有收到成效。苏珊家里的普拉提健身器械上布满灰尘，而苏珊自己却陷在照顾别人的乐趣中。²¹每次，科尔在苏珊生病住院后给她的子女们打电话时，所有人都表现得非常镇定，似乎对苏珊住院已经习以为常²²。“感谢上帝我还活着！”苏珊每次都这样说，然后继续投身于她热爱的慈善事业中。

为了更好地照顾病人，苏珊把自己的公寓改成了疗养院，亲自照顾那些需要帮助的人。第一位被苏珊护理的对象是苏珊的一位艺术家朋友，由于感染上了艾滋病将不久于人世，正是苏珊陪他走完了生命的最

后几周。这段时间里，科尔也帮了苏珊很大的忙——当基金会的其他人员忙来忙去时，科尔只能在病床旁边陪伴着苏珊的朋友，似乎人在离开人世前总是十分脆弱的，这位艺术家不停地向科尔询问有关基金会运作、有关拉古纳海滩住所装修的问题，科尔也只能一一作答。²³此后，但凡有苏珊的朋友患上了艾滋病，苏珊都会在他们生病的最后时间把他们接到自己的家里，或者帮助他们完成最后的心愿，即便是去日本、去印度的达兰莎拉，苏珊也帮朋友达成了心愿。在某位朋友去世后，苏珊应朋友的要求将葬礼改成了放映法国电影《假凤虚凰》^[1]，这些都在说明苏珊是一个值得信赖的好朋友！

在苏珊的三个子女中，受到母亲影响最大的恐怕就要数大儿子豪伊了。继承了母亲精力旺盛的优点，豪伊也亲身感受到父亲的名气对于自己的影响。1989年，他成为了内布拉斯加州酒业发展委员会的主席。在这期间，豪伊结识了ADM公司的首席执行官马蒂·安德烈亚斯，两人也成了好朋友。ADM公司是美国著名的农业公司，总部设在伊利诺伊州，公司首席执行官德韦恩·安德烈亚斯，即马蒂的叔叔，和巴菲特同为所罗门兄弟公司的董事。两年后的1991年，ADM公司正式邀请36岁的豪伊出任公司董事，他也成了该公司董事会里最年轻的成员。

在1974年曝光的“水门事件”中，德韦恩·安德烈亚斯因非法发起政治斗争而被指控，后被判无罪免去了牢狱之灾，但他并没有因此收敛，先后向民主党、共和党进行捐助以期国会方面能通过削减酒业赋税的法令（这对ADM公司能产生直接的影响），由于捐助数量巨大而颇受争议。不过巴菲特很看不惯德韦恩的这种做法，他认为金钱和地位不应该也不能和政治混为一谈，这恰恰和德韦恩的理念背道而驰。

豪伊成为ADM公司董事6个月后，德韦恩建议其出任公司公共事务发言人。对于这个涉及公共事务的职位，豪伊没有任何经验，也没有人脉可以寻求帮助，但是在面对金钱和政治问题的时候，豪伊处处流露出来的都是巴菲特风格的处事方式。在为中学生募集资金的现场，人们就见识了巴菲特家族的风采。这次募集采用销售蛋糕的方式，这些蛋糕全都是学生们自制的，售价为每块50美分。当有人掏出一张5美元的钞票还要找零时，站在募集箱前的豪伊直视着人群说道：“我们没有零钱！”随后他又质问校长，“难道你们就是这么进行募集的吗？！”这之后整整一个下午，前来进行募集的人没有一个能要走零钱，因为豪伊根本不同意，所以只能是人们口袋里有什么面值的钞票，就投进去多大面值

的钞票。²⁴同样，在豪伊给父亲巴菲特打电话讨论工作时，他的口气也透露着精明。豪伊知道在父亲面前根本没有任何“想当然”的说法。“如果我接受ADM公司的工作，那么我在舍伍德基金会募集到的善款怎么办？”豪伊问父亲。巴菲特的建议则是不让豪伊把募集款带走。豪伊也听从了父亲的意见没有反驳。“那么农场的租借费用又要怎么算呢？”巴菲特最终决定让豪伊缴纳农场支出的7%作为租借款。²⁵在讨论了其他几个问题后，豪伊决定把家搬到伊利诺伊州的迪凯特市，也就是ADM公司总部所在地，他决定接受ADM的工作邀请，出任公司发言人，并主管分析部门的工作。²⁶

从表面上来看，豪伊在ADM公司的工作和“巴菲特”这个响当当的姓氏没有什么关系，否则豪伊也不会接受ADM的工作邀请，而且ADM公司涉及乙醇的使用和豪伊之前的工作经历相关，这更让人觉得ADM公司吸纳豪伊没有什么特别的念头。况且在巴菲特的调教下，豪伊也对使用特权非常反感，一切似乎都是顺理成章。但事实证明豪伊还是太天真了！尽管他知道周围有很多人都在觊觎父亲的财富，并一直使自己远离做棋子的角色，但是豪伊对于大公司的理解还是不够全面，在成为公司公共事务发言人的时候，他还没有意识到自己正在一步步被ADM公司利用。

其实从巴菲特的角度出发，他肯定是不可能与ADM这样的公司或者是德韦恩·安德烈亚斯这样的人合作的，因为巴菲特非常反感把金钱和政治联系在一起，但他并没有阻止儿子豪伊进入ADM公司，为什么巴菲特会这样做？他希望儿子能在ADM公司学到一些有关商业运作的知识，以备今后为自己、为伯克希尔-哈撒韦服务。

据豪伊回忆，安德烈亚斯是一个难缠的人，而且对任何事的要求都很高。他会让豪伊从墨西哥购买磨粉机，还会让其仔细研究《北美自由贸易协定》里面的条款。但豪伊并没有因为安德烈亚斯的诸多要求就改变自己，他依然是一个积极向上的人，依然充满朝气和精力，保持着自己坦率而简朴的风格。在家庭聚会上，豪伊还会穿着奇怪的衣服从橱柜里钻出来博大家一笑。²⁷在写给母亲苏珊的信中，豪伊的文风依然是朴实中带有真情。而他的办公室看上去也极具特色——看上去就像是十几岁小孩子的房间，ADM公司的玩具卡车、可口可乐公司的商标、饮料瓶子堆满了整个屋子。²⁸现在的生活对于豪伊来说，就像是在最短的时间里学会商学院几年的课程，时间对他异常宝贵。

1992年，巴菲特邀请豪伊进入伯克希尔-哈撒韦的董事会，并表示在自己去世后，豪伊将出任公司非执行董事长一职。那时的豪伊资历尚浅，事实上他连大学都没有读完，与金融产业相比，豪伊更喜欢和自己的农场打交道，在进入ADM公司后他才算真正开始了自己的商业之旅。但巴菲特都表态了，别人还能说什么呢？在伯克希尔-哈撒韦，巴菲特是最大的股东，他完全有权任命自己的接班人，而且伯克希尔更像是一个家族产业，巴菲特认为由豪伊出任董事长能更好地保持公司的企业文化。而且经过了ADM公司的锻炼，巴菲特相信儿子正在逐渐成熟，迟早有一天能得到大家的信任。

不过从现在开始，巴菲特要好好反思一下了。一直以来他都不赞成“君权神授”和世袭制度，但是现在在伯克希尔-哈撒韦，当巴菲特宣布儿子豪伊将在自己死后出任公司的非执行董事长的时候，一切开始改变了。人们关心的是豪伊能不能在成为公司董事长后依然让伯克希尔-哈撒韦保持良好的发展状态，但这却不是现在需要考虑的问题，只要巴菲特还健在，这就不需要过早考虑。但巴菲特目前的用意很明白，不能让公司的权力集中在某一个人的身上，种种迹象都证明巴菲特在尽全力避免这种可能，因为他深知权力的集中很可能在日后成为公司发展的绊脚石，但权力的集中至少能带来一个好处，能将制度性强制力带来的危害减小到最低。如果在公司内部实行子承父业的制度，这最多就是压缩公司发展的潜力，但制度性强制力的作用将是伯克希尔-哈撒韦面对的最大难题。所以在两者中间，巴菲特选择了前者，任命豪伊出任公司非执行董事长只是他计划的第一步，他要在他自己离开人世前把一切都规划好。

接下来，巴菲特先后把女儿苏茜和小儿子彼得安排进了巴菲特基金会董事会。人们心中都知道苏茜将在母亲苏珊去世后接管巴菲特基金会主席一职。巴菲特一直都认为，包括基金会在内的很多事务都是由“苏珊在统揽全局”，苏茜要想接过母亲的大权，肯定会在苏珊离开人世后，那将是很多年之后的事情，而现在巴菲特在其他一些事务上还需要女儿的帮忙，苏茜现在的职责是负责有关巴菲特在奥马哈的所有事务。她曾应父亲的要求，在奥马哈寻找一部适合巴菲特的“便宜”轿车，为此苏茜走了很长的路，也花了很多时间。苏茜还帮助巴菲特筹办奥马哈高尔夫精英赛，并为比赛培训志愿者。奥马哈高尔夫精英赛是由巴菲特所倡导的，由一些公司的首席执行官和名人们参加的一项慈善活动。²⁹而随着时间的推移，巴菲特在出席各种场合时的女伴不再是凯瑟琳·格雷厄姆，

后者已过七旬的高龄并不适合出现在巴菲特身边，股神的女伴换成了苏茜。巴菲特的女友阿斯特丽德出现在这种场面的机会并不多，通常她都是在动物园做义工，而且她也不喜欢这种宾客满堂的场面。尽管身为巴菲特的女友，但阿斯特丽德的生活并没有多少改变，和巴菲特身边其他人相比，名气与金钱带给她的变化的确要少得多。

小儿子彼得也没有因为父亲蜚声海外而为所欲为，这一点他和豪伊、苏茜没有区别，不过他的重点则一直在音乐上面。搬到了东部城市密尔沃基后，彼得和妻子玛丽购买了一处公寓，由于公寓的另外一个用途是彼得的工作室，所以室内装潢难免有些奢华，这和巴菲特家族一贯的作风并不相符，媒体也争相对此事进行报道。1991年5月，也就是在所罗门公司丑闻爆发前，彼得决定离婚，他和妻子玛丽的婚姻走到了尽头，整个离婚的过程拖了很长时间。对于儿子的这个举动，巴菲特表示理解，他身边的朋友、家人离异的不在少数，巴菲特也已经见怪不怪了。离婚后，彼得正式收养了一对双胞胎女儿埃丽卡和妮科尔。对于这次收养，苏珊的态度比巴菲特要积极很多，一直以来，苏珊就很疼爱这对双胞胎孙女，而巴菲特却有点冷淡。不过后来巴菲特也意识到收养能使彼得和前妻玛丽的关系进入到一个崭新的阶段，只是由于巴菲特没有这种经历，他一时之间也没有察觉。

其实彼得是一个很内向的人，离婚事件对他的影响很大，一直以来彼得在同行中并不是佼佼者，但离婚让他开始重新审视自己的人生。经历了内心的沉淀，他的事业得到了进一步的发展。之前，彼得已经发行了多张“新世纪”风格的单曲专辑。在阅读了一本关于小巨角河战役的小说《晨星之子》后，他对北美文化产生了极大的兴趣，并在创作中将其融入其中。之后，彼得参与制作了电影《与狼共舞》的配乐，并在电影首映礼上奉献了一场精彩的演出。在参加了电影《红字》和哥伦比亚广播公司一系列短片的音乐制作后，彼得开始筹办多媒体纪录片的相关事宜，该片再次引入了彼得喜欢的北美主题，主要描述了北美文化遗失和重塑的过程。

在音乐的道路上，彼得是受人尊敬的，但他绝对算不上成功，在人们眼中，他是一位勤奋的音乐人，但难以和巨星画等号。“巴菲特”这个姓氏在音乐圈里没有任何意义，但彼得还是坚持走了下去，父亲也为儿子的成绩感到欣慰。外人很难把巴菲特和彼得的世界联系在一起，试想一下，没有激烈的商业竞争、没有世人追捧的艺术，又怎么能和巴菲特

联系在一起？同样，彼得也缺乏投资的热情和对商业的敏感，但不可否认的是，在三个孩子中，彼得和父亲巴菲特最为相似，他们都保持着童年时就形成的对某项事业的投入与热爱，都对自己的工作充满热情，也都希望妻子成为自己与社会联系的纽带和桥梁。

现在，巴菲特有了第三个儿子——比尔·盖茨。

其实最开始是盖茨先说的，“我和沃伦在一起，他就是大人，我就是孩子。”久而久之，这就发展成了“嘿，我们两个人都在学习如何适应角色”。³⁰巴菲特之所以能取得目前的成就，用芒格的话说是因为巴菲特就是一部“学习的机器”。在他们两人的相处过程中，巴菲特并不需要学习编写软件，盖茨也不需要理解金融市场里那些晦涩难懂的术语、掌握近70年的股票数据，但是两人的性格里有太多相似的东西，共同的爱好和相似的思考方式拉近了他们之间的距离。巴菲特教盖茨如何投资，并努力把盖茨培养成自己董事会智囊团的一分子。他从不吝惜与盖茨分享自己的成功经验，而盖茨也非常乐于倾听巴菲特的教诲。

如果能发掘到可以进行的投资，巴菲特肯定不会浪费机会，他也从来没有放弃寻找投资机会。然而随着信奉“格雷厄姆-多德理论”的人越来越多，前来华尔街寻找投资机会的人也是越来越多，而能够投资的机会却越来越少，不过这对于巴菲特来说可能是件好事，他能腾出更多的休闲时间，生命里也不只是金融与投资。现在的巴菲特对于社交越来越有兴趣了，之前出席类似活动时，他要是觉得无聊，肯定会拿出类似《美国银行家》之类的书自己翻阅，而现在巴菲特不会了，但这并不代表他对于投资的热情有所减弱，事实上这种事情从来不会在巴菲特身上发生。进入90年代，巴菲特进行的投资虽然次数不多，但每次都肯定是大手笔。此外，另外一个事物——桥牌——也让巴菲特的生活有了新的变化，虽然它并没有削弱巴菲特对伯克希尔-哈撒韦的兴趣，但是桥牌却给巴菲特的生活带来了影响，改变了他的社交圈，成为其制定行程安排的主要依据，甚至成为其结交朋友的一大标准。

闲暇时间，巴菲特最大的爱好就是打桥牌，一项在巴菲特的生命里已经存在了50年时间的运动！当巴菲特在纽约处理所罗门公司丑闻时，他迷上了国际桥牌，相对于巴菲特之前打的桥牌，国际桥牌更具挑战性。1993年的一天，巴菲特正在和乔治·吉莱斯皮打牌时，遇到了卡罗尔·卢米斯，和她在一起的正是两届桥牌世界冠军沙伦·奥斯伯格。

奥斯伯格几乎就是为桥牌而生的，她从大学时代就开始玩儿桥牌，在成为桥牌选手前，她的职业是电脑程序员。现在她在美国富国银行工作，主管公司新近开发的互联网业务。作为两届桥牌世界冠军的她大概40多岁，是一位身材娇小的金发女郎。

“下次她过来时，让她在奥马哈停留一下，并给我打电话。”巴菲特对卢米斯说道。

“奥马哈？奥马哈在哪儿？”当时奥斯伯格还不知道自己面前站着的就是鼎鼎大名的巴菲特。在知道后，她整整花了三天的时间才鼓足勇气给巴菲特打电话，“我都要吓死了，我从来没有和依然健在的传奇人物说过话！”³¹

差不多一周左右的样子，奥斯伯格从旧金山的家里乘飞机来到了奥马哈。“我从来没有这么紧张过！”到了巴菲特的办公室，股神的新秘书戴比·博赞科把她领进了门。巴菲特的见面方式很特别，他把奥斯伯格带到了一个盒子面前，从里面拿出了个骰子给她，骰子上面刻着的不是平时常见的1、2、3等，而是一组奇怪的数字，好像是17、21、6和0。“现在，你可以先看一看，想看多久就看多久，然后你先选，我再选，我们两个开始掷骰子，看看谁能赢。”巴菲特说出了游戏规则。奥斯伯格很吃惊，几分钟都没有任何反应，然后，巴菲特说：“好了，我们开始吧。”3分钟后，奥斯伯格就跪在地板上掷起骰子来了。巴菲特就这样打破了初次见面的陌生感。

巴菲特的这个法宝叫作“非递移骰子”，秘密就在于每个骰子都可能被其他骰子打败。这有点像“石头、剪刀、布”的游戏，除非所有玩家同时出手。³²谁第一个做出选择，谁自然就会输，因为其他玩家可以选择掷出什么样的骰子来打败第一个骰子。比尔·盖茨想明白了其中的奥秘，身为哲学家的索尔·克里普克也看透了这一点，别人，恐怕就没有谁能想明白了。³³

游戏结束后，巴菲特邀请奥斯伯格在Gorat's牛排店共进晚餐，在这里已经成了巴菲特最喜欢的餐馆。驱车穿过了一片住宅区后，巴菲特在一家药房和汽车地带的一家连锁店旁停了下来，周围的环境看上去和50年代的风格很像。“这里的牛排是世界上最好吃的！”走进Gorat's牛排店后，巴菲特说道。不知道对方究竟想说什么，奥斯伯格很小心地应对着：“今天晚上您吃什么，我就吃什么。”几分钟后，奥斯伯格的牛排到

了——一块巨大的五分熟牛排，看上去足足有棒球手套那么大！由于不想因为牛排冒犯了这位股神，奥斯伯格还是硬着头皮吃了下去。晚饭结束后，巴菲特带奥斯伯格到奥马哈当地的一家桥牌俱乐部消遣，10点钟左右，两人从俱乐部里走了出来，终于到了巴菲特展示自己的机会了——内布拉斯加家具城、巴菲特的家、巴菲特小时候住过的地方、波仙珠宝店，奥斯伯格感觉到每个地方都充满了巴菲特的特色。最后，汽车停在了巴菲特事先为奥斯伯格预订的酒店。

第二天早上，当奥斯伯格退房时，酒店前台小姐告诉她“有人过来找您，并给您留下了一个包裹”。奥斯伯格打开一看，是巴菲特撰写的伯克希尔-哈撒韦的年度报告，巴菲特是在早晨4点半亲自给奥斯伯格送过来的，不过和平时伯克希尔股东们看到的不一样，巴菲特已经把报告装订成册，看上去非常正式。³⁴就这样，奥斯伯格也成了巴菲特朋友圈里的一员。

不久之后，在巴菲特的介绍下，奥斯伯格和凯瑟琳·格雷厄姆相识，这样奥斯伯格也成了凯瑟琳的桥牌友之一。两个人的友情就这样建立了起来，奥斯伯格也开始在凯瑟琳的家里小住，她还经常和桑德拉·戴·奥康纳这位美国著名的大法官等名人一起切磋桥牌技艺。一次，奥斯伯格在凯瑟琳的客房里看到了一幅毕加索的油画，正好巴菲特当时也在，就听见奥斯伯格大叫起来：“天哪，浴室里居然有一张毕加索的真迹！”

“我在那里住了30年，从来都没有注意那儿有一幅毕加索的画。”巴菲特说道，“我只知道那儿有免费的洗发水。”³⁵

为了能和奥斯伯格打上几局桥牌，巴菲特甚至调整了自己的行程时间，每次都安排在奥斯伯格到纽约公干的时候赶往纽约与她见面。经常是在凯瑟琳的家里，巴菲特、奥斯伯格、卡罗尔·卢米斯、乔治·吉莱斯皮几个牌友凑在一起。“我们都挺喜欢对方，”巴菲特评价奥斯伯格时说道，“尽管她从没有说过，但我能看出她被我们这么烂的桥牌技术给吓到了。”奥斯伯格是一个很有亲和力的人，如果巴菲特在打牌的时候出现错误，她会不留痕迹地予以纠正，她知道如果触犯了巴菲特的威严，也就意味着与他的友情很难再继续下去。所以通常是在几手牌后，奥斯伯格才会很客气地问巴菲特为什么刚才那样出牌，“现在，我们先学学桥牌吧”，奥斯伯格总会这样说，然后她会教他一种更合理的出牌方法。

不久之后，巴菲特和奥斯伯格就成了要好的朋友。正是奥斯伯格让

巴菲特改变了对电脑的看法。她认为股神需要添置一台电脑，就这件事，两个人争论了几个月的时间。“我确实觉得你应该有一台电脑了！”奥斯伯格说。“不！我真的不需要。”“其实，你可以在电脑上玩儿桥牌。”“嗯，不一定吧。”最后，奥斯伯格说：“沃伦，你至少应该去试一下，即使只是抱着尝试的态度。”“好吧，好吧。”巴菲特妥协了，“你来奥马哈吧，把电脑装好，然后你就待在房间里。”

就这样，桥牌和奥斯伯格完成了甚至连比尔·盖茨都不可能完成的事情，巴菲特终于走进了电脑与互联网时代。他让内布拉斯加家具城布鲁姆金家族的员工为他安好了电脑，然后乘私人飞机亲自去接奥斯伯格。那时，奥斯伯格正在美国中西部的一座城市参加桥牌巡回赛，就这样，巴菲特把她带回了奥马哈。很快，奥斯伯格就和巴菲特的女友阿斯特丽德熟悉了，而奥斯伯格在奥马哈的主要任务就是教巴菲特如何上网及使用鼠标。“他很无畏，真的！”奥斯伯格说，“他要用电脑打桥牌。”当然，只有桥牌才能把巴菲特拉到电脑旁边。“帮我把在桥牌游戏中需要知道的东西写下来，”巴菲特对奥斯伯格说，“别的我什么都不想知道了，而且不要试图向我解释电脑的工作模式。”³⁶巴菲特还给自己在桥牌游戏中取了一个网名叫“T型骨”，奥斯伯格在网上则使用“莎洛诺”的名字，一周中有四五个晚上，巴菲特会同奥斯伯格还有其他的桥牌爱好者通过互联网来切磋牌技。为此，阿斯特丽德特意把晚饭的时间也提前了，一切活动都要以桥牌为主！

就这样，桥牌游戏成了巴菲特生活的全部，其他任何事情都无法吸引他的注意力。一天，一只蝙蝠飞进房间，在屋子里飞来飞去，后来又撞到了墙上，阿斯特丽德发出一声尖叫：“沃伦，这里飞进来一只蝙蝠！”巴菲特坐在屋子里，穿着那件磨破了的厚绒布浴袍，紧盯着他的桥牌，根本舍不得将注意力从电脑显示器上移开：“没有关系，它不会打扰我的桥牌游戏的。”³⁷最终，阿斯特丽德叫来别人才把这位不速之客请了出去，而这也丝毫没有影响到巴菲特和他的桥牌游戏。

在奥斯伯格的指导下，巴菲特感觉到自己的桥牌技巧有了很大的进步，于是他想要向更高水平的竞赛冲刺。“为什么不从顶级赛事开始呢？”奥斯伯格说道。就这样，两人报名参加了世界桥牌锦标赛的男女混合双打项目。阿布奎基赛事中心聚集了成百上千的参赛选手，他们围坐在桥牌桌旁。外面还围了一圈旁观者，他们关注着场上的每一个变化，有时也会小声议论几句。当美国首富沃伦·巴菲特和两届世界冠军沙伦·奥

斯伯格出现时，整个赛事中心震动了，早已有人认出了股神其人，瘦长的脸庞和灰白头发是他的标志，巴菲特的参赛引发了全场的轰动，之前还没有哪位桥牌爱好者能出现在世界锦标赛的舞台上，历史的改变本身就非常引人注目，再加上事件的主人公是巴菲特，轰动自然是正常的。

奥斯伯格并没有想到和巴菲特的组合能取得好成绩，在她看来，他们这对组合能取得一些积分、获得一些比赛经验就足够了，但是巴菲特并不这样以为。赛场上的他坐在桌边，一副若有所思的样子，似乎屋子里根本没有其他人存在。他的水平自然不能和专业选手相比，但是巴菲特表现得异常专注，他可以沉重冷静地面对对手，就好像是在自己家里打牌一样。“和沙伦一起搭档，我的防守非常好！我似乎能感觉到她在做什么，相信我，沙伦每一次出牌都能影响比赛的进程！”最终，巴菲特的专注弥补了他在技术上的不足，两人顺利地打进了决赛，这样的结果让奥斯伯格也感到很吃惊，“我们真的太棒了！”她说道。

但是得到这样的成绩时，巴菲特和奥斯伯格已经打了一天半的比赛了，巴菲特处于一种极度疲倦和痛苦的状态中。唯一的休息时间只有一个小时，还要跑出去到处寻找汉堡包吃。他看起来像是刚跑完一场马拉松。决赛之前，巴菲特决定放弃，他对奥斯伯格说：“我不想比赛了，我要退出！”

“什么?!”奥斯伯格非常震惊。

“我不想继续比赛了，我要退出！告诉组委会我们不参加决赛了，告诉他们我要急着去谈一笔生意。”于是，奥斯伯格被巴菲特委派了一项艰巨的任务，向世界桥牌联合会提出退赛申请。

在这之前还没有人愿意放弃进入决赛的比赛资格。世界桥牌联合会的代表们感到很愤怒，巴菲特不能退出比赛！组委会当然不会不知道巴菲特的威望以及他背后的财富，正因为如此，他在取得了决赛资格却要求退赛的要求才让官员们感到震惊！“你们不能这么做！”官员们众口一词，甚至威胁剥夺奥斯伯格的世界排名以及其参赛资格，“我不是要退赛的那个人！你们不能这么做！”奥斯伯格说道，一再解释巴菲特退赛是因为生意的缘故。最终组委会同意了，同意两人退赛，而且他们知道奥斯伯格并不是事件的策划人，所以也没有给她任何处罚。

巴菲特对桥牌的热情也激励了比尔·盖茨，使后者从一个对桥牌略知

一二的人成为了桥牌的超级爱好者，水平甚至还在巴菲特之上。盖茨还把奥斯伯格接到了西雅图，让其在自己父亲的电脑里安装桥牌游戏程序，这样，奥斯伯格也逐渐和盖茨一家熟络了起来。

之前，巴菲特和盖茨见面的地点仅限于足球赛场、高尔夫球场，内容有时还涉及微软集团的一些事务。但是在桥牌的带动下，两人的关系越来越近。1993年复活节的那个周末，盖茨和女友梅琳达订婚了。在两人从圣迭戈回来的路上，盖茨让飞行员给梅琳达通报了西雅图的天气信息，让她以为他们正在向回家的方向飞行。飞机着陆后，在舱门打开的瞬间，梅琳达惊呆了，看到巴菲特和阿斯特丽德正在悬梯底端的红地毯上等着他们。巴菲特开车把盖茨、梅琳达两人送到波仙珠宝店，该店的首席执行官苏珊·雅克亲自帮他们挑选了订婚戒指。

9个月后，盖茨的婚礼在夏威夷群岛拉奈岛上的四季曼尼里湾高尔夫球场进行，这一天正好是1994年新年的第一天，巴菲特亲自前往表示祝贺。尽管妹妹伯蒂在夏威夷群岛上有房子，可巴菲特以前从来没有到过这里。在盖茨婚礼上，巴菲特非常高兴，好像举行婚礼的是他自己的孩子。他认为盖茨能够娶梅琳达为妻是盖茨这辈子最明智的决定之一。不过盖茨婚礼这天正好赶上巴菲特好朋友芒格70岁的生日。非常看重友情的巴菲特从来没有缺席过老友的生辰会，但是这一次，他必须要做出选择。在冲突发生时，巴菲特总能很巧妙地解决问题，他往往倾向于向更可能动怒的那一方妥协，所以这也就意味着他很可能轻视对他最忠诚和信任的朋友，因为他知道即便如此，自己的好朋友也不会指责他。这也许就是巴菲特矛盾的一面，他相信爱他的人理解他，所以他们能够容忍自己的种种做法。

作为巴菲特事业上最坚定的支持者，芒格能体谅巴菲特，也能接受巴菲特没有参加自己70岁的生日宴会。和自己相比，芒格知道盖茨是巴菲特的新朋友，而且盖茨的妻子梅琳达也是巴菲特的朋友。最终，巴菲特还是出现在了盖茨的婚礼上，并带来了凯瑟琳·格雷厄姆作为自己的女伴。那时凯瑟琳已经76岁了，老人虽然近来很少出门，但仍会出席这样的场合。在1993年年底刚刚公布的财富榜单中，盖茨刚刚超过巴菲特成为了美国最富有的人，两人的出现使拉奈岛成为1994新年那天最富有的胜地。另一方面，为了安抚芒格，巴菲特让苏珊在老朋友生日那天献唱一曲以示庆祝。³⁸

作为巴菲特生命中最重要女性之一，苏珊早已习惯巴菲特委派的

种种事务。对于巴菲特需要从身边的女人身上得到什么，苏珊有着自己明确的定义，并且把她们划分为不同的种类。

一天晚上，当她正在和巴菲特、阿斯特丽德，还有刚刚认识的奥斯伯格在Gorat's牛排店共进晚餐时，苏珊不时地环顾四周打量着身边的同伴，发现只有凯瑟琳和卡罗尔·卢米斯还是单身。她笑着摇摇头，说道：“你们应该找个伴了。”对于奥斯伯格，苏珊认为她在巴菲特的生命中只扮演和桥牌有关的角色，其他人似乎得不到苏珊如此的评价，不过所有在巴菲特生命中出现的女性都有一个特点，那就是对巴菲特100%的忠诚。

不久，巴菲特与奥斯伯格的关系密切了起来，两个人一天要打好几通电话，巴菲特旅游的时候也带着她，与朋友聊天时，巴菲特也给予奥斯伯格很高的评价。不过和阿斯特丽德一样，奥斯伯格并不是一个喜欢出风头的人，她总是默默地站在巴菲特身后，绝对不干扰他和其他女性的关系，这正是巴菲特希望看到的。90年代中期，人们对于巴菲特的私生活产生了很大的好奇心，对于巴菲特如何打发时间的说法也出现了很多分歧。面对这些，巴菲特依然选择了自己的方式，尽量避免伤害到任何人，但是很多时候，冲突都是获得利益的最好方法，引发冲突的一方往往能得到更多的关心和爱。

这一点上，奥斯伯格和阿斯特丽德很相似，她不会用制造麻烦的方法吸引巴菲特或者任何人的注意。1994年感恩节这天，苏珊邀请奥斯伯格参加她的感恩节晚宴，她还和盖茨打了一通桥牌。盖茨和梅琳达结婚一年后，也就是1995年1月1日这天，夫妇俩邀请好友来两人位于圣迭戈的家中进行庆祝。之后巴菲特也邀请了盖茨、芒格和奥斯伯格来自己的翡翠湾住所，加入“新年桥牌会”。苏珊并没有出席，她知道巴菲特有自己的嗜好和追求，所以整个新年假期她都和家人朋友在一起。盖茨、奥斯伯格和巴菲特围着桌子等待芒格的到来。巴菲特是一个非常守时的人，时间到了，他提醒大家可以开始了，不过并没有提及芒格的迟到，因为这并没有打扰到大家的兴致。

盖茨心情非常好，但是聊天过程中人们发现巴菲特的情绪出现了恶化的迹象。过了一会儿，芒格仍然没出现，在奥斯伯格的提议下，他们玩儿起了三人桥牌。

刚开始，巴菲特还一直和大家开着玩笑、聊着天，一切看上去都很

平静，但是在打了45分钟的三人桥牌后，他变得焦躁不安，突然他从自己的椅子上跳起来说道：“我知道他在哪儿！”说着，他拿起电话拨通了洛杉矶乡村俱乐部的号码。

接线员放下电话去找人。几分钟后，他在高尔夫球场里找到了芒格，他正和他的朋友们坐在一起，只要没在办公室，芒格肯定会在哪里，高尔夫是他每天的必修课。接线员出现在他面前的时候，芒格正要咬他手里的三明治。

“查理，你在干什么呢？”巴菲特问道，“这个时间你不是应该和我们一起在玩儿桥牌吗？”

“我几分钟后就到。”芒格回答说。

芒格连一句道歉的话也没说就挂断了电话，放下他的三明治后钻进了汽车。

等了至少有半个小时，芒格终于出现在巴菲特位于翡翠湾的家中。他好像什么事都没有发生过一样坐在桌子旁的椅子上，似乎他并没有意识到自己让比尔·盖茨在他的结婚一周年纪念日等了一个半小时。

“新年快乐！我们开始打牌吧。”

三个人目瞪口呆地坐着。

随后比尔·盖茨说道：“好，我们开始吧。”

终于他们开始打牌了。

1995年9月，巴菲特集团会议在都柏林的基尔代尔俱乐部召开，巴菲特的老朋友们也都参加了这次大会。比尔·盖茨也作为巴菲特集团的一员参加了这次会议（巴菲特与盖茨结下了深厚的友谊，很多时候都能看到两人同时出现的身影）。由于盖茨的到来，爱尔兰政府将其奉若上宾，迎接他们的是爱尔兰官方的豪华轿车，并由安全特工在直升机上对他们实行监视保护。到达爱尔兰后的首场晚宴，健力士啤酒总裁、爱尔兰政府总理及夫人、美国驻爱尔兰大使等人悉数出席。巴菲特等人还游览了都柏林著名的三一学院、观看位于基尔代尔郡爱尔兰国家马场的比

赛。即使几年前凯瑟琳·格雷厄姆在威廉斯堡筹办的那次集团大会也没有如此隆重、奢侈，都柏林到处都是令人赞叹的古玩和艺术品，基尔代尔俱乐部还为巴菲特他们准备了当地所有的特色食物，并由欧洲厨师精心烹调。

尽管被身边的光泽和美丽包围着，尽管他们每个人都是百万富翁，但巴菲特集团的成员们并没有因此改变。他们中的很多人，一年也只能与巴菲特碰面一两次，但是他们却得到了巴菲特完全的信任：比尔·鲁安还是喜欢和很多人住在一起，给人们带来一个个有意思的故事；沃尔特·施洛斯还是住在自己的小公寓里，并像往常一样炒着股票；在众人中间，斯坦贝克夫妇算是有钱人了，但他们最热衷的交通方式还是长途汽车；桑迪·戈特斯曼依然对所有事物都持怀疑态度，并企图推翻每一桩成功的交易；结束了在缅因州海岸线大量购买地皮的行为后，汤姆·纳普把重点转向了夏威夷群岛；杰克·贝恩仍是精力充沛；罗伊·托尔斯固执己见的作风没有变，不过现在他已经学会说笑话了；埃德·安德森和琼·帕森斯开始致力于投资人类性行为的研究，不过安德森还是会在街上捡起一个便士的零钱；马歇尔·温伯格还是那个调情高手；卢·辛普森在挑选股票上的天赋有增无减，事实上，他是格雷厄姆和多德学派最好的投资者之一；卡罗尔·卢米斯已经赚了不少钱了，足够让她去乘坐飞机，但是她在买东西，哪怕只是一罐咸菜前，也会回忆自己在经济萧条期的遭遇；³⁹ 沃尔特·斯科特从兴修巨型水坝和桥梁建筑岗位上退休之后，开始建筑大型房屋；乔伊斯·考因在观看完歌剧后，宁愿在暴风雪的夜里沿着百老汇的方向走到市中心，也不会选择出租车代步。现在已经成为巴菲特俱乐部会员的阿吉特·贾殷，在会议期间还是会待在房间里分析种种数据，因为他知道巴菲特喜欢自己这样的作风；那个人人都喜欢的罗恩·奥尔森（至少在巴菲特认识的人里面，奥尔森能得到所有人的认同，当然大法官布里亚特除外），现在的社交圈更大了，几乎整个大洛杉矶的人都喜欢他；此外，比尔·斯科特、迈克·戈尔德伯格、查克·里克肖塞尔这些人曾围绕着温暖的太阳（巴菲特）工作了多年，现在都退了下来，不再受里克肖塞尔的热力学定律的影响；⁴⁰ 但比尔·盖茨与其他人都不同，他还享受着由巴菲特集团的智慧所带来的利益和坦诚的交往方式；而凯瑟琳·格雷厄姆则保留了自己的社交圈，她也成了巴菲特集团与社会联系的纽带。

在众人都沉醉于基尔代尔俱乐部奢华的享受时，巴菲特却看起了随身携带的《财富的福音》，这本书的作者是20世纪著名的实业家、慈善

家安德鲁·卡内基。在自己65岁生日的时候，巴菲特评估了自己的一生，所以他开始重读卡内基。在集团内部，巴菲特就卡内基所说的“富有着死去的人死得可耻”发起了讨论。作为慈善家，卡内基把自己毕生的财富都放在了慈善事业上，要知道他的财富在当时可谓独一无二，他立志在美国所有城市都修建一座图书馆，⁴¹他的这种做法得到了社会的高度评价。但巴菲特并不这么看，他宁愿“富有着、可耻地死去”，因为他知道如果像卡内基那样，就意味着自己要放弃很多。巴菲特坚持认为，最好的利用自己投资天赋的方法就是不断地赚钱——一直到死！而且他对那些例如图书馆的基础设施建设也没有兴趣，在他看来，那应该是苏珊的工作。不过巴菲特还是想听听身边人的看法，也许这会给他带来一些改变。

众人围坐在桌子旁边。比尔·鲁安——这个从来都不在乎钱，甚至和周围的人相比有些寒酸的人率先发言，他表示自己正策划一个项目，对纽约公立学校中年代久远的校舍进行翻修，之后他将与哥伦比亚大学合作拍摄一部反映纽约学生存在心理问题和自杀隐患的纪录片。⁴²之后，巴菲特还发现了一些自己从来都不知道的事情：斯坦贝克夫妇是美国治理环境问题的捐款名单上最重要的捐助人；墨菲是拯救儿童组织的主席；罗恩·奥尔森的妻子简则是国际组织“人权观察”的主席；考图夫妇曾给美国民间艺术博物馆捐赠了一批十分重要的艺术收藏品；芒格也向撒玛利亚医院和教育机构进行了捐赠。斯科特夫妇把捐赠地选在了奥马哈；戈特斯曼则在爱因斯坦学院的医药委员会任职；温伯格的捐赠行为更像是仗义疏财，教育基金、世界卫生组织、中东问题、教育研究，几乎没有他涉及不到的捐赠领域。这些都只是代表，还有很多人都在为慈善和公益事业做出自己的贡献。

轮到盖茨发言的时候，他这样说道：“我们不应该通过一个人捐出了多少钱来衡量他的成就，而是应该用这些钱挽救了多少人的生命来作为判断尺度。”盖茨认同巴菲特的观点——你必须先赚钱，然后才能保证你有权可以捐出去——但只要是一个人赚到了一定数量的钱，他就应该用这些钱来拯救更多的生命，一个很重要的办法就是把绝大部分资产捐出去。⁴³

如果用巴菲特的财富来进行衡量，那么巴菲特基金会所能支配的金钱是相当有限的，根本就是九牛一毛。其实巴菲特也早已选定了两个主要的慈善事业方向——人口过剩问题和核扩散问题，它们的共同点就是

解决起来非常困难，甚至超出了你的想象。也许金钱并不能解决核扩散问题，但是巴菲特已经在尽自己最大的努力避免核战争的爆发。在这个问题上，巴菲特提出了非常具有代表性而且论据十足的观点。

核战争似乎是不可避免的。人类最终都要面临这个问题。任何一件事情，如果它在一年内发生的概率是10%，那么在未来50年内它发生的概率将高达99.5%，几乎接近100%。但如果我们把这个数字调低，也就是说一年内出现核战争的概率降到3%，那么在未来50年，这个比例将下降到78%。如果我们将概率降到1%，未来50年，发生核战争的可能性只有40%。从数字上看，这是一件值得去尝试的事情，毫不夸张地说它可能会使这个世界变得完全不同！

在巴菲特眼中，另外一个重要的问题就是人口过剩。人口数量的不断增长给地球造成了巨大的压力，人们生活的这个星球已经严重超载。由于核问题解决乏术，巴菲特基金的主要流向就是人口控制，从20世纪80年代中期开始，这就成了巴菲特基金会的主要议题。在分析人口问题时，巴菲特也给出了足够说明事态的数字：在1950年，世界人口大约是25亿，短短20年后，世界人口已经接近37亿！⁴⁴当时保罗·埃利希的“人口爆炸理论”刚提出不久。他在文章中大胆预言20世纪七八十年代将出现全球性的大规模饥荒，数以百万计的人口将由于缺乏食品而死去。截至1990年，世界人口突破50亿大关，但是埃利希描述的饥荒并没有出现，所以他的这种观点也开始被人们，特别是人口专家所忽略。不过，世界人口仍然在继续巨幅增长却是不争的事实。现在专家们更多的是关注这样几个焦点问题：技术增长的速度能否超过人口增长、物种灭绝以及全球变暖的速度。不过巴菲特依然对人口问题很关注，他从“安全边际”的角度出发来分析人口增长和资源减少的问题。

地球的承载能力是有一定限度的，当然这已经超出了托马斯·马尔萨斯的想象。但另一方面，这固定的承载能力会让你找到打破这种平衡的临界点，没有人愿意为失误埋单。比方说你有一艘可飞往月球的宇宙飞船，飞船的容量很大，可以容纳200人，但如果你不知道路程有多长，那么你不会安排超过150人登上火箭。宇宙飞船有许多种，并且我们不知道准备多少食物合适。而且，如果我们只从幸福指数和生存环境来说的话，很难说究竟是生活在容纳20亿人口的地球更好，还是生活在月球更好。⁴⁵这里存在一个限度，如果你不清楚这个限制是什么，那么你最好停留在安全地带。对于地球也是一

样，如果想要我们生存的这个空间维持下去，就必须处在我们的“安全边际”里！

自20世纪70年代，为解决失控的人口增长问题，巴菲特开始将注意力集中在为妇女争取避孕和堕胎的权利上，这与苏珊的观点很贴近。这也是当时很多人权机构普遍接受的观点。⁴⁶由于芒格-托尔斯律师事务所的介入，巴菲特也卷入了加州贝洛斯案件，该案在加州历史上具有非常重要的作用，该案的裁决对于争取堕胎合法性具有里程碑式的意义。⁴⁷芒格在法庭上据理力争，他的激情感染了现场的很多人。他接这个案件是出于对年轻妇女在非法堕胎行为中致残或死亡的担心。随后，巴菲特和芒格赞助了一家名为“基督教联合会”的“教堂”，这里主要用于帮助年轻妇女进行堕胎。⁴⁸

在阅读了加勒特·哈丁《平民的悲剧》一文后，巴菲特被其阐述的思想深深打动。在这篇发表于1968年的文章里，哈丁认为对于那些人类共有的东西，例如空气、海洋等，现代人的行为就是在过度使用或者进行毁坏。⁴⁹作为“人口控制”运动的倡议人，哈丁的很多想法都对巴菲特产生了重要的影响，但是他并没有接受哈丁倡导的解决方案，后者拥护专制思想并采取优生学家的办法来解决问题。哈丁曾写道，人类不仅应该继承谦恭温顺的性格，更应该继承地球留给我们的资源。他的“遗传性自杀”观点认为：“看看你的周围，你的邻居里有几个是英雄？你的同事里有几个？我们之前看到的那些英雄在哪里？斯巴达现在在哪里？”⁵⁰

巴菲特认为将斯巴达带回来的想法不是没有被尝试过，这个人就是阿道夫·希特勒。斯巴达人通过遗弃自己羸弱的子女来改善自己的人口质量。现代优生学奠基人弗朗西斯·加尔滕借鉴了他的表兄达尔文的理论，并得出“选择性的人类育种可以提高人口质量”的结论。这种观点在20世纪早期得到极其广泛的支持，纳粹分子更是用实验性的手段对此加以验证。⁵¹尽管他的设想可以非常合理地对人类进行分工以帮助其进入竞争群体，但是没有一条绝对安全的线路可以说明哈丁想法的正确性。⁵²对此，巴菲特曾经给予否定，他赞成以公民权利为基础的方法可以解决地球与人口之间的问题。

于是在1994年的时候，巴菲特思想的天平从“人口控制”向人类繁衍的权利倾斜，⁵³这种改变也符合世界范围内关于人口控制运动的发展思想，妇女不再被视为通向人口控制“终点”的便利途径。⁵⁴他认为通过政

治手段来解决人口问题的方法都是不可控的，⁵⁵“即便是人口过剩，我也不会剥夺女性生产的权利，即便这个星球只剩下两个人，繁衍后代也是最重要的。我认为世界人口总数和新生儿数量没有必然联系。即使每个人都有7个孩子，我也不会按照哈丁说的做，不会把孩子的数量和人口过剩的问题扯在一起！”这样，巴菲特基金会的观点已经显而易见，他们支持人类繁衍的权利。

繁衍权利、公民权利还有人口控制在对堕胎的争议中迷失了方向，错综复杂的关系越来越多，最终巴菲特把生育的过程定义为“卵巢彩票”，⁵⁶他向一个叫作“责任财富”的组织分享了自己的这种想法，对于巴菲特来说，“卵巢彩票”给他带来了巨大的反响。⁵⁷

我是1930年出生的，当时我能出生在美国的概率只有2%，我在母亲子宫里孕育的那一刻，就像中了彩票，如果不是出生在美国而是其他国家，我的生命将完全不同！试想一下，母亲的子宫里有两个完全一样的受精卵，一样的聪明和精力旺盛，但是基因精灵却告诉他们，“你们其中的一个将会出生在美国，而另外一个会出生在孟加拉”。如果你在孟加拉国出生，你不需要缴纳个人所得税。那么你想成为美国人的愿望有多强烈？你会用收入的百分之多少来成为那个出生在美国的孩子？这就说明社会会对你的命运有一定的影响而不仅仅是影响你与生俱来的能力。相信我，和孟加拉相比，人们更希望在美国出生！这就是“卵巢彩票”。

“卵巢彩票”成了指导巴菲特在政治、慈善事业观点的向导。他的理想是创造这样一个世界：胜者可以自由地去奋斗，而他与失败者之间的鸿沟也会有某种方式去弥合。巴菲特出生在公民权利受到压抑的年代，他见到过极端的的不平等，也听说过法院骚乱、当局者被绞索勒着推到断头台。在某一时期或某个地方总会有人觉得自己应比别人得到更多。很多年前，巴菲特放弃了父亲的自由派倾向，⁵⁸但是现在他开始从精神上回归到内布拉斯加州的民主理想上了，这不得不说是个循环。

巴菲特，一个无论在思想还是现实生活中都很少做出改变的人，有时也可能做出偶尔的小调整，当然前提是有人不停地说服他这样做。在他和苏珊从爱尔兰的集团大会回来后，他们做出了“17天穿越中国”的决定。

巴菲特这次中国之行的起因是因为盖茨，而且为了能使巴菲特的中

国之行愉快，盖茨夫妇为他解决了相当多的麻烦，他们给巴菲特和其他客人送去了一份问卷调查，调查他们喜欢吃什么。巴菲特可不想重复日式料理的经历，“我不吃中国菜，”他回答说，“如果可能，给我点米饭放在盘子里随便摆弄两下，然后我就可以回房间吃花生了。对了，我还要一份《华尔街日报》，如果哪天看不到《华尔街日报》，我会觉得很难熬的！”⁵⁹

于是就这样，巴菲特开始了自己的首次中国之旅。

到达中国后，巴菲特住进了北京著名的王府井饭店，并与自己这次中国行的向导、亚洲协会会长安熙龙会面。⁶⁰在两人就中国发展问题交换了看法后，宴会开始了，客人们来到了饭店里的翡翠宫，品尝着饭店准备的地道的川菜：樟茶熏鸭、回锅肉、口水鸡、四川火锅，但是盖茨早已为巴菲特安排了他自己的美食：汉堡包和炸薯条，负责巴菲特这次中国行的A&K旅游集团特意派人教王府井饭店的厨师制作汉堡包和薯条，这令巴菲特很高兴，晚饭结束后，巴菲特种爱的薯条和甜点也出现在了的面前。

第二天早上，巴菲特一行人参观了北京大学、故宫博物院等地。中午他们在仿膳饭庄享用午餐，紧接着下午就前往钓鱼台国宾馆。每次吃饭，当其他人都都在尽情享用中国美食的时候，巴菲特却只吃汉堡包和薯条。

在北京期间，他们还会见了时任中国国务院总理的李鹏先生，盖茨还特意安排了巴菲特和一名12岁的中国乒乓球比赛冠军进行了一场比赛。第三天，巴菲特到长城游览，安熙龙教授向他们讲解了关于长城的历史和民俗，人们登上顶峰的时候发现庆祝用的香槟等已经准备好了，还有专门为巴菲特准备的樱桃可乐。俯视着长城——这个世界上最壮观的文化遗产，这个凝聚着中国劳动人民的汗水、智慧和悠久历史文化的伟大工程，每个人都在期待巴菲特能说点什么，确实，巴菲特也被眼前的一切深深打动了。

“朋友们，我真希望是我的公司拿下了为修建长城提供砖瓦的协议。”他开玩笑地说。

接下来的那个早上，巴菲特没有去观看武术表演，而是到当地的可口可乐工厂参观了一番。第二天，他们就乘坐中国军用运输机飞往乌鲁

木齐，一座位于中国西北的城市，是中国历史上的丝绸之路最重要的一站。在那里，他们将坐上一列火车，这列火车并不普通，在盖茨的安排下，巴菲特他们乘坐的是毛泽东主席当年的私人专列，这也是这列专列第一次租借给西方人使用。火车按照古丝绸之路的路线行进，穿越西北地区，沿途还设置了停靠站。人们可以在沙漠中骑骆驼、访问古老的城市和窑洞、在西安看大熊猫、参观秦始皇兵马俑——这是世界公认的最大墓葬遗址。旅行途中，巴菲特和盖茨还时不时地进行交流，为什么一些银行会比另外一些银行要更好些？为什么零售业不好经营？两人还谈到了微软的股票价值等问题。⁶¹

到达中国的第十天，他们参观了三峡大坝工程现场，随后登上了“东方皇后”号，这是一艘有五层甲板的游轮，里面设有舞厅、理发店、按摩院等等，还有一名乐手，他穿着正式，正在演奏《稻草里的火鸡》。

进入三峡的第一站是神农溪，很多人都穿上了橘红色的救生衣上了竹筏。竹筏随水流不停地晃动，岸上10个小伙子一组，用绳子拖曳着每条竹筏前行。旁边，还有一些年轻美丽的女孩子用歌声给小伙子们鼓劲。

巴菲特与那些女孩子们开着玩笑，但是在那天晚上的粤式宴会上，他的注意力显然都放在“卵巢彩票”上了，“在那些纤夫当中本会产生另外一位比尔·盖茨，但是他们出生在这里，他们命中注定要一辈子牵着船过日子。他们没有像我们一样的机遇。我们能过上现在的生活真是太幸运了！”

从神农溪出来，他们一路来到了峡谷，经过一些小村落的时候，有小学生们跑出来向那些陌生的美国人鞠躬致意。两岸都是薄雾笼罩的山峰，沿着铺着鹅卵石的小路上去是一个古色古香的小村落，小船缓慢地沿着蜿蜒的水路进入长江。最后，他们到达了桂林。他们改乘一条私人游船游览了漓江，这个世界上风景最优美的景点。漓江是一条极具原始特色的河流，那里的钟乳石被罩着一层绿色的覆盖物。唐朝诗人韩愈曾这样赞美漓江的景色，“江作青罗带，山如碧玉簪”。巴菲特旅行团沿着河岸前进，他们身旁是300英尺高的史前石群。巴菲特、盖茨父子在船上进行了一次长时间的桥牌狂欢——这次狂欢是得到他们各自妻子的许可的，此时游船正行驶在风景秀丽的江面，岸边是壮观的松树林。

这次旅行的最后一站是香港，午夜时分巴菲特拖着盖茨径直来到麦

当劳买汉堡吃。“从香港回旧金山，再加上到奥马哈的路上，我都只要看报纸就好了。”

但是那次中国行之后的很长时间里，事实上是很多年之后，巴菲特的思绪总是一次又一次被拉回到那段记忆当中去。但无论秀丽的风景还是骑行骆驼的场面，他都已经不在意了，那些不过是留在照片中的纪念，让他念念不忘的是三峡大坝工程和神农溪上的那条竹筏，是那些把一生都用在拖曳长船上的小伙子们的命运。这些一直留在巴菲特心里，困扰着他关于一个人的命运和天数的思考。

[1] 《假凤虚凰》，一部讲述同性恋者生活的喜剧电影。——译者注

51 该死的熊

奥马哈、康涅狄格州格林尼治，1994~1998

1994年那段时间，巴菲特对于《华尔街日报》的钟爱简直到了疯狂的程度，每天他都在仔细研究报纸上的每一条新闻，试图为伯克希尔-哈撒韦找到合适的买卖。但巴菲特发现这并不容易，他甚至动用了自己的桥牌牌友，动用了自己的高尔夫球友，动用了自己在中国、在爱尔兰的人脉资源，也没有挖掘到新的投资目标，所以他只能继续把投资重点放在可口可乐公司上。随着时间的推移，巴菲特的伯克希尔-哈撒韦已经用13亿美元购买了可口可乐公司的1亿股份。之后，他还收购了一家名叫“德克斯特”的鞋厂，但事实证明，巴菲特的这笔买卖是不成功的，这笔买卖似乎超出了巴菲特的判断能力。他曾预计美国国内对于进口鞋业的需求会有所下降，但最终他的愿望落了空，他也曾承认这次收购是自己犯下的最严重的错误。¹之后，巴菲特又收购了小巴内特-赫尔兹伯格的珠宝连锁店。说来也巧，在这次收购前，两人从来没有见过面。一天，赫尔兹伯格在纽约第五大道街头走过时听到一位女士对她身边的人喊道“巴菲特先生”，他抓住了这个机会，向素未谋面的巴菲特介绍起自己的公司来，两人当下便敲定了收购意向。此外，巴菲特仍继续购买美国运通公司的股票。

巴菲特还想把GEICO完全划归到自己名下。

从1993年10月开始，GEICO启用了联席首席执行官的管理模式，两位首席执行官分别是负责投资部门的卢·辛普森和负责保险部门的托尼·奈斯利。满头银发的奈斯利有点儿胖，与人交流时语气总是非常和善。从18岁起，奈斯利就在GEICO工作，这里也算是他事业的全部。成为公司联席首席执行官后，奈斯利非常强调公司的发展，GEICO也在沉寂了一段时间后，迎来了吸纳客户的高峰期，短短一年的时间，公司新增客户就达到了50万。1994年8月，巴菲特向该公司的两位联席首席执行官还有公司董事执行委员会主席萨姆·巴特勒表达了自己收购的意愿，当年正是巴特勒找到杰克·拜恩挽救了公司。奈斯利在这个问题上并没有反对。成为联席首席执行官后，他一直希望能将GEICO私有化。²其实奈斯利很

不喜欢和华尔街那帮人共事，所以在巴菲特提出收购意向时，他表示了同意，和那些资产分析师还有资金经理相比，与巴菲特合作显然要好很多。

在这次收购谈判中，以巴特勒开出的条件最高，他开出了每股不低于70美元的价格，而且还提出要以伯克希尔-哈撒韦的股票作为支付手段。但这在巴菲特看来是难以接受的，他表示只接受现金交易的方式，而且每股的收购价格不会高于50美元。³收购谈判持续了一年的时间，尽管巴菲特非常希望得到GEICO的全部股份，但他并没有立即答应对方开出的条件，而是采用了欲擒故纵的战术，这种战术随着巴菲特买卖交易的不断进行，也被他使用得更加娴熟。巴菲特不断地告诉巴特勒，保险行业正面临前所未有的冲击——随着互联网技术的出现，保险市场将变得越发难以控制，他这样做的目的就是为了让巴特勒相信，GEICO并不像看起来那么牢不可破，而是非常脆弱——脆弱得不堪一击。“市场正在一点点超出我们的可控制范围，随着互联网这种高科技交流手段的出现，保险业将受到前所未有的影响。公司之前通过电话的方式的确拉到了不少保单，但是互联网的高速发展必然会让靠电话拉保险的优势大幅缩水……”巴菲特这样的说法并不是信口开河。1994年计算机业和互联网蓬勃发展，而在这一年之前，电子邮箱都还没有达到非常普及的程度。尽管巴菲特对于计算机、互联网并不热衷，甚至可以说是一窍不通，但是他关于互联网对汽车保险行业影响的预测和见解还是非常深刻的，甚至比汽车保险行业自身的预测还要准确到位。

即便巴菲特如此“威逼利诱”，巴特勒也不为所动，这是一个不好对付的家伙，多年律师行业的工作经验使他不会轻易被巴菲特唬住。在过去两年的时间里，伯克希尔-哈撒韦的股票价格翻了一番，1994年4月的股价达到了每股2.2万美元。美国《金钱》杂志援引《超价股票服务》上的评论说道：“伯克希尔-哈撒韦的股票为什么能够节节攀升？唯一的理由就是这家公司是由上帝来经营的！”看到这些，巴特勒自然不会降低之前提出的价码，他要尽可能争取伯克希尔-哈撒韦的股份。由于双方都没有松口，谈判也因此陷入了僵局。最终，巴菲特使出了自己的“秘密武器”，让好朋友芒格介入谈判进行调停。但巴菲特想错了，这次谈判和之前收购所罗门公司的谈判不同，巴特勒并没有因为芒格的出现而改变态度。

这样，谈判断断续续拖了一年的时间，巴菲特也看清楚了局面：如

果自己想拿到GEICO，就必须答应巴特勒的要求，最终他还是妥协了。1995年8月，巴菲特用23亿美元的价格买下了GEICO52%的股份，此前他持有的该公司股份已达48%（这48%的股份巴菲特只花了4 600万美元），而且巴菲特并没有如自己之前设想的那样给巴特勒支付现金，而是选择以伯克希尔-哈撒韦的股票作为支付手段。也许有人认为巴菲特最终并没有实现自己的目的，但股神自己并不这么看。买下整个GEICO，巴菲特总共才花了23.46亿美元，这样的价码在巴菲特看来是可以接受而且也算得上是比较合理的。

在巴菲特买下GEICO的同时，整个股市也出现了转折点。股市一直在涨，继1993年的大牛市之后，1994年新发行的热门股票也出乎意料地受到了热捧。⁴到1995年2月，微软公司发布了Windows95系统，并在销售的第一天就实现了7亿美元的销售额，道琼斯工业指数也在这个月史无前例地攀升到了4 000点。忽然间，计算机成了人们生活的必需品，办公室里几乎人手一台；家长们给自己的孩子买电脑，好让他们更好地完成课后作业；家庭主妇也都有属于自己的电子邮箱，以便能在第一时间获得有关拼车的信息。互联网产业出现了空前的发展，网络开发人员已经不能满足社会对于信息产业服务的需求，电脑黑客也应运而生。

1995年8月，一家叫作网景的网络浏览器开发商以公司扩张为名开始在社会上募集资金。由于已经熟悉了该公司推出的互联网浏览器，人们对网景公司并不陌生，但是没有人知道这家公司从来没有一分钱的赢利。而当人们得知了有关网景公司公开募集资金的消息后，希望购买该公司股票的人慕名而来，以至于全权代理网景公司资金募集的摩根士丹利不得不开辟出一个免费的咨询热线来解决出现的问题，最终事情的发展远远超出了网景公司的预想：原本打算只发行350万股，但最后市场的需求却达到了1亿股。⁵

互联网的发展对于巴菲特来说又是一个什么概念呢？尽管巴菲特也接触网络，但是只限于打桥牌——他喜欢打网络桥牌。在收购GEICO的时候，他也提到了有关互联网对于保险业的冲击，但他对于互联网并不了解，甚至可以用知之甚少来形容。对于计算机和互联网，巴菲特始终提不起兴趣来，他认为这个世界也需要时间来适应。巴菲特的这种想法激发了微软公司总裁比尔·盖茨的兴趣，他把股神对计算机和互联网的态度看成是自己事业的一大挑战。为了让巴菲特能够接纳计算机和互联

网，盖茨邀请他和芒格来到了微软总部，打算与两位金融业巨头讨论有关互联网发展的问题。在那之前一天，盖茨已经与妻子梅琳达一起与芒格共进晚餐，在座的还有微软公司研发部门负责人内森·迈沃尔德。令盖茨夫妇没有想到的是，芒格与迈沃尔德交谈甚欢，而他们的主题并不是互联网或者金融业的发展，而是无毛鼯鼠——这是一种啮齿类哺乳动物，外形很像法国的白香肠。与其他动物不同的是，无毛鼯鼠对由于灼烧、酸痛引发的痛感没有反应[1]。作为科学发烧友，芒格对无毛鼯鼠还是有一定了解的。巴菲特的朋友桑迪·戈特斯曼曾有过投资鼯鼠的经历，他认为社会上对于实验用鼠的饲养需求会很多。但是戈特斯曼的这次投资并不成功，而且弄得他在纽约的办公室到处都是老鼠。在与迈沃尔德的交流中，芒格知道了无毛鼯鼠其实是一种进化得很好的哺乳动物，它们不仅对疼痛没有感觉，而且还是单细胞生物，母鼠繁殖的时候不需要与公鼠进行交配。芒格与迈沃尔德的谈话围绕着无毛鼯鼠的话题展开，完全不顾盖茨夫妇的感受，盖茨和妻子只能表情麻木地看着他们。6

第二天早晨，比尔·盖茨把巴菲特和芒格邀请到了自己的公司总部，盖茨希望以微软技术总监史蒂夫·鲍尔默为首的计算机工程师们能让巴菲特对这个高科技产业有所改观，但他们发现自己和巴菲特、芒格完全是来自不同世界的人——微软的精英们惊奇地发现这两位金融界的大家对计算机、互联网几乎是一窍不通。在微软精英的眼中，巴菲特和芒格就像是在灌木丛中发现了飞机的土著居民一样，虽然知道这是一个新生事物，但完全不知道怎样操作。而对于巴菲特来说，尽管他知道互联网的重要性，但他并没有表达出希望自己的GEICO加大对互联网技术的研发从而推进保险产业发展的念头。在他看来，计算机和互联网不过是帮助自己找到更多桥牌爱好者的工具而已——互联网唯一能做的就是帮助巴菲特找到能和他一起打桥牌的人。

我的这种想法让比尔很好奇，为什么？因为他终于看到了一个对计算机没有一点儿兴趣的人，他认为随着计算机在全社会的推广，人们都应该对这项技术产生巨大的兴趣！这一点似乎没有错，至少在比尔周围这种想法是没有错的，但是对我来说，我感兴趣的只是这个技术的推广本身。什么样的人 would 买计算机？肯定是那些对计算机感兴趣的人，要是像我这种人，肯定不会把钱花在购买计算机上，一分钱也不会！

也许是认为对于计算机和互联网的认知不在自己的能力范围内，巴

菲特从来没有在微软或者是英特尔公司投资，否则世界首富早已记在他的名下了。在财富排行榜中，排在首位的是微软董事长比尔·盖茨，巴菲特排在第二位，但巴菲特从来不在意这些。或者说，也许巴菲特是关心的，他也非常在意世界首富的头衔，但是让他更加关心的是如何才能避免可能出现的风险。哪家公司将成为下一个微软、下一个英特尔、下一个声名鹊起的公司？巴菲特不知道，哪家公司有倒闭、破产的危险？巴菲特也不知道。他所描述的“安全边际”是：任何技术产业都是存在生命周期的，一旦这项产业落寞，马上就会有新的产业顶上来。也许这一点能解释巴菲特为什么不在微软、英特尔公司投资。

退一步说，即便巴菲特对于科技股票有兴趣，他也不会让自己陷入风险之中，这也许是因为过去的经历依然敲打着巴菲特的心。1992年阿吉特·贾殷刚刚加盟伯克希尔-哈撒韦的时候就见证了这一切。1992年美国遭遇了“安德鲁”飓风的侵袭，南佛罗伦萨地区损失惨重，之后，巴菲特决定开设一个全新的险种——巨灾再保险业务，旨在当不可抗拒的灾难发生时，对保险人进行赔付，不过这需要保险人率先缴纳一定的费用。两年后，加州北岭发生7.1级地震，在灾难面前，几乎没有哪家保险公司有足够的资金应付这一切，但巴菲特和他的伯克希尔-哈撒韦有这个能力，他们也支付了大笔的保险补偿。

在布鲁姆金家族（也就是B夫人）的帮助下，巴菲特完成了对威利连锁家具店的收购，这是一家位于盐湖城的家具公司。对于巴菲特来说，曾经依靠《穆迪手册》来搜寻潜在收购对象的日子已经一去不复返了，如今巴菲特更多地扮演着“救世主”的角色，例如从某位企业掠夺者手中夺下了飞安国际公司——这是一家培训飞行员和制造培训模拟器材的公司，这家公司的赢利状况很好。当然，在巴菲特的身边也总是有人给他提各种各样的建议——买下事达家具、买下Dairy Queen公司……但是这些建议都没有得到巴菲特的赞同，他认为这些并不是自己期待完成的交易。在回绝人们“好心的”建议时，巴菲特调侃道：“如果没先打电话人就来了，你们知道这个人一定是我！”巴菲特的言外之意是暗示自己很可能不按牌理出牌。

为什么会有人给巴菲特提出那样的建议？也许在股神投资了德克斯特鞋厂后，人们认为巴菲特不会对任何交易说不，但是就连巴菲特自己也开始对这桩鞋厂交易感到后悔了：人们对国外进口鞋业的热情并没有任何削减的迹象，德克斯特鞋厂在众多国外竞争者中面临巨大的冲击，

最后只能以倒闭收场。但对巴菲特来说，失误虽然在所难免，但还是很小的，更多的是他成功的案例，是他投资的本土企业占据上风。伯克希尔-哈撒韦与迪士尼公司协商后同意以190亿美元的价格出售前者在大都会/美国广播公司的股份，伯克希尔-哈撒韦得到了20亿美元的回报，这个数字几乎相当于最初投资数额的4倍！汤姆·墨菲进入了迪士尼董事会，在墨菲的引介下，巴菲特认识了迪士尼公司总裁迈克尔·艾斯纳先生。于是人们看到了出现在太阳谷的巴菲特——一个夹杂在商业名流和影视明星之间的巴菲特。此外，巴菲特再次在《华盛顿邮报》上投资，当时该报的老板是唐·格雷厄姆，他也是巴菲特最欣赏的人之一。在格雷厄姆的劝说下，巴菲特再次回到了自己的老行当——报业营销上，再次为报业进行投资。

1996年年初，伯克希尔-哈撒韦的股票价格飙升到每股3.4万美元，总资产达到了410亿美元！这也就意味着那些1957年在伯克希尔投资的“老人们”（只要他们没有选择撤资），当初每投入1 000美元，现在就能有1 200万美元的回报！短短几十年内，投资的回报额就不停地翻番！巴菲特现在的身家达到了160亿美元，妻子苏珊凭借手里握有的15亿伯克希尔的股份（苏珊曾承诺无论在任何情况下也不会出售伯克希尔的股份⁷），和芒格一起进入了《福布斯》富人榜的前400位，他们和巴菲特一样都跻身亿万富翁之列！那个曾经默默无闻的伯克希尔-哈撒韦现在成了金融界最耀眼的明星，以至于在1996年巴菲特召开的股东大会上，有来自美国50个州的近5 000人聆听了巴菲特宣讲的投资圣经！

对于资产膨胀，巴菲特很自豪，当然令他更满意甚至引以为傲的是自己从来没有考虑抛售手里所持有的伯克希尔的股票，巴菲特表示自己永远都不会与伯克希尔-哈撒韦分开。“我与伯克希尔-哈撒韦注定是不能分开的！”巴菲特说道，“为了公司的利益，我会不惜牺牲自己的一切！”⁸蒸蒸日上的伯克希尔-哈撒韦的股票已经很贵了，于是不免有人对它打起了主意。一些投资信托公司瞄上了巴菲特的投资组合，希望靠复制巴菲特投资组合的做法小赚一笔，它们的这种做法让外界看起来很像与伯克希尔-哈撒韦形成了“共同基金”，但事实上并不是。伯克希尔-哈撒韦发迹的主要原因就在于通过投资吸纳资金后把资金投入到其他行业和股票上，这本身就是一个永不停止的循环过程，根本无法复制，也就是说，那些投资信托公司不可能依靠这种投机的方法成为下一个巴菲特。

此外，这些信托公司购买那些股票时的价格远远超出伯克希尔-哈撒韦在投资该股票时的价格，而且他们还要让客户缴纳一定的费用，这其实是一种欺骗客户的行为，看到这些，巴菲特心中的正义之火燃烧起来。

我不想让那些买了伯克希尔-哈撒韦所投股票的人误以为他们能很快地赚到大钱，最重要的是他们的这种想法根本不现实！出现了这种结果，可能有人会自责，也可能有人把枪炮对准我。赚不到钱，他们肯定会失望的，我不想看到他们失望！从我卖股票的第一天开始，我就知道让人们陷入一种对赚钱的疯狂期待是一件非常痛苦的事，这让我很担心！

为了遏制投资信托公司的这种行为，巴菲特决定发售一种全新的股票——伯克希尔-哈撒韦B股，B股的票面价值相当于A股的1/30。

对于发行B股，巴菲特似乎有着特别的热情，他曾这样写道：“无论是巴菲特先生还是芒格先生，都不能以B股首次发行时的价格来购买该股票，也不能鼓动自己的家人和朋友进行买卖投资。”“.....公司原有的股东也不用担心，不管B股发行多少，他们手里所持有的股票都不会贬值！”⁹

伯克希尔-哈撒韦的B股发行未设数额上限，这样就能保证股票价格在发售期间不会出现暴涨的现象。“你知道，我们不想让人们觉得买到新发行的股票就能有双倍的回报，但在短期内我们有自己的市场行为方式。在过去一年的时间里，如果我把资金完全放在一只股票上，那么我早就成了人们眼中的英雄了。而现在，只要市场需要，我们愿意一直发行B股股票，只有这样才能避免股票不会因为太抢手而导致价格攀升！”巴菲特解释道。

巴菲特说到做到，推行着公司发行股票但自己却不购买的策略，这种有悖于常规的态度也为他进一步赢得了大众的支持。值得一提的是，这种做法也让购买伯克希尔-哈撒韦B股的人们成了巴菲特的“合伙人”，公司也从中取得了令人意想不到的利益——通过发行B股募集到的资金数目庞大！

在巴菲特之前，还没有哪家公司的首席执行官会自信到使用这种方法，但巴菲特可以！铺天盖地的媒体报道也让他成了公众的焦点，外界

称赞他的坦诚。而当我们把目光转移到B股发行上来时，却发现不少投资者开始大量购买巴菲特的股票，这一点和股神之前的预期是有一定差距的，事实上他并不希望出现这种局面。他认为投资者们这样的做法并不明智，并多次在私下里表达了自己的这种想法，而这又从另一个方面证明了巴菲特在人们心中的地位。投资者之所以购买伯克希尔-哈撒韦B股，完全是出于对巴菲特的信任，这让巴菲特心中充满骄傲，否则如果B股发行不利，那将是令巴菲特非常难过的事情！不过从发行的情况来看，发行B股的做法是非常明智的，这本身就是一个双赢的交易：股东是赢家！巴菲特也是赢家！无论B股发行的结果如何，都不能改变这个双赢的局面！

随着B股的发行，巴菲特的追随者也越来越多。截至1996年5月底，伯克希尔-哈撒韦新增股东达到了4万人！直接导致1997年的股东大会不得不改在奥马哈市的阿克萨本体育场举行，单是会议需要的设备就花掉了500万美元，不过由于是在内布拉斯加家具城购买的设备，这500万等于是从巴菲特的一个口袋进入了另一个口袋。当时共有7 500人参加了这次股东大会，最终这也成了巴菲特组织的“资本家的欢乐盛事”，成了伯克希尔-哈撒韦的聚会。而在1998年的股东大会上，股东数量更是史无前例！随着时间的推移，巴菲特的名气越来越大，公司的资金规模不断扩大，他的追随者的数量也在不断上升。金融界似乎出现了一个不成文的规定：只要有巴菲特投资的行业，就能给他和他身边的所有人带来巨大的变化！

但是类似于“资本家的欢乐盛事”这样的场景在华尔街已不多见了。随着互联网技术的发展，股票市场现在也被计算机所包围着，特别是在彭博机（一位叫迈克尔·布隆伯格的人发明了股票终端机）出现后，计算机已经逐渐成了股市的一部分。20世纪80年代曾在所罗门公司工作的彭博当时默默无闻，但是布隆伯格机的出现却给了股市发展一个全新的起点。彭博机集股票走势图报表、曲线于一身，可以进行计算，发布股市最新消息，并可以提供股价的时间比对，模拟不同公司、债券、货币、商品之间的竞争情况。一时间，任何人手里能有一部彭博机都被认为是一件非常幸运的事！

到了20世纪90年代早期，彭博机已经在股市中无所不在，但巴菲特的态度很坚定——彭博机销售小姐连续三年向伯克希尔-哈撒韦进行推销都没有成功，每次都只能得到对方拒绝的答复。在巴菲特看来，每分

钟都跟进股市的最新消息的做法不是投资，依赖于电脑也不是投资，不过最后巴菲特也妥协了。由于进行债券交易有赖于彭博机才能完成，一向对彭博机甚至计算机持抵制态度的巴菲特也在伯克希尔-哈撒韦总部安装了一台彭博机，不过这个股票终端距离巴菲特的办公室很远，而每次去彭博机读取数据也不是巴菲特的的工作，涉及到彭博机的事务由公司债券部主管马克·米拉德全权处理。¹⁰

彭博终端机的出现，标志着股票交易进入了一个计算机化的时代，这也从一个层面凸显了所罗门公司当时的被动局面。所罗门公司落后的经营模式已经无法跟上公司前进的脚步。1994年，时任所罗门公司首席执行官的德里克·摩根决定重新评估员工们的工资收入情况。摩根认为员工们应该和股东们一样分担公司在经营中出现的风险：经营景气的时候，员工们可以和股东们一样得到分红；如果经营不景气，员工们应该和股东们承担同样的风险。摩根的这种想法获得了公司一部分员工和股东的支持，¹¹但这毕竟是华尔街，除了所罗门公司外，没有哪家公司会有这样的想法，于是不久公司就有35名高层人员离职。对于员工们这种拒绝承担风险的态度，巴菲特也感到很无奈。

35名离职的高层中有一个人叫约翰·梅里韦瑟，他在所罗门公司的主要任务是为从事套利交易的股东寻找适合的交易。随着梅里韦瑟的离开，这些进行套利交易的股东们不得不为争取自己在所罗门公司的股份而斗争。对于这些人，巴菲特还是很愿意为他们做些什么的，毕竟套利交易在所罗门公司的收入中占有很大的份额。不过由于市场竞争残酷性的不断增加，即便是套利交易的利润也出现了下滑的趋势。

套利交易者存在这样的想法，他们认为类似或者相关产品的价格差距会越来越小，这就是他们进行交易的理论依据。举个例子，他们的交易可能会建立在两种类似的债券能否以相近的价格来完成交易上。¹²可当时的大环境是竞争异常激烈，那些不需要动脑就能完成的生意越来越少，所以套利交易者只能将目光投向那些高风险的交易。一旦亏本，他们会拿出更多的钱，期望能以扩大规模的方式来挽回出现的损失。不管是上述哪种情况，由于交易本身的利润正在缩水，套利交易者认为只有通过大手笔的买卖，才能弥补交易中出现的损失，然而他们进行的很多交易都是在负债的前提下进行的。

市场法则并不鼓励套利交易者这样做，因为市场并不需要套利交易者把自己的损失通过与之前一样的方式填补回来。为什么？这个游戏最终就是没有人会从中赢利：如果一个人有1美元，他在生意中赔掉了50美分，还剩下50美分，为了填补损失，他肯定会加大投资，但想要补回之前的损失又怎么会是一件容易的事？所以最好的方法就是向别人借来50美分凑够1美元后进行下一笔交易，这也就意味着他只付出了一半的资金就能得到两倍的利益（当然还要算上借款期间的利息）。相比于自己付出1美元，显然第二种方式要轻松很多。但不可否认的是，借钱做生意也将加大风险指数，如果投资者再输掉50美分，那他就什么都没有了！所以巴菲特也从中给出了三条法则：第一，做生意要避免赔钱；第二，参照第一条法则；第三，不要从别人手里借钱！

然而那些套利交易者的想法并不是这样，他们总以为自己对债券价值的估计是正确的，因此即便债券市场的走势背离了他们之前的预测，他们也认为只要时机成熟，损失的钱就会自动走向自己的口袋。从股价波动率的角度来讲，投资风险就这样出现了，因为上述命题成立的条件是投资者必须有足够的时间和耐心，而这恰恰是那些借款经营者最大的弱点——时间对于借款投资的人来说几乎就是奢侈品！还有一个重要的因素，在已经亏损的项目上进行投资，投资人必须拿出足够的资金，而且任何资金都是存在机会成本的，这笔追加的额外资金也不例外。

在众多的套利交易人员中，有一位叫拉里·希里布兰德，他原本希望利用抵押债券的利息套利从中赢利，没想到却赔了4亿美元，这在当时是一个不小的数目！不过希里布兰德深信如果公司能够给予自己一定数量的资金援助的话，自己肯定能把之前的损失补回来！巴菲特也相信希里布兰德有这种实力，于是同意给他拨款，最终的结果令两人都很满意——希里布兰德不但补回了之前的损失，还着实赚了一笔。

这些从事套利交易的人似乎对自己的能力有一种天生的直觉和判断，他们总是对自己深信不疑。随着套利交易的手段在股票、债券的经营过程中越来越普及，套利交易者逐渐希望能摆脱之前受限制的局面，他们希望扩大交易的范畴，希望在交易中引进更多的变量和不确定因素。套利交易者对于计算机的依赖性很强，通过种种复杂的数学公式计算出来的数字，是他们决定是否交易以及进行哪个交易的基础，但他们又否认自己是数字的奴隶，坚持说数字不过是决策过程中的指示路标而已，并不具备任何实际的意义。在巴菲特和芒格眼里，这种依靠数学公

式来指导投资的方法算不上是真正的投资，这种感觉和用自动驾驶模式开车很类似，开车人认为自己在高度专注地驾驶汽车，路况平稳的地区还好，而一旦遇到了道路颠簸、雨天还有交通拥堵的情况，自动驾驶就完全失去了作用，换句话说，一旦股市出现问题，依靠冷冰冰的数学公式给出来的答案肯定不能解决出现的问题。

所罗门公司的那些从事套利交易的人究竟希望得到什么呢？很明显，投资资本不是他们的终极目标，他们希望约翰·梅里韦瑟重新回到所罗门公司的舞台上。在所罗门改革后期的恢复阶段，套利交易者一致支持赋闲在家的梅里韦瑟重返所罗门，但是时任公司首席执行官的德里克·摩根并不支持，在他几次礼貌地表达反对后，公司的套利交易者们也知道他不希望梅里韦瑟回来。这时，巴菲特和芒格起了至关重要的作用，两人对梅里韦瑟的回归投了赞成票，这当然是以一定条件为前提的——梅里韦瑟在回到所罗门公司后必须定期向摩根汇报工作情况，这样也就限制了梅里韦瑟在工作中的自由度。梅里韦瑟并不愿意在他人控制之下工作，于是终止了谈判，并于1994年开办了属于自己的对冲基金公司长期资本管理公司。长期资本管理公司的运营模式和所罗门公司的套利交易运作模式类似，最大的区别在于在梅里韦瑟和他的合作伙伴们可以保有交易后赚取的利润。

随着梅里韦瑟的离开，他原来在所罗门公司的老臣和同事相继离去，大家纷纷选择美国康涅狄格州的格林尼治作为自己工作的新起点——这里也是长期资本管理公司总部的所在地。由于公司最大的财富制造者离开了，所罗门公司首席执行官摩根预感到巴菲特也将要离开，他似乎已经洞察到巴菲特给手中所罗门公司的股份贴上了“出售”的标签，所以摩根不得不开始未雨绸缪，着手部署后巴菲特时代的公司运营计划。¹³

巴菲特在1996年致股东的信中这样说道：“事实上，所有的股票价格现在都被高估了！”巴菲特认为股票市场之所以红火，是因为华尔街的存在以及它在世界范围的影响！同样是在1996年，所罗门公司首席执行官摩根决定把公司旗下的酒店卖给桑迪·韦尔，这位旅行者保险公司的首席执行官正是十几年前从保险公司消防员基金被排挤走的那位，而多年前的排挤事件刚好牵扯到巴菲特，韦尔对巴菲特可谓恨之入骨。摩根不是没有考虑到两人之间的摩擦，但是当面对世界范围内在大型“金融购物中心”方面唯一能与美林证券抗衡的旅行者保险公司，摩根还是选择对巴

菲特与韦尔之间的矛盾视而不见。而韦尔方面，虽然他本人不喜欢套利交易，但是他深知世界范围的连锁酒店将产生巨大的利益，所以他毫不迟疑地与所罗门公司签订了交易合约，而他这种行为则被外界认为是针对巴菲特的做法。韦尔以自己的方式打败了巴菲特——既然所罗门公司在巴菲特时期经营不善，韦尔自然不会放过这个机会证明自己。对于自己对手韦尔的收购，巴菲特丝毫没有吝惜自己的溢美之词，他把韦尔比喻成了实现股票价值的天才。¹⁴最终，韦尔的旅行者保险公司以90亿美元的价格买下了所罗门公司，巴菲特终于甩掉了自己身上的这个大麻烦！¹⁵

甩掉了所罗门公司，巴菲特依然是投资者追捧的对象，梅里韦瑟就是其中之一。这位长期资本管理公司的首席执行官深知巴菲特非常希望能拥有属于自己的赌场和娱乐场，因此在自己的长期资本管理公司挂牌营业的某一天，也就是1994年2月前的某一天，梅里韦瑟和一位合伙人亲自飞往奥马哈，希望能说服巴菲特在自己的公司注资。他们邀请巴菲特在奥马哈著名的Gorat's牛排店吃饭。席间，梅里韦瑟向巴菲特展示对于新公司的规划，并对投资赌场可能出现的种种情况作了分析，还给出了公司的资金预算，准备充分可见一斑。梅里韦瑟的理念就是通过数量庞大的小规模经营来谋取利益，而这些小规模经营的启动资金至少需要长期资本管理公司资本的25倍！梅里韦瑟认为，一旦经营出现失误，最大损失额不会超过公司资产的1/5，而公司出现这种情况的可能性不到1%。¹⁶相信没有人会把自己公司出现风险的概率说到1%以上。（要是那样的话，没有人会对这样的企业投资，不过这些数字是不能说明问题的。任何公司在规划的时候都会预先假设公司出现致命打击的可能性是零，抑或是微乎其微。公司这样做的原因很简单，即便公司有数额庞大的回报，也不足以补偿可能出现的风险带来的损失！）

梅里韦瑟之所以选择“长期”作为自己公司名字的一部分，很大程度上是因为当时投资者的钱都被套牢了！他深知如果自己开始赔钱的话，在损失得以填补前，他身边必须要有其他投资者的支持！但是梅里韦瑟的这种想法却被巴菲特和芒格看穿了，他们很不屑于成为梅里韦瑟利用的工具——自己投入巨大的资金，填补根本不可能填平的损失——扮演这样的角色让巴菲特和芒格很难接受。

“我们知道他们（长期资本管理公司的人）是非常精明的。”芒格说道，“但我们依然对这份投资的复杂性和需要的启动资金持一种怀疑的态

度，我们不想成为替罪羊，不想成为把别人带进投资坟墓的坏人。如果我们选择了这个项目，相信会有很多人去模仿的。”芒格在言谈中丝毫没有避讳伯克希尔-哈撒韦很可能成为长期资本管理公司替罪羊的猜测。“况且我们也不赞同长期资本管理公司那些人的处事方法！”¹⁷

长期资本管理公司的赢利模式是这样的：每年从投资者手里收取2%的手续费，并从投资者的投资利润中分得25%的利润。即便如此，委托长期资本管理公司进行投资的客户依然络绎不绝，他们看重的是这家公司的名气，以及他们提出的“和投资天才一起赚钱”的口号。的确，在长期资本管理公司成立初期，公司的运营是非常出色的。从创下对冲基金募集史上最高的12.5亿美元开始，长期资本管理公司有了一个很不错的起步。长期资本管理公司挖到了之前在所罗门公司工作的老臣和经营团队。在新公司，这些套利交易的专家们能够把自己的全部精力都投入在交易开发上，不会受到外界的干扰，自己辛辛苦苦赚回来的利润也不会被公司其他部门瓜分——之前在所罗门公司时，套利交易部门所创造的财富往往成为诸多部门觊觎的对象，不过在长期资本管理公司，这样的局面再也不会发生了。在长期资本管理公司成立的前三年，业绩非常好，投资者投资总额翻了两番！到1997年年底，公司累计资本达到了70亿美元。但好景不长，之后出现的对冲基金竞争激烈的局面开始制约公司回报的增长，而梅里韦瑟不得不向投资者返回23亿美元的资产以填补投资者的损失，剩下的则完全投入了市场。那时长期资本管理公司的套利交易依然维持在1 290亿美元的水平线上，但是这个数字看起来更像是公司的债务总额。事实上当时长期资本管理公司只有47亿美元流动资产。公司原本的策略是通过募集投资者的资金，以巴菲特选择的投资组合作为自己的蓝本积累财富，但是现在梅里韦瑟发现公司的资产中几乎有一半是记在自己合作者名下的！¹⁸尽管如此，梅里韦瑟依然很自信，他和他的公司在金融界依然拥有显赫的地位，那些公司的合作者们依然可以对自己的客户耍派头。那时与长期资本管理公司进行合作的企业向超过50家银行进行贷款，虽然是债务人，但他们依然对银行、对自己的经纪人指手画脚、发号施令（这样的场景在类似的案例中非常平常）。

也许是因为巴菲特在金融界创造的财富是前无古人的，所以很多人都把复制巴菲特神话甚至是超越他作为自己最大的目标，不过目前来看还没有人实现这种期待。但在很多人看来，梅里韦瑟已经离这个目标越来越近了。梅里韦瑟对巴菲特也许有一种潜意识的怨恨心理，在所罗门公司，巴菲特就没有对他施以援手，既没有充当他的保护者，也没有帮

助他重返所罗门，这就让梅里韦瑟有了超越巴菲特的动力。¹⁹但人们也许忽略的一点是，长期资本管理公司永远是落后于巴菲特的伯克希尔-哈撒韦的，简单来看，伯克希尔-哈撒韦的股价要比长期资本管理公司的股价高²⁰，但梅里韦瑟不是轻易放弃的人。他在百慕大地区开设了一家名为“鸚莱”的再保险公司。选择“鸚莱”这个名字，是因为在长期资本管理公司总部大楼前面的喷泉中间有一尊雄鸚的铜像，铜鸚的爪子深深地插进了猎物的身体里，鸚莱也因此得名。长期资本管理公司旗下的这家再保险公司主要的业务范围涉及地震、飓风等自然灾害保险，这个险种和巴菲特高级助理阿吉特·贾殷在伯克希尔-哈撒韦负责的险种十分相似，换句话说，鸚莱公司闯入了阿吉特的领地。但众所周知，任何保险险种都不是一个轻松的话题，很多人在涉及保险行业的时候都没有获得成功，即便是经验老到的巴菲特，在他年轻的时候也出现过这样那样的失误。所以作为一个新手，要想在再保险行业中拿到成绩，长期资本管理公司必须要有进门的金钥匙，事实证明，他们做到了！

随着时间的推移，长期资本管理公司在保险业务上越来越成功，他们的业务范围也在不断扩大，甚至有人开始效仿起他们的保险经营策略来。但是到了1998年夏天，一切似乎又到了一个转折点，几乎在一瞬间，所有债权人都意识到了一个问题——他们对于债务人是否还款的预想有些盲目乐观。究竟债务人会不会按时偿还自己的债务？这种想法总是会每隔一段时间爆发一次。面对这种情况，再加上银行利率的提高，长期资本管理公司的竞争对手们纷纷对自己目前的状况重新进行评估，具体办法就是通过降低债券价格的方式带动一个销售狂潮，但长期资本管理公司并没有这么做。他们选择了与大众方法背道而驰：卖出了手中最保险的债券，转而投资那些高风险的债券，他们认为高风险能带来高回报，同样也在价格上具有相当的优势。长期资本管理公司的理念就是随着市场趋向更加有效的运作方式，高风险债券的价格将会上扬，趋向低风险的债券价格。做出这样的判断源于他们通过市场分析做出来的精密测算。在进行了一系列的数据分析后，长期资本管理公司认为金融市场的大方向将趋于平稳，也就是说市场将出现反弹，而之后市场即便有变动，也是在一个很小的范围内波动。他们的这种说法从历史的角度来看是成立的，但是历史告诉人们的另外一个原则就是普遍发生并不代表永恒！长期资本管理公司也知道这一点，所以公司把投资者的钱“冻结”了起来，希望当问题出现的时候能对公司有所帮助，至于期限他们没有明确，但肯定是越长越好，至少公司会选出一个他们认为合适的足够安全同时又能保证自己利益不受侵害的时间。

1998年的俄罗斯金融风暴最终摧毁了长期资本管理公司的所有设想。1998年8月17日，俄罗斯政府宣布卢布贬值，这场金融风暴引发了全球性的金融动荡，长期资本管理公司受到重创。投资者能做出的唯一选择就是抛售所有手边的股票和债券。早些时候已经有投资经理预感到了长期资本管理公司几近崩盘的局面，他们认为公司在金额巨大的套利交易中谋利的做法无异于“在重型推土机前去捡5美分的硬币，危机随时都有可能发生”。²¹这一幕现在已经发生了，而且捡钱的人面对的还是一部安装了法拉利引擎的推土机，它正以每小时80英里的时速开过来，捡钱的人已经大难临头了。

回忆起当时的一幕，巴菲特也陷入了沉思。1998年8月23日，星期天，他接到了长期资本管理公司的埃里克·罗森菲尔德的电话。“当时我正在打桥牌，电话响了，是罗森菲尔德。”巴菲特说道。对于罗森菲尔德，巴菲特是非常欣赏的。45岁的罗森菲尔德是梅里韦瑟精英团队的一分子，之前他曾在所罗门公司就职，在那里他主要负责的就是审核每笔交易，找出存在问题的环节。到了长期资本管理公司，他成为梅里韦瑟的副手，工作的主要方向就是以销售合并套利债券的方式来重新规划公司的投资组合，尽可能地优化投资组合。“我已经很多年没有和罗森菲尔德通电话了，但我能听出来他的声音带有一种很害怕的情绪。他向我通报了长期资本管理公司的情况，并表示希望我能帮助他们公司的套利债券部门走出困境，把套利债券转移到我的名下，这大概需要60亿美元的投入。直到那时他们依然认为套利交易是一个纯数学的问题。”²²巴菲特并没有直接拒绝罗森菲尔德的请求，而是选择了非常礼节性的方式：“我很明白地告诉他，我可以帮他，但不是买下他们公司的全部套利债券，而只能是其中的一部分！”

就在这场金融动荡发生短短几天的时间里，长期资本管理公司的资产严重下降，不到一周，公司的资产净值下降了50%！一周里，公司的合伙人一直在给自己关系网里的所有人打电话，希望在8月31日，也就是公司宣布破产前能够尽可能多地募集到资金，随着公司逐渐接近死亡的边缘，他们也开始认同了拉里·希里布兰德的话——现在是到了向奥马哈先知巴菲特求助的时候了，只有他才能帮助长期资本管理公司渡过难关！

第二天，道琼斯工业指数下跌了4%，《华尔街日报》把这称为“追加保证金的全球性预警通知”，恐慌的投资者也开始纷纷抛售手边的股票

和债券。而就在这一天，希里布兰德来到奥马哈拜访巴菲特，巴菲特亲自到机场迎接自己的这位老朋友，之后两人来到了伯克希尔-哈撒韦在基威特广场的总部。令希里布兰德感到惊讶的是，伯克希尔-哈撒韦的装修和自己所在的长期资本管理公司有着很大的不同：后者极尽奢华，办公大楼里有两张撞球台，一个面积达到3 000平方英尺的健身房，还配有专业的健身教练，而伯克希尔-哈撒韦秉承了巴菲特节俭的美德，办公室并不大，而且已经被工作人员和可口可乐公司的投资备忘录填满了。

此前希里布兰德的情况并不好，他早已陷入了债务麻烦之中，个人投资血本无归，想要利用杠杆投资来填补损失也不是良机。到达奥马哈的第一天，希里布兰德走访了伯克希尔-哈撒韦的各个层面，并向巴菲特陈述了在这个时间对长期资本管理公司投资的种种好处。²³提到这件事，巴菲特回忆道：“当时希里布兰德希望我能给长期资本管理公司注资，他向我描述了七八个可以投资的部门，但是我知道这些都是相互牵连的，我知道我伸出援手的时间越迟（不要太迟），我能够得到的利益份额会越多，为什么？因为以长期资本管理公司目前的状态，他们非常需要能有人对他们施以援手。而希里布兰德提出的建议似乎都不在点儿上，没有什么实际的意义，也许他们认为自己还有时间耍耍手段，但我不想这样，这就是我的答案！”正如巴菲特所说，最后他这样告诉希里布兰德：“我不会拿着别人的钱进行投资，我不希望扮演投资人的角色！”²⁴那么巴菲特想要的是什么呢？他只对担任公司老板这个职位感兴趣！

长期资本管理公司不需要老板，他们只需要一个投资者，能够注入资金帮助公司渡过难关的人！所以公司不得不寻求其他力量的帮助。就在他们即将选择寻找其他人帮助的时候，公司的局面似乎又出现了转机。²⁵到了8月的最后一天，也就是公司管理层需要向股东通报公司亏损情况的那一天，公司的基金损失已达19亿，接近资产总额的一半。出现这种局面，不仅是由于股票市场连续几个月下跌，另外一个不容忽视的原因就是人们对于债券投资市场所存在的风险的抵触。²⁶相关部门表示1998年出现的这次股市震动可以说是非常罕见、“百年一遇”的，而其所带来的影响不亚于在纽约市刮起了4级飓风，整个金融界的损失达到了20%。但好像长期资本管理公司却看到了些许有利的因素，梅里韦瑟在写给股东的信里表示了自己的信心。尽管公司的损失已经达到了50%，但他并没有用“损失”这个词，而是选择了“震动”这个词，他还在信里积

极鼓动股东投资：“现在出现的情况的确不是很好，但这不过就是一个震动，一场风波而已。而从另外一个角度来讲，这是各位选择进行投资的最佳机会，至少在我们看来，现在是公司所能想象到的最好的投资机会！如果能对我们公司进行投资，那么你所投资的这份基金将为你赢得一个超值的回报率，同样我们的手续费也会更加合理！”²⁷梅里韦瑟似乎在给人制造一种错觉——长期资本管理公司有这个能力能够募集到资金东山再起，他们可以等到金融风暴平息后把失去的损失夺回来。但事实上，如果公司希望弥补失去的损失，他们就需要大量的资金作为后盾，以公司目前的情况只能通过杠杆交易的方式，而过高的杠杆率又让这种想法变得不太现实。在这种局面下，“投资风险”的唯一解释就是赔钱了。很显然，长期资本管理公司没有作好赔钱的准备。公司长期以来保守的企业文化和蒙蔽合作伙伴的专制作风现在开始起作用了，没有人愿意把钱投资到摇摇欲坠的长期资本管理公司，不过也许有一种可能——只有那些真正成为公司老板的人现在才会把自己的钱放在这家以套利交易为主的投资公司里。

当巴菲特看到梅里韦瑟这封写给股东们的信时，他也给自己的下属和梅里韦瑟写了一封信，信里写道：

他（梅里韦瑟）所描述的情况是可以发生的，但必须要具备以下几个前提：第一，你的工作人员必须非常优秀，智商全部都在160分以上；第二，他们所在的行业必须要有悠久的历史，至少要有250年的发展史；第三，行业的纯利润要高；第四，这个行业要有很高的杠杆比例作为后盾。²⁸

巴菲特经常说，无论基数多大，它与零相乘的结果依然是零！对于巴菲特来说，零的概念就是没有任何结余的损失。在任何一项投资中，只要存在完全亏损的可能，那么不管这种可能变为现实的概率有多小，如果无视这种可能继续投资的话，资金归零的可能性就会不断攀升，早晚有一天，风险无限扩大，再巨大的资金也可能化为泡影，没有人能够逃得了这一切！²⁹但巴菲特的这种理论显然在长期资本管理公司是不存在的，他们一直认为所谓灾难性的情况出现的概率不到20%。巴菲特描述的“零”的概念，在他们眼中基本上是不存在的！

只是全球性的金融动荡并没有因为长期资本管理公司的乐观有所改善。到了1998年9月，股市依然呈低迷态势。长期资本管理公司的损失

已经超过了60%，但依然没有人进行投资，公司还在为资金发愁！其他交易商的态度更是令长期资本管理公司的情况雪上加霜，他们开始抛售手中持有的长期资本管理公司的基金和股份，所有人都知道长期资本管理公司即将破产，公司易主不过是时间问题，因此长期资本管理公司的价格必将走低——投资者向来就是这样，总希望从危险的地域跳到安全的地域。现在的长期资本管理公司对于他们来说已经不再属于安全的范畴，长期资本管理公司在他们眼中已经没有了任何意义。这时，高盛进入了长期资本管理公司的视线，包括高盛在内的几家企业决定联合购买长期资本管理公司50%的股份，并注资40亿美元，不过这笔钱对于处于困境中的套利基金公司来说还是杯水车薪！

对于收购长期资本管理公司，高盛方面曾与巴菲特联系过，询问其是否有意向对该公司实行紧急救援，但得到的却是否定的答案。不过巴菲特也不是完全否定收购的可能，他表示可以考虑与高盛联合完成收购，不仅买下长期资本管理公司的全部资产、投资组合，还要对公司的债务负责。如果两家公司联手，那么他们绝对有资本等到金融危机结束后帮助该公司东山再起，但是巴菲特提出了一个让人觉得非常棘手的条件：收购可以，梅里韦瑟必须走人！

长期资本管理公司和伯克希尔-哈撒韦是有牵连的，而且还是巴菲特最讨厌的债务关系：长期资本管理公司欠伯克希尔-哈撒韦的钱，不仅如此，长期资本管理公司还牵扯到三角债务和四角债务的纠纷中，而债务纠纷的最终债权方都是伯克希尔-哈撒韦。“债务问题就如同做爱。”巴菲特说道，“问题的关键不在于我们睡了谁，而是他们睡了谁！”（也就是说谁欠我钱不重要，关键要看谁欠我的债务人。）不过之后巴菲特并没有把注意力转移到收购上，而是在周五飞去了西雅图，参加比尔·盖茨组织的从阿拉斯加到加州的“淘金之旅13日游”。临行前，他打电话给自己的职员：“不管是谁，只要对方不提供担保，或者没有给我们发保证金通知的话，都不要相信他们的借口！”³⁰

第二天，巴菲特和苏珊以及包括盖茨夫妇在内的四对夫妻出现在阿拉斯加州首府朱诺市，他们要乘飞机飞越阿拉斯加的冰原地带。在那里他们看到了巨大的蓝色冰山，看到了3000英尺悬崖边上壮美的瀑布。晚上，巴菲特和众人一起观看了有关冰川学的介绍，但他的心思早已经飞到了长期资本管理公司的收购案上，他在想高盛能不能在这么短的时间里募集到足够的资金完成收购。贪婪的交易商已经把长期资本管理公

司的价格压得很低了，这个时候介入显然是最合适的时间。在巴菲特的职业生涯中，还没有哪一次收购是在这么短的时间里完成的，而且这次面对的还是一家规模很大的企业——至少曾经的规模还是很大的，所以巴菲特把这次收购长期资本管理公司看成是一个非常难得的机会。

第三天，盖茨旅行团来到了海滩附近，他们选择的地点常有灰熊出没，而他们当天的主要目的就是观察灰熊。不过巴菲特并没有这个闲情逸致，高盛的总裁乔恩·科奇一直在给巴菲特打电话，不过由于卫星信号不好，电话总是打不通。“算了，今天我们算是与外界隔绝了。”巴菲特说道，“游船两侧都是800多米高的山峰，船长还指给我们看了，瞧，前面出现了一只熊，该死的熊！不过现在我还是应该找一部电话，而不是和熊在一起！”

看过了灰熊，盖茨、巴菲特一行人按计划要穿越弗雷德里克海峡去看驼背鲸，在长达两三个小时的时间里，巴菲特几乎与外界断绝了一切联系。由于信号不好，谁也找不到他，可想而知远在纽约的科奇是多么着急，不过最终科奇还是联系上了巴菲特。当巴菲特还在阿拉斯加欣赏有关海洋野生动物的介绍时，科奇在纽约这边的收购准备已经进行得差不多了。他告诉巴菲特可以完成收购，尽管当时还只是停留在对收购提出报价的层面上（因为不知道有多少公司会与之竞争收购），而且科奇还表示将完全按照巴菲特的想法，约翰·梅里韦瑟与收购无关，收购完成后，梅里韦瑟不会进入公司新的管理层。

如果照这样走下去，一切都会非常顺利。但是到了周一，巴菲特再次玩起了“消失”，这大大考验了科奇的耐心，他对向长期资本管理公司提出报价以及后面的收购变得越来越没有耐心了。于是他开始联系美联储交易部门主管彼得·费舍尔，与之商讨有关联合长期资本管理公司债权人发起拯救行动的问题。而在早些时候美联储已经对长期资本管理公司表示了相当的关注，主席艾伦·格林斯潘也参加了相关的电话会议。美联储一致认为目前的股票市场陷入了一场“国际性的金融风暴”中，所以肯定会有部门或者企业受到影响，“甚至可能是巨大的影响”。³¹在这种情况下，不乏声音宣称美联储将通过减息的方式来救市。

在科奇还有美联储积极筹划的同时，长期资本管理公司并没有止住亏损的脚步，短短几天的时间，长期资本管理公司的损失就达到了5亿美元，银行也开始通过销账的方式削弱对长期资本管理公司的支持。³²具有讽刺意味的是，长期资本管理公司在8月底时资本下降到了23亿美

元，而到9月已经大幅低于这个数字。一年前，公司为了提高合作伙伴的股份向投资者支付了23亿美元，而如果现在长期资本管理公司的资本还能有23亿美元的话，它完全可以依靠自己的力量再站起来。但是它没有，不仅资本没有到位，长期资本管理公司的负债率还达到了100：1，也就是说公司每有1美元的资本，就存在100美元的负债。如此高的负债率让投资者敬而远之，没有人会把钱借给这样的公司，投入到这样有去无回的生意上！

长期资本管理公司这边已经到了破产的悬崖边，而巴菲特还在游山玩水。就在巴菲特打算和盖茨夫妇前往蒙大拿州博兹曼市的那天早晨，他又接到了科奇的电话，后者向其咨询是否同意增加一个新的合作伙伴，即美国知名的保险商美国国际集团（AIG）介入收购事宜。美国国际集团愿意把自己的金融衍生部门的股份作为支付方式参与到这桩收购案中，他们的老板汉克·格林伯格和巴菲特的关系很好，而且该集团有类似的收购经验，并能提供替代梅里韦瑟的管理团队，不过格林伯格强大的经济实力对巴菲特来说是一个牵制，这也让梅里韦瑟更接受巴菲特参与这桩收购案。

第二天，美联储召集45位银行代表开会，主要议题就是商讨有关联合拯救长期资本管理公司的内容。对于这个会议，在座的银行代表其实都很头疼。在过去4年的时间里，长期资本管理公司就是银行的噩梦，而现在他们依然没有停止对银行业的纠缠。当时的情况是，如果他们任凭长期资本管理公司混乱的情况继续下去，那么一旦这家公司破产，其他套利基金公司也将陷入类似的混乱之中。现在的长期资本管理公司就好比是多米诺骨牌最前面的一块，如果它倒了下去，那么将引发灾难性的多米诺效应，甚至全球的金融体系都将受到巨大的冲击——长期资本管理公司很可能将成为下一个所罗门公司。这种情况巴菲特和芒格不是没有预料到，早在1993年他们就开始向伯克希尔-哈撒韦的股东们灌输这种观点。这也正是诸多银行担心的问题，如果不对长期资本管理公司施以援手，很可能下一个破产的就是他们自己。所以当他们一次又一次地被迫追加资金数额的时候，这些银行的态度总是很勉强，即便追加这些钱也将全部用来支付长期资本管理公司的债务。不过当科奇告诉人们股神巴菲特也参与了这项救助活动时，人们悬着的心顿时放了下来。在人们眼中，巴菲特就是投资成功的代名词，他几乎从来都不会失手。如果巴菲特介入这个岌岌可危的公司，即便最终他的财富足以把所有人都踢出局，巴菲特的出现还是会增强人们心中的底气，让他们有足够的理

由签下救助长期资本管理公司的协议——这毫无疑问。唯一对巴菲特不放心的就是纽约联邦储备银行总裁威廉·麦克唐纳。巴菲特在即将登上去往黄石国家公园的汽车时接到了麦克唐纳的电话，被质问是不是真的决定对长期资本管理公司实施救助。这还有假吗？巴菲特给出了肯定的答案，表示自己已经作好了一切准备，也能在短期内联手救市。虽然告诉对方明确的答案，但是巴菲特心中仍有疑惑：为什么在伯克希尔-哈撒韦、美国国际集团和高盛三家规模巨大的私人公司联手对长期资本管理公司实施救助的时候，不能再加上联邦政府的帮忙？最终巴菲特在纽约当地时间上午11点左右给纽约联邦储备银行打了电话，尽管卫星通信的效果并不好，但他们还是见证了巴菲特对收购的坚决态度：“我希望你们能知道，我肯定会完成对长期资本管理公司的救助收购的，接下来我会派人全权处理这些事。我希望你们能知道，他所说所做的一切都是我的意思，我希望你们能很认真地处理这件事！”

“当时我并不想让汽车等我，所以我还是继续旅行，不过这的确是一件痛苦的事。那时查理（芒格）在夏威夷群岛，好在我清楚事态的发展情况，知道形势发展得越来越严峻。到了周三早晨，几乎每个小时局面都有非常不同的变化！”巴菲特说。

就在巴菲特打完电话一个小时后，高盛代表伯克希尔-哈撒韦、美国国际集团向梅里韦瑟传真了救助方案。救助方案只有一页纸，大体是说3家公司愿意以2.5亿美元收购长期资本管理公司，但条件是梅里韦瑟和他的合伙人必须要从长期资本管理公司撤出。如果梅里韦瑟同意的话，3家公司还将追加注资37.5亿美元，其中伯克希尔-哈撒韦将负担绝大部分。为了避免节外生枝，巴菲特只给了梅里韦瑟一个小时的考虑时间。

接受还是不接受？

当时长期资本管理公司的资产只剩下5亿美元，而巴菲特等人提出的收购价码不过是公司总资产的一半！一旦巴菲特偿还了公司的所有债务，不仅是梅里韦瑟要走人，他和他的合伙人在公司近20亿的资产也会打水漂。不过高盛传真的收购草案中存在一个漏洞——3家公司最终收购的只是长期资本管理公司本身，而不包括它的资产。梅里韦瑟知道这是巴菲特故意留下的缺口，但这却给梅里韦瑟出了难题，他的代表律师表示如果只收购公司而不接管公司的资产，必须要得到公司所有合伙人的同意。³³为此，长期资本管理公司表示希望伯克希尔-哈撒韦、高盛以

及美国国际集团通融一下，要先征求内部的意见，可是收购的关头却没有人可以联系到巴菲特，这样收购很可能被迫终止。事后巴菲特也表示，如果当时能够联系到自己的话，他肯定会同意对方的这个请求的，但是说什么都是晚了！在巴菲特身边的盖茨夫妇和其他人兴趣盎然地欣赏美景时，巴菲特却忙着给高盛的科奇和美国国际集团的格林伯格打电话，但由于信号不好，巴菲特的努力只是徒劳，他也不知道纽约方面究竟发生了什么事情。

而在纽约，纽约联邦储备银行总裁麦克唐纳和45位银行代表在屋子里等待收购的最新进展，屋子外面的长期资本管理公司员工的心情更是焦急，他们不知道屋子里面到底发生了什么。之前的私人收购由于联邦政府的介入而多了很多不确定的因素。最终，在没有联系到巴菲特的情况下，麦克唐纳不得不终止了伯克希尔-哈撒韦与美国国际集团及高盛的联合收购。“由于体制方面存在的问题，这次收购不得不终止！”麦克唐纳说道。没有在场的巴菲特自然不能辩解什么。在美联储的倡议下，在场的15家银行中的14家联合募集到36亿美元对长期资本管理公司实行收购，唯一没有参与这次行动的银行是贝尔斯登投资银行，这也导致其他14家银行对其旷日持久的抵制。而梅里韦瑟方面，他和他的合伙人意识到，让银行联手收购要比巴菲特介入的情况好一些，至少他们不会因和巴菲特之间的契约而沦为劳役！³⁴终于，晚上巴菲特得到了收购失败的消息，他隐约感觉到失败在很大程度上是因为梅里韦瑟不希望把公司卖给他，否则长期资本管理公司肯定会尽自己的最大努力来促成这次收购。还有一点，也是让梅里韦瑟感觉压力很大的一点，就是（正如一位长期资本管理公司的合伙人说的）：“巴菲特唯一在乎的就是自己的声誉！经历了所罗门公司丑闻后，他害怕再与约翰·梅里韦瑟扯上任何关系！”³⁵而且政府促成的这桩收购给梅里韦瑟带来的好处远比巴菲特介入带来的好处多。

第二天，盖茨一行来到了老忠实喷泉，但巴菲特的心思还在收购案上，他在想是不是自己可以做什么来挽救这桩交易，而盖茨盛情难却的桥牌宴却一点一点地“腐蚀”着巴菲特的斗志。盖茨和巴菲特等人来到蒙大拿州的利文斯顿，他们进了一列小火车，火车是盖茨之前预订好的，车上坐着两个人——沙伦·奥斯伯格和弗莱德·吉特尔曼。奥斯伯格两次获得过桥牌世界冠军，而吉特尔曼虽然只是微软公司的小职员，却是桥牌的狂热爱好者。于是4个人开始了他们的桥牌之旅。当“旅行团”的其他人在欣赏温德河峡谷沿途美丽的瀑布和令人惊叹的峭壁时，盖

茨、巴菲特没有加入，而是聚在一起打桥牌。他们所在的车厢有一个透明的蓝色顶，四人的桥牌大战延续了12个小时。巴菲特的电话在这12个小时里没有停止过，其他三人总是能听到他与电话那头的人讨论有关长期资本管理公司的话题。从某种意义上讲，长期资本管理公司收购案对于巴菲特来说已经是过去时了，也许在一开始，巴菲特还有再次介入收购的可能，他们可以提出一个全新的收购协议，但随着时间一个小时一个小时地过去，这种可能性变得越来越小了。³⁶桥牌让巴菲特没有把全部精力都集中在生意上。

当巴菲特他们打完最后一圈桥牌的时候已经是第二天了，火车到达丹佛后，奥斯伯格和吉特尔曼两个人下了车，盖茨一行人则继续旅行。接下来几天，人们依然沉浸在旅行的兴奋中，漂流、山地自行车成了他们消遣的方式，巴菲特也从报纸上看到了长期资本管理公司被收购的消息，渐渐地，他对收购案完全死心了！

长期资本管理公司收购案距离所罗门公司丑闻结束已经整整7年时间了，而且同样是发生在私有公司的身上。为了避免类似事件再次发生，美联储方面开始出面干涉公司的收购行为，这在之前是从来没有过的。长期资本管理公司收购案结束后7周的时间里，美联储连续3次降低储蓄利率，这是为了救市，尽可能地将金融市场的损失最小化，并尽量避免由于一个公司的失误导致整个金融市场陷入瘫痪的局面。尽管没有绝对可靠的办法保证市场不会陷入瘫痪的状态，但是股市受到了严重的打击确是不争的事实。³⁷在收购案之后近一年的时间里，长期资本管理公司的合伙人 and 公司雇员每人的年薪不过25万美元，相对于他们之前在长期资本管理公司动辄百万的薪水，25万只能说是九牛一毛，而且他们还肩负着更艰巨的使命：让人们重新认识、接纳套利基金，以及支付之前欠下来的债务。³⁸之前提到的希里布兰德现在的负债达到了2 400万美元，所以当他找到工作签下劳动合同时，感慨之情油然而生，甚至泪流满面。³⁹埃里克·罗森菲尔德在不得已的情况下拍卖了长期资本管理公司的藏酒，虽然如此，但这些人中没有人因为贫困而露宿街头，他们中的不少人之后也找到了不错的工作。梅里韦瑟重拾老本行，和之前的团队一起开了一间规模不大的基金公司，涉及到的杠杆比例也没有之前在长期资本管理公司那么高。在人们眼中，这些之前在长期资本管理公司工作的人几乎让整个金融界陷入一片混乱，所以他们应该在金融界消失。而在巴菲特眼中，没有实现收购长期资本管理公司是他一生最大的遗憾之一。

其实埃里克·罗森菲尔德的理念还是非常不错的，这是一个很有远见的人，不过在当时那种混乱的局面下，他的想法很难实现，因为这需要大笔的资金来支持——像伯克希尔-哈撒韦那样的公司才能提供的资金。毕竟，如果你投入了1 000亿美元甚至更多资金在一个充满风险的项目上时，你总是需要一个合作伙伴，哪怕是自己父母的支持，这样在面临困境的时候，会有人出来给你撑伞，出来扶持你。⁴⁰所以，长期资本管理公司需要和伯克希尔-哈撒韦这样的公司合作，但这又意味着公司的领导人必须要放弃自己的所有权——鱼与熊掌不可兼得！如果想让伯克希尔-哈撒韦出来投入资金、承担风险，你就要让它获利。

其他的解决方法呢？任何其他的解决方法都是不切实际的！长期资本管理公司在把麻烦甩给别人的同时依然可以保有自己的分红？这显然不可能。但不可否认的是，这种想法却是20世纪90年代后期的主流，而且对日后产生了深远的影响。

拯救长期资本管理公司这件事，其实是央行发起的挽救一家私人性质的基金公司的活动，但不能因此贸然高估央行在这件事上的意义。对于任何一个套利基金公司来说，只要它的规模足够大，它就不会关门大吉。人们不禁要问，究竟整个套利基金公司的规模要做到多大，才能保证其在金融市场永远都不会垮台？政府的介入现在来看就是安全边际线。⁴¹一旦政府介入，就算整个公司到了崩溃的边缘，肯定也不会对整个金融市场产生致命的威胁。而之后，市场依然将沿着自己的既定路线前进，就好像中间出现的风波根本没有发生过！金融市场中的“道德风险”所带来的威胁其实就是市场中的顽疾——市场监管人员永远都需要面对的顽疾，但却没有解决的方法！在这个世界上，永远都会有这样那样的冒险家。不过对于巴菲特来说，他肯定不是冒险家的性格，只要提到工作，他就像血管注入冰块一样异常冷静。但其他人就没有巴菲特这么好的修养了，他们身体里分泌的肾上腺素在刺激着他们的大脑，有些甚至带有一些遗传的色彩，他们会义无反顾地冲向金融市场，不计任何后果。

[1] 这是因为无毛鼯鼠体内不存在可以导致哺乳动物痛感的P物质，所以它们普遍被应用到科学实验中。——译者注

52

饲料事件

伊利诺伊州迪凯特、亚特兰大，1995~1999

1995年，美国司法部发起了一场针对ADM公司操纵玉米糖精和赖氨酸市场、欺骗消费者并垄断价格的调查，ADM公司的豪伊·巴菲特成了怀疑对象。豪伊和妻子德文想要逃开这个是非之地。当豪伊周五从ADM公司离开的时候，他知道自己已经不能再回头，再也不会回到ADM公司了。公司大门外有很多记者等着他，回家的路上也不乏记者跟踪。回到家里，豪伊夫妇收拾起了行李。周日早晨，两个人悄悄地离开了居住地伊利诺伊州的迪凯特市，乘坐租来的飞机到芝加哥与世交唐纳德·基奥碰面，后者将用自己的私人飞机把豪伊夫妇送到太阳谷，由于那里并不对记者开放，所以他们一致认为太阳谷是安全的。

到了太阳谷之后，豪伊的心情非常烦乱。一天，他在ADM公司认识的一个叫马克·怀塔克雷的经理告诉豪伊，自己是美国联邦调查局派来的卧底，主要调查ADM公司涉嫌的价格垄断案件。怀塔克雷还告诉豪伊，联邦调查局会在周二晚上6点过来面见豪伊。豪伊终于知道为什么有一段时间怀塔克雷总是穿着一身绿色的西服了，那是因为衣服里藏着窃听器！从那一天开始，豪伊经常不停地在大厅里来回踱步，他在想如何应对联邦调查局的探员们。也就是从那一天开始，豪伊天天都能接到怀塔克雷的电话，他在向豪伊表示自己的担心。当然，豪伊的确也很担心，不过他也在尽量使自己保持一种平静的心态。对于怀塔克雷，豪伊并没有说什么，但是从对方的声音里，豪伊听得出来他面临的压力也很大！

终于到了周二。准备晚饭的时候，德文尽量让自己的情绪稳定下来，但是她的手一直在抖。门铃响了，豪伊站了起来。进门的是一位穿着西装的探员，他告诉豪伊：“你并不是唯一被调查的对象。”当时大概有300位探员在美国境内调查这桩价格垄断案。

尽管豪伊心里很害怕，但他还是表示会全力支持联邦调查局的工作。他对来访的联邦探员说自己并不信任ADM公司董事长德韦恩·安德烈亚斯。安德烈亚斯让豪伊负责竞选捐款的有关问题，而这是一个让人非

常头疼的工作。¹前一年秋天，安德烈亚斯因为豪伊提出为国会议员提供娱乐有道德问题而大为不满。对于价格垄断案件，豪伊表示自己毫不知情。

刚刚送走了联邦探员，豪伊就给父亲巴菲特打了电话，他在电话里这样说道：“我不知道现在应该做些什么，我手里什么证据都没有。我怎么能知道他们对我的指控是不是真的？我的名字现在几乎登上了所有报纸的头条，这样我还怎么能做这家跨国大公司的发言人？我该怎么做？我是不是要选择辞职？”

巴菲特并没有表态，他在努力控制自己的反应——在自己的三个孩子中，只有豪伊与联邦调查局有这样的“亲密”接触，而在ADM公司的工作是豪伊进入世界级大公司后的第一份工作！在儿子诉说完自己的问题后，巴菲特对儿子说，怎样决定、要不要辞职完全是他一个人的事，不需要听别人的意见！巴菲特还给出了一条建议：不管豪伊的决定如何，他必须在24小时内作决定！“超过24小时，你就真成了人们眼中的罪犯了，不管发生了什么，如果太晚，想抽身就来不及了！”

父亲的一席话让豪伊恍然大悟，他终于明白把问题拖下去不是解决的方法，也不会给他任何帮助！自己现在要做的就是看看眼下还有几种选择，看看从法律的角度自己究竟将面临些什么。

如果辞职而公司是清白的，那么豪伊将失去很多朋友，也将成为别人眼里的笑柄。如果选择继续留在公司，而公司的确制造了这桩价格垄断案的话，豪伊知道自己将成为别人眼中的“同案犯”。

最终，豪伊还是选择了辞职。第二天，他来到ADM公司递交了辞呈，并正告公司的首席法律顾问：“如果我的名字还会被媒体提到，或者还被牵扯到案件中的话，我将诉诸法律！”从董事会辞职不是一件小事。一家公司的管理者忽然选择辞职意味着什么？这无疑是告诉所有人ADM公司在垄断案里是不清白的。公司方面自然不会轻易答应豪伊的要求，他们希望豪伊能够再好好考虑一下，同样也表示如果豪伊闹到法庭上的话，肯定免不了又要出现在媒体面前，成为众人议论的焦点。不过豪伊的态度非常坚决，毅然决定与ADM公司脱离关系。

两天后，豪伊辞职的消息对外宣布，外界立刻一片哗然！不计其数的记者等在豪伊家门口，希望能抢到第一手新闻，毕竟“巴菲特”这个姓

氏和丑闻联系在了一起，媒体自然把这看成了难得的炒作机会。在这种情况下，最明智的选择就是尽快逃离这个是非之地，豪伊夫妇决定离开。

可是他们能去哪儿呢？即便在太阳谷，豪伊也发现那里并不安全，虽然记者不会出现在太阳谷，但是那里也并非与世隔绝。豪伊在那里看到的第一个人竟然是ADM公司的一位董事会成员，后者戳着豪伊的胸口说道：“知道吗，你真是作了一个你这辈子最不明智的决定！”²

这其实是豪伊最正确的决定了！就是他的这个决定让他和一场灾难擦肩而过。ADM公司价格垄断案成了美国历史上最骇人听闻的案件，³公司三位高管，包括副董事长迈克·安德烈亚斯被判入狱，ADM公司还被判支付1亿美元的罚款，随之而来的是公司的声誉遭到重创，只能依靠时间来慢慢修复自己的形象。

随着豪伊的辞职，ADM丑闻带给他的不过是丢掉了一份工作。看到刚刚辞了工作的儿子和不久前离婚的女儿，身为母亲的苏珊决定说服丈夫巴菲特每5年给儿女们一份生日礼物——一张百万美元的支票，一向吝啬的巴菲特这次居然同意了，不仅如此，他还主动把这个习惯延续了下去。在苏珊的要求下，巴菲特为她在加州拉古纳海滩住所的旁边添置了一处公寓，人们把这里叫作“集体宿舍”，因为这里主要用于家人、朋友过来小住之用。⁴苏珊在太平洋高地的公寓没有电梯，但可以俯瞰整个金门桥和阿尔卡特拉兹岛的风景，公寓已经被苏珊改成了仓库。装修后的公寓墙体呈白色，地毯则是极具苏珊特点的明黄色，“仓库”里装满了苏珊从各处收集来的宝贝，有些是她买的，还有一些则是朋友送的。这里有苏珊结识的艺术家们精心创作的作品，有来自中国的麻质服饰，还有来自巴厘群岛的挂毯，蒂芬尼的玻璃器皿和纪念品等。这些藏品中有的的确价格不菲，有的看上去很便宜但却非常有特色。在苏珊的这套公寓里，墙上、壁橱里、抽屉里每一处都填满了礼物和藏品，人们甚至怀疑这里迟早不够苏珊放置她的那些宝贝。

在外人的眼里，苏珊的生活是丰富的，她的生活就如同她的性格一样，充满了迷人的色彩。不过苏珊的家，或者是她的仓库，更像是堆满了杂物的窝。随着宝贝不断增多，她不得不再次要求巴菲特为她添置一处公寓，她希望巴菲特能把自己公寓楼上的那处也买下来。现在苏珊旧金山的住所也成了她放置藏品的“公寓仓库”。

收藏并没有让苏珊放弃对公益事业的热情，相反，她的这种热情更高涨了。整个20世纪90年代，苏珊工作的注意力几乎都放在了艾滋病患者的救治康复上。不过随着姐姐多蒂被确认为癌症晚期，苏珊把更多的注意力放在了姐姐身上。姐姐多蒂的一生并不幸福，酗酒、疾病、婚姻问题把她搞得痛苦不堪，儿子比利也由于注射毒品过量而死，这就是她的生活。多蒂生命的最后一段时间，苏珊一直待在奥马哈，陪在姐姐左右。最终苏珊没能阻止死神的驾临，多蒂离开了人世，苏珊再一次面对亲人离开的沉重打击，这也是继外甥比利·罗杰斯后苏珊失去的又一位亲人。现在，苏珊除了自己的子女和沃伦·巴菲特外，再也没有其他亲人了。

1996年夏天，巴菲特92岁的母亲利拉病逝，苏珊筹办了婆婆的葬礼。利拉是一个很严厉的人，即使到了生命的最后几天，她的脾气也没有和善多少。女儿多丽丝成了利拉“最牵挂”的人，她经常给女儿打电话或者干脆直接到多丽丝的家里，目的就是为了教育女儿——长达一个小时的教训，利拉甚至能做到不休息不喝水，最后总是多丽丝声泪俱下，教训才结束。利拉最常用的结束语就是“很高兴我们能在这次心与心的交流”。而为了避免母亲善意的教导，巴菲特总是尽可能不与母亲碰面，他把所有照看母亲的任务都推到了女儿苏茜的身上。有些不了解巴菲特的人甚至认为B夫人是巴菲特的母亲，因为股神谈论B夫人的时间比谈论自己母亲的时间还要多。巴菲特如果不幸被阿斯特丽德和沙伦·奥斯伯格“绑”去见母亲利拉的话，陪母亲聊天的也只是阿斯特丽德和沙伦，而巴菲特就像是死掉了一般几乎不说话，唯一证明他活着的就是他的表情——总是左顾右盼，显得非常着急，随时都希望能逃离这里。利拉的记忆随着时间的流逝已出现了衰退的迹象，更多的时候她的时间还停留在与丈夫霍华德一起度过的38年的婚姻生活中，巴菲特小时候的趣事是利拉回忆的主要内容，还有就是林德伯格家里的小孩。“发生在林德伯格那家小孩身上的事情难道不令人遗憾吗？这简直太令人遗憾了！”利拉说道。

在巴菲特66岁这一年，利拉去世了，全家人给利拉办了一场隆重的葬礼，而人们这时的心情是非常复杂的：一方面再也没有人在家里唠叨了；而另一方面，利拉生前的希望也随着她的离开而永远无法实现了。

“母亲去世的时候我哭了很长时间。”巴菲特说，“不过我哭的原因不是因为母亲的离开，不是因为我很怀念她，而是因为我浪费了太多的时

间！母亲生前得到很多，但她留给我的全都是不好的回忆。我和她的关系不是很好，虽然我和父亲从来都没有谈过这个话题。我为我们浪费掉的时间和感情感到遗憾！”

利拉离开了，巴菲特现在成了家族里辈分最高的人，他说他在母亲的葬礼上痛苦不已。利拉的死改变了巴菲特的姐姐多丽丝和妹妹伯蒂的生活，她们惊奇地发现自己从母亲那里继承了不少伯克希尔-哈撒韦的股份，股份数额远比她们自己手里持有的还要多，再加上巴菲特的父亲霍华德去世后从巴菲特的信托公司分得的财产，巴菲特两个姐妹的财富“暴涨”。妹妹伯蒂是一个节俭的人，她一直没有动用手里持有的伯克希尔-哈撒韦的股份，而且她还非常热衷慈善事业，总是默默地把自己的精力和金钱投入在慈善、公益事业上。凭借从母亲那里分得的股份，多丽丝彻底摆脱了1987年股灾的阴影，她现在终于又有现金在手了。之后，多丽丝开设了一家叫“阳光女人”的基金会，并为“伊迪丝-斯塔尔-克拉夫特”杰出教师奖进行捐助。这个奖项是巴菲特为了纪念姨妈伊迪丝在早些时候创立的，这个奖项的设置也是为了鼓励奥马哈地区的教育事业蓬勃发展。

现在巴菲特的两个姐妹也是富人了。巴菲特的两个儿子也有了自己的积蓄——很大程度上这要感谢苏珊所倡导的5年100万美元的生日礼物。巴菲特非常希望清楚苏珊在公益活动中的资金流向，虽然他从来没有问过她。不过当苏珊决定给孩子们分发礼物涉及到费用问题时，她需要向巴菲特“报告”自己派发礼物的细节。一直以来，苏珊在公益事业上的热心、慷慨都是令巴菲特引以为傲的，但他并不是对所有收到苏珊礼物的人都满意，而且对某些收到苏珊大礼物的人越来越不满意了。虽然现在巴菲特的生活和苏珊的生活如同两条平行线，但是巴菲特依然感到不痛快。

由于在礼物派送的问题上产生分歧，巴菲特和苏珊再次陷入了战争。苏珊的礼物究竟可以派送给谁，不能派送给谁？最终，还是苏珊接受了巴菲特的意见，从此以后两个人基本上没有再因为礼物派送的问题吵过架，这一幕也退出了巴菲特的记忆，苏珊再次成了巴菲特熟悉的那个苏珊。为什么巴菲特能够如此“健忘”？因为巴菲特需要她！

在苏珊对待朋友的问题上，巴菲特很坚持，而对待自己的儿女，他的态度好了很多，至少比之前好了很多。在苏珊的劝说下，巴菲特同意给儿女们一定数量的财富（每5年以百万美元作为生日礼物），他也同

意在自己有生之年将这种做法一直坚持下去。此外，巴菲特还决定在自己死后给儿女们留些财产。⁵至于这笔财产的数量，巴菲特表示虽然不会让儿女们飞黄腾达，但是对于一般的家庭，这肯定是足够的。

豪伊用父亲给他的第一个100万买了一处900英亩的农场，农场位于伊利诺伊州的迪凯特市。算上这里，豪伊已经拥有两处农场了，其中一处完全划在他的名下。在ADM公司丑闻平息后，巴菲特家族的老朋友唐纳德·基奥曾建议豪伊到可口可乐企业集团去闯荡一下，豪伊完全可以在那里谋到一个董事的席位。虽然豪伊有担任公司管理者的经历，但他更希望在农场过无忧无虑的日子。不过，不去可口可乐企业集团也可能是好事。虽然可口可乐企业集团比豪伊之前所在的ADM公司的声望高，但是在这家公司任职要承担的风险和面对的麻烦都很多！

可口可乐企业集团是可口可乐公司的灌装商，它的前身是由众多可口可乐公司的灌装商合并而成的。他们从可口可乐公司购买浓缩配方，制作成饮料后进行销售，这种方式很像是中间商，所以他们与可口可乐公司的关系也很微妙，两者之间可以说是共生的。

那时基奥在可口可乐公司担任董事长，而他的老板就是公司的首席执行官、美籍古巴贵族罗伯托·戈伊苏埃塔。戈伊苏埃塔上任后改变了可口可乐公司的营销理念，特别是“我想请全世界喝瓶可口可乐”、“这就是可口可乐”等广告词的提出，使可口可乐逐渐成为饮料行业中最著名的品牌。公司在戈伊苏埃塔的带动下成为业内首屈一指的企业，他因此获得了同行的普遍尊重。看到了可口可乐公司的发展，巴菲特知道这家公司已经形成了良性循环，他也很钦佩戈伊苏埃塔的经营，他知道要不是这个美籍古巴人，可口可乐公司恐怕很难达到现有的高度。

1997年，在基奥的安排下，巴菲特和戈伊苏埃塔在太阳谷见面了，他们召开了一个小型会议，同时出席的还有比尔·盖茨。

我曾一度试图说服比尔，我说经营可口可乐公司并不是一件非常困难的事，我常用的理论是“汉堡理论”——“就算是一个汉堡也能经营可口可乐！”刚开始的时候他还不相信，所以我们召开了这个会议讨论这个问题，不过最后比尔的发言很有意思，他也表达了和我类似的观点，说经营可口可乐公司并不困难！

让我们听听盖茨是怎么说的吧：

我想表达的是可口可乐公司是一家做得非常好的公司。我说过自己会在60岁以前离开微软，要知道微软公司所在的行业——IT行业面临的压力很大，这个行业对于年龄的要求很高，特别是需要年轻人的加盟。我想微软公司同样是一家很不错的公司，所以我知道我的开场白应该说些什么，“和可口可乐公司不同的是……”⁶

不过在戈伊苏埃塔看来，我是一个自负、骄傲的家伙，每天的工作就是做做表面文章而已，要是在可口可乐公司，不说别的，他们连吃午饭、打高尔夫球的时间都没有。

从那次碰面开始，巴菲特说盖茨和戈伊苏埃塔的关系很难用友谊来形容，“那之后罗伯托（戈伊苏埃塔）就很讨厌比尔（盖茨）”。

在投资过程中，巴菲特从不染指科技股，其中一部分原因是因为信息科技是一个高速发展的产业，而他的“汉堡理论”在科技股里肯定是不适用的：汉堡可以经营可口可乐公司，但肯定不能成为科技企业的老板。对于巴菲特来说，经营一家完全可以套用“汉堡理论”的公司没什么不好，他的伯克希尔-哈撒韦也能用“汉堡理论”的经营模式，巴菲特也打算把自己的公司改造成那样，但肯定不是在他担任公司首席执行官的时候，而是在他离任之后。

不过巴菲特对可口可乐公司套用“汉堡理论”的论断应该在1997年告一段落了，从这一年开始，可口可乐公司改变了销售计划，他们为自己确定了销售目标，这种方式极度彰显了公司发展的雄心。他们表现出来的这种架势，不仅巴菲特的“汉堡理论”无法做到，就连戈伊苏埃塔自己恐怕也很难完成。可口可乐公司的目标可以说是很多经济工程专业人士期待实现的目标。

1997年时，可口可乐公司拥有可口可乐企业集团40%的股份，但这并不是可口可乐公司的目标，它希望能尽可能地扩大直至占有可口可乐企业集团的所有份额。前面我们曾提到，可口可乐企业集团是若干个小大型灌装商合并组成的企业，他们购买可口可乐公司的浓缩配方，调配好成品后进行销售，在相当一段时间里，这都是可口可乐公司主要使用的经营战略，他们认为这样做可以节省时间、提高可口可乐公司的市场份额，并最大可能地实现公司利润。理论上说，这种经营策略不违法，也不算是技术上的欺骗，却给人造成了一个违法或者是欺骗的印象。作为可口可乐公司董事的巴菲特意识到了这一点，他开始担心这种经营策略

迟早有一天会给公司带来负面的影响。

罗伯托很多经营策略都是非常出色的，我很欣赏他，但是他制定的一些销售数字却很难实现。他说要提高青少年，主要是16~20岁这个年龄群体购买可口可乐饮料的份额，他说要提到18%，但是任何大公司都不会把提高销量寄托在这个年龄层次的购买群体上。短期内也许你能见到一定的效果，但是从长远的角度来看，这一点儿都不现实，这种策略不能一直走下去。

我清楚地记得那天发生的一切。罗伯托走进门，告诉大家他要为可口可乐饮料的销售扩充第三种渠道，他想从灌装商那里扩大利益分成。他不厌其烦地和财务部门沟通，说这是公司未来的发展方向所在！

当时可口可乐公司卖给灌装商公司的浓缩配方价格是非常不合理的，我也和公司财务部门的主管细致地探讨了这个问题。但罗伯托并没有考虑这些，他根本就不想考虑这些。董事会在10点钟召开，中午就结束了，人们根本没有时间对他的计划提出质疑。到了中午，你肯定会不好意思继续提问，或者继续就方案的某一点喋喋不休——难道你要让所有人陪你一起熬到下午1点吗？没有人会不知趣地这样做。罗伯托就是这么一个人，他根本不给你时间让你对他表示质疑。我们身边的确有这样的人，不过一旦这些人有良好的口碑，这两者结合起来所爆发的合力将是非常巨大的！

巴菲特并非只是普通的质疑者。经过了若干年时间的洗礼，他知道在任何董事会这个社会缩影的环境里，顺从和礼貌的界线在哪里。这就是1998年美国盛行的董事会文化：董事会的决定就代表一切，公司主管根本没有任何改变的余地！

作为公司董事，你根本不需要远程操控公司运作的具体环节。每天你在报刊媒体上看到的那些有关公司董事会运作策略的报道全部都是胡说八道。其实公司董事根本不需要真的去做些什么，因为在他面前只有两种可能——如果你足够聪明，而且能得到大老板的信任，那他可能会听听你的意见；但98%以上的情况是，他们绝对会按照自己的意愿处理出现的所有问题。听好了，这就是我经营伯克希尔-哈撒韦的方式，我想罗伯托肯定也是很欣赏我的，但是他不想从我这里听取太多意见！

的确，尽管是可口可乐公司的董事，但是巴菲特对可口可乐公司的内部运作并不了解，可口可乐方面也没有打算让他知道什么。当然，他们不想让股神退出董事会，但是股神的儿子豪伊就没有这么幸运了，他必须要面对来自可口可乐公司的压力。

“在可口可乐董事会里，我还是比较独立的，因为我代表的是伯克希尔-哈撒韦的利益。”豪伊说，“可口可乐公司没有人能把我怎么样，所以当我代表可口可乐企业集团向可口可乐公司争取利益的时候，我也没有后顾之忧。”不过最终豪伊还是离开了可口可乐企业集团，因为两家公司董事会里的潜在矛盾实在是太多了。从实战的角度看，豪伊在可口可乐企业集团的收获远比在商学院进修的收获多。如果基奥当时没有让豪伊来公司的话，豪伊也就体会不到公司内部那些不为人知的方面。从这以后，豪伊对于风险的预判也更加准确了。之后他依然出入大企业的董事管理层，但是他也深知如果想寻找刺激，肯定不能在任何公司的董事管理层实现自己近乎疯狂的想法。

20世纪90年代中期，戈伊苏埃塔和可口可乐公司财务总监艾华士依然把灌装商政策作为公司发展的主要手段，并在市场上制造了一种份额最大、效益增长最快的假象。但是到了1997年，戈伊苏埃塔被确认为肺癌晚期，并在几个月后辞世，可口可乐公司一下子陷入了灾难之中，从董事会到投资方无不对公司首席执行官的离世感到惊慌。在可口可乐公司，人们都把戈伊苏埃塔看成是一个颇具政治家风范的领导者，是他把可口可乐树立成了一个国际性的品牌，再加上戈伊苏埃塔的个人魅力，人们都很好奇谁有能力成为他的继任者，带领可口可乐公司开创一个新高潮。在大多数人的心目中，戈伊苏埃塔是难以被取代的，所以董事会不得不将公布公司新首席执行官人选的时间一拖再拖，因为他们根本没有找到适合的人选。作为公司财务总监的艾华士在人们心中的口碑倒是不错——可口可乐公司最近几年的发展和成功都有他的努力，在争取公司份额，特别是在与灌装商讨论利益分成的时候，他总是尽自己的最大可能为公司争取利益。不过和戈伊苏埃塔极具贵族气质的风格不同，艾华士更像是一位实干家，他很喜欢技术研发，可以长时间泡在硅谷，和众多技术人员一起讨论细节。

巴菲特也很希望艾华士能够出任可口可乐公司的首席执行官，他很欣赏这位实干家。艾华士出生于一个纺织工人的家庭，可以说没有任何背景，但凭借自己的决心和毅力，他赢得了可口可乐公司财务总监的职

位。8艾华士是典型的分析型人才，在戈伊苏埃塔手下，他帮助巴菲特在内的股东们挣到了大笔的分红。他所表现出来的身处劣势中的勇气和毅力是巴菲特所欣赏的。而至于种种行业伎俩谋取利益，在巴菲特看来从来都是戈伊苏埃塔的作风，和艾华士无关。

显然可口可乐公司之前实施的灌装商政策奏效了。可口可乐公司的股票价格达到了每股70美元，伯克希尔-哈撒韦的股票也水涨船高。1997年6月，伯克希尔-哈撒韦的股票价格还是每股4.8万美元，而在9个月以后，这个数字飙升到了6.7万美元。不过随着股票市场一路走高，伯克希尔-哈撒韦股票飙升，巴菲特想要投资也变得更加不容易了，他找不到适合的机会下手。除了伯克希尔-哈撒韦的股票随着股市上涨而价格不断上升外，其他公司的股票却没有这么幸运。从理论上讲，这可能就有点儿说不通了。1998年，道琼斯工业指数突破9 000点，正一步步向着10 000点大关逼近！伯克希尔-哈撒韦的股票价格也史无前例地突破每股7万美元！在公司股东大会上，巴菲特向投资者们表达了自己的心声——“投资不易”，“现在我们正处在之前提到过的投资困难期里”。9

不断走高的股市带给伯克希尔-哈撒韦和巴菲特的是越来越多的金钱和越来越难挖掘的投资机会，最终巴菲特在1998年以7.25亿美元的价格买下了奈特捷公司。10奈特捷公司是一家经营飞机分时业务的公司，可以为不同的人群和需要制定不同的飞行业务和计划。巴菲特卖掉了之前为公司购买的企业专机，并成为了奈特捷公司的客户。每架属于奈特捷公司的飞机都有属于自己的编号，而且统一以“QS”开头（“Quebec Sierra”的英文缩写）。早在1995年，巴菲特就在苏珊的要求下为其购买了一小部分奈特捷公司的股份，而苏珊每年也能从这里获得200小时的飞行时间，这在苏珊看来完全是自己应得的。11而提到飞机尾部的QS字样，苏珊更是开玩笑地说那是“苏珊女王号”（Queen Susie）的缩写。巴菲特在奈特捷公司上投入的精力很多。在为奈特捷打出的一条广告上，巴菲特极为罕见地现身了，可见他在公司运营环节中的投资也超出了购买公司股份时的投资！而在外人看来，这一举动有违巴菲特的传统作风。

但巴菲特为什么还执着地对奈特捷公司进行投资呢？当时，奈特捷公司在市场上占有绝对的统治地位，公司的发展遥遥领先于竞争者。通过对奈特捷公司的研究，巴菲特知道这个行业和之前自己熟悉的新闻传

播业有着很大的不同，而最终竞争者们会跟不上奈特捷前进的脚步。¹²事实正如巴菲特所想象的那样，奈特捷公司在竞争中一枝独秀，这也让巴菲特对于奈特捷公司的首席执行官理查德·圣图利产生了浓厚的兴趣。圣图利是一位善于将数学理论应用于企业中的管理者，早些时候在高盛工作时，他试图用数学中的混沌理论解释交易模式。成为奈特捷公司的首席执行官后，他同样采用了混沌理论，面向名人乘客推出了6小时的飞行通知服务，这些乘客都是出现在圣图利私人宴会上的名人。巴菲特自然也是圣图利的座上宾，在这里他认识了包括阿诺德·施瓦辛格、泰格·伍兹在内的各行各业的焦点人物。

投资者对于巴菲特购买奈特捷公司的举动评价很高，但是当他决定收购通用再保险公司时，人们备感惊讶，因为这次收购与收购奈特捷几乎是在同时完成的，根本没有多少考虑的时间。通用再保险公司的规模很大，以经营再保险业务为主。最终，这笔交易以220亿美元的价格成交，足足是同步完成的奈特捷公司收购规模的30倍，手笔之大甚至超过了巴菲特在GEICO收购案中的投入。收购通用再保险公司成了巴菲特投资最大的一笔交易！¹³

在第一次与通用再保险公司的管理人员见面的时候，巴菲特这样说道：“我肯定会放权给你们的，有关公司管理的東西，你们全权做主，我保证不会干预！”紧接着巴菲特把话题转移到了GEICO上：“你们知道吗，GEICO最近的交易额下降了不少，上周他们的交易数字是……”听到这里，通用再保险公司的主管塔德·蒙特罗斯已经听不下去了——这就是巴菲特所说的不干预吗？他对GEICO的了解远比自己对于通用再保险公司的了解还要多！¹⁴

事实上巴菲特对于通用再保险公司的内部运作并不了解。这次收购行为建立在他对这家公司业绩图表研究的基础上，还有一点就是巴菲特很信赖通用再保险公司的名誉。通用再保险公司有点儿像格蕾丝·凯利式的人物：每天都戴着白手套，行为举止非常女性化，但这并不妨碍他得到大多数同行的信任。不过巴菲特在再保险业很少有成功的业绩。回顾历史，在巴菲特收购之初，保险公司的业绩总是不错，不过随着时间的推移，公司的业绩很难保持在同一水平上，最后只能以惨淡的结局收场。

不过由于通用再保险公司的收购创下了巴菲特投资的新高，公司也吸引了大多数人的注意力。这次巴菲特在收购中选择了股票支付方式

——巴菲特宣布用伯克希尔-哈撒韦20%的股份支付通用再保险公司的收购，而就在这一天，伯克希尔-哈撒韦的股票达到了每股80 900美元，创下了当时的最高价格——这足以吸引人们的好奇心——通用再保险公司有什么魔力能让巴菲特放弃他的股份，而且还是以人们从没有听过的价位？不少人都认为伯克希尔-哈撒韦的股价被高估了！¹⁵要知道一直以来巴菲特都是非常在乎手中伯克希尔-哈撒韦股票的持有率的，用20%的股份完成通用再保险公司的收购，意味着巴菲特对伯克希尔-哈撒韦的股票持有率从之前的43%下降到了不到38%，而巴菲特上一次用股票完成收购还要追溯到GEICO。巴菲特这样的举动究竟在传达一个什么样的意义？难道伯克希尔-哈撒韦的股票价格被高估了？这些都是投资者们心中的疑问。

决定伯克希尔-哈撒韦股票涨落的一个很重要的因素就是公司所持有的股票。例如在持有可口可乐公司股票达到2亿股的时候，伯克希尔-哈撒韦股票的价格几乎达到顶峰。可是如果巴菲特在通过出售手中伯克希尔-哈撒韦的股份传达一个信息——伯克希尔-哈撒韦的股价是被高估了——那么人们会不会以为伯克希尔-哈撒韦的主要投资，即包括可口可乐公司在内的股票价格都被高估了？如果真是这样的话，这可能会波及整个股票市场！难道股票市场的股票价格真的全部都被高估了吗？

作为全球首屈一指的软饮料生产商，可口可乐在市场上占有绝对的统治地位！这也使巴菲特的可口可乐公司股票在10年的时间里增长了14倍，股份累计达到了130亿美元。所以巴菲特相信可口可乐公司永远都不会让股东失望，他永远都不会卖出可口可乐公司的股票。¹⁶巴菲特认为可口可乐公司应该每10年都进行一些活动，这样才能保证品牌的经久不衰。当时伯克希尔-哈撒韦拥有可口可乐8%的股份，而可口可乐公司的股票价格比刚上市时至少增长了40倍。看到这些数字，投资者们坚信可口可乐公司还能有更好的业绩——他们相信公司股价每年的增长幅度至少能维持在20%以上！不过真要实现这个目标，必须以可口可乐公司的销售增长为前提：饮料的销售需要在未来5年时间里每年增长25%。25%的增幅——而且还是连续5年，这看上去是不可能完成的任务——意味着可口可乐的销售额要提高3倍，也就是说它在1999年很可能覆盖全球的软饮料市场。这又怎么可能呢？¹⁷巴菲特知道投资者们的期待恐怕要落空了，即便是成功地进行灌装商策略运作，即便是在统计过程中耍些手段，也不能实现这个目标！尽管如此，他依然保留了可口可乐公司的股票。

巴菲特这样做的原因是什么？商业惯性是其中一部分的原因。巴菲特总是说他绝大多数的投资都是坐在椅子上完成的。他所拥有的GEICO曾一度跌到每股两美元，但是和众多的投资者一样，巴菲特没有抛售这只股票，而股票本身的惯性也让巴菲特没有做出任何错误的决定——既没有减少股票的持有比例，也没有把股票委托他人进行管理。回到可口可乐公司股票的话题上，巴菲特手里持有的可口可乐公司的股票不在少数，如果他抛售的话，不可能不引起大规模的恐慌。试想一下，巴菲特——这个“全世界最伟大的投资者”，和可口可乐董事会多位董事开始抛售公司的股票，这会是一个什么样的概念？可口可乐股票的价格必然会暴跌！而且，综合产品、利润、经营与公司的历史还有种种人情因素在里面，巴菲特对可口可乐这只股票的感情很特别，这也是他本人最喜欢的一只股票。可口可乐提出的“真实的感觉”并不是巴菲特选择这只股票的原因，他选择这只股票是因为它是一个取之不竭的金库，钞票会像泉涌一样地流出来，童话故事中描述的金山、银山在可口可乐公司身上成为现实。

当巴菲特用手里持有的伯克希尔-哈撒韦股票来购买通用再保险公司的时候，不免被问到了有关股市和可口可乐股票的问题，股神很巧妙地回避了这些：“没有所谓的稳定的股票市场！”¹⁸巴菲特表示在进行通用再保险公司的收购前，他已经对伯克希尔-哈撒韦的股票进行了评估，他相信这次收购完成后形成的几家公司将产生巨大的合力。不过当芒格被问到这些问题时，他却给出了一个令巴菲特有些尴尬的答案，他表示巴菲特曾征求过他的意见，但是那时距离收购已经没有什么时间了——这显然就是不给芒格任何否定收购的机会。事实上，芒格并不赞成这次收购。¹⁹这些消息一经曝光，投资者们开始审慎地评估起伯克希尔-哈撒韦的股票来——这样的结果也早在巴菲特他们的预料之中。伯克希尔-哈撒韦的股票价格和所持有的可口可乐公司的股票价格难道真的被高估了？或者伯克希尔-哈撒韦收购通用再保险公司后产生的种种合力不过是一种假象？²⁰难道两种猜测都是事实，迟早都要面对？人们开始彷徨了。

之后，巴菲特在太阳谷给出了对收购通用再保险公司的进一步解释：“我们希望买下通用再保险公司，因为它身上看到了220亿美元的资产！”这220亿美元的资产绝大部分以股票的形式出现，巴菲特在很短的时间里就把这些股票抛售了出去，转而以220亿债券取代。“我要改变伯克希尔-哈撒韦持有的债券与股票比例，这也是为什么我重新调

整投资组合的原因。”

由于通用再保险公司债券投资相对较多，巴菲特希望自己的伯克希尔-哈撒韦股票还有可口可乐的股票和通用再保险公司的债券相互平衡。以这样的大背景为前提，巴菲特之前的说法也能让人接受了。在之前给股东们的信中，巴菲特表示股票并没有被高估，但这都是有条件的——“如果利率一直在正常水平上下徘徊，如果所有产业都能有很高的投资回报率，换句话说，如果人们的期望值可以实现的话，那么我们的股票就没有被高估！”还有什么比这样的说法更明确的呢？巴菲特并没有在预言什么，事实上，巴菲特很不喜欢那些搞股市预测的人，他们出错的概率能达到500%！所以巴菲特很少就股市走向发表评论，就算他不得不说些什么，他也会很聪明地搪塞过去。在涉及到自己的股票是不是被高估的问题上，巴菲特很注意措辞：“不是我们的股票被高估了，被高估的是整个股票市场！”这句话可以有很多不同的理解方式，但如果解读人足够聪明的话，他就能体会到巴菲特这句话的深层含义！²¹

在太阳谷的这次演讲中，巴菲特还表达了不希望看到自己的投资组合出现价值下滑的现象！说这番话的时候，巴菲特面对着众多IT公司的首席执行官们，而那时科技股正在急剧增长。巴菲特的这番话同样在他写给股东们的信中得到了印证——利率必须要保持在一个平稳的水平，最好一直处于平均利率之下，而经济则要保持高度增长，这样才能达到投资者的期望！同时巴菲特还指出了投资的本质，无非就是今天把钱放出去，明天再把钱收回来。他的这种说法借鉴了“二鸟在林不如一鸟在手”的故事：利率就是为了等待丛林中的两只鸟所缴纳的学费，在投资过程中可能出现股市大盘几乎没有变动的情况，例如从1964年到1982年股市在17年的时间里没有什么变化；投资过程中可能出现的另外一种情况就是股票的增长远远超出了经济的增长，这些都是可能发生的。最后，巴菲特用一个比喻作为结尾：投资者的行为，就像是那些深入矿井中采矿的工人一样，并不知道前面会出现什么。

所以，巴菲特把投资重心从股票转移到债券上的做法只能说明，他认为当前进行债券投资比进行股票投资更容易，而且他相信这种态势会一直继续下去。²²

在接下来的10月，巴菲特再次做出了一个几乎让所有人大跌眼镜的举动：他买下了中美洲能源控股公司，在当时人们普遍进行保守投资的前提下，巴菲特这次的购买行为显然是与主流背道而驰的。总部位于艾

奥瓦州的中美洲能源控股公司，主要负责一些国际能源项目，以及替代能源品的开发。巴菲特在这次收购中买下了中美洲能源控股公司75%的股份，其中包括20亿的资产以及70亿左右的保付外债；该公司余下的25%的股份为3个人所有——公司首席执行官同时也是巴菲特的好朋友沃尔特·斯科特、斯科尔的接班人戴维·索科尔以及索科尔的副手格里高利·阿贝尔。

巴菲特的这次收购让投资者们感到疑惑——股神为什么选了一家电力公司进行投资？必须承认的是，电力、能源行业的发展只能说是中规中矩，虽然有一定程度的回报，但回报率不是很高，投资在这上面并没有多大的优势，所以人们想象不到巴菲特这样做的原因究竟是什么。

然而在巴菲特看来，有了之前开拓的保险市场，能源市场将是他事业的又一块基石。他知道与自己合作的这些管理者们将带给自己巨大的回报，虽然能源产业短期内的增长比较小，但是巨额回报足以弥补短期增长的不足。对于科技股并不动心的他现在却钟情于能源产业，以至于有人认为巴菲特的想法很无聊。

但巴菲特并不这么认为，巴菲特这次不是在刻意寻找投资的快感，而是在挖掘投资所带来的巨大利润。

从通用再保险公司到中美洲能源控股公司，两次购买行为冲击了可口可乐公司股份在伯克希尔-哈撒韦的地位，但伯克希尔-哈撒韦依然拥有2亿股的可可口可乐股份。其实巴菲特从来没有停止对可口可乐公司股票的思考，特别是在后者出现状况的时候，巴菲特对它的担心就更多了。1999年年底，可口可乐公司的股票降到了每股9.5美元，伯克希尔-哈撒韦的股票也因此受到了影响。如果只是短期的股票价格浮动也就罢了，巴菲特不会——从来不会为这种事情担心。但是可口可乐公司股票大幅下跌后，伯克希尔-哈撒韦的股票也随之下滑，当每股伯克希尔-哈撒韦的股价跌到不足以购买一部名牌跑车时，巴菲特开始担心了。究竟是什么让可口可乐公司的股票出现了如此大的波动？最后他找到了原因，早些时候，曾有媒体报道可口可乐公司的产品出现了不明物质，导致法国和比利时多名儿童中毒。解决这种问题并不麻烦，如果是在戈伊苏埃塔时代，他肯定会派“可口可乐大使”处理善后：基奥会在第一时间出现在事故现场，慰问中毒儿童，向孩子的父母表示歉意，并送上大批的可可口可乐饮料作为赔偿，之后基奥会借媒体之口表明自己的态度，这样问题也就解决了。但是时任公司董事会主席兼首席执行官的艾华士并

没有这样做。事发当时艾华士正身处法国，但是他一句话也没有说就直接飞回了美国，扔下了当地的灌装商来解决问题。

一直与巴菲特站在可口可乐董事会同一阵营的投资银行家赫伯特·艾伦有些坐不住了，其实他从来就不是一个有耐心的人。在中毒事件发生后，艾伦打电话给艾华士询问具体的情况：“你到底做了什么？当时为什么不去慰问中毒的儿童？”而艾华士也是振振有词：“我已经派了一组人过去了，而且那些孩子们不是真的中毒！他们的身体一点儿问题都没有！”听到这话，艾伦露出了沮丧的表情：“听着，现在那些孩子不再叫嚷‘我要喝可口可乐’了，而是在说‘我因为喝了可口可乐生病了’。他们认为自己生病与喝可口可乐有关。不管孩子们的说法是真是假，他们的父母们会怎么想？发生了这样的事件，难道你认为他们会让自己的孩子再去喝我们的可乐吗？”²³

不过艾华士似乎并没有明白艾伦在说些什么，他看到的是公司这边并没有错，当然这也是事实。

接下来的几周，法国和比利时的灌装商通过种种方式试图说服公众可口可乐公司的产品没有问题，但是没有收到任何成效。孩子们中毒的原因也基本查清：比利时的中毒事件是在安特卫普的工厂发现包装瓶内有二氧化碳，法国的中毒事件是因为敦刻尔克工厂的杀菌剂洒在了储藏室的木托盘上而造成了污染。但可口可乐方面依然表示这些并不会引起中毒，也拒绝收回公司的全部产品。公众对可口可乐公司这种傲慢的做法感到非常生气，认为他们缺乏对公众的基本坦诚。已经被来自欧盟的压力弄得痛苦不堪的艾华士，不得不面对公司信誉大幅下降的现实：可口可乐泛美的作风和公司独家销售的市场经营策略成为人们诟病的焦点，之后更是发生了欧盟官员在公开场合掌掴可口可乐公司人员的恶性事件。一时间，可口可乐公司成了人们街头巷尾热议的话题，可口可乐品牌在人们心中的地位一落千丈。²⁴

在中毒事件发生几周后，艾华士终于现身欧洲向公众道歉，所有人都知道他的致歉信是精心准备的，艾华士始终没有说“我们错了”这样的话！此后，媒体对可口可乐的批评逐渐减少，公司也在努力夺回被竞争对手抢走的市场份额。但是巨大的损失却是不争的事实，据悉这次事件使公司的总损失达到1.3亿美元，而公司形象受到的影响更是难以用金钱衡量。巴菲特开始着急了！

同样对公司表示担心的还有赫伯特·艾伦。作为投资银行家，他总是可以接触到可口可乐公司的运营，但是这种日复一日、年复一年根本没有变化的运营方式让艾伦感到担心——是不是公司的运营方式已经过时了？而可口可乐公司方面，尽管销售量下降，但公司并没有采取裁员的措施，相反他们在过去两年的时间里至少吸纳了3 500名员工。不断增长的员工名单让艾伦担心公司正在陷入一个怪圈。癌细胞正在可口可乐公司内部扩散，²⁵一直以来可口可乐推行的“人海战术”，即扩大市场占有率、增加员工数量的方法，现在已经行不通了。艾华士总说会提高公司的销售水平，但事实是可口可乐的销售额正在逐年降低。因此，某一天艾伦出现在了艾华士的办公室，质问这位公司的首席执行官如何处理问题。哪知道艾华士这样说道：“我不知道该怎么做，我根本想不到任何办法！”²⁶对此，艾伦事后评价道：“公司的局面把艾华士困住了，所有的问题综合在一起难倒了他，他真的不知道能做些什么！”

为了迎接2000年也就是千禧年的到来，可口可乐公司推出了一项名为“无限计划”的新年规划，其中一个组成部分就是一个测试——将每名测试者的电脑与卫生间里的皂液器连通，以计算每次洗手时人们使用了多少皂液。从这个活动的名字本身“无限计划”就不难发现，这个活动为了测算日益减少的回报率而不惜付出不计成本的投资。²⁷这个计划让艾伦非常不能接受，不过他依然想知道可口可乐公司在付出了10亿美元后究竟能得到什么，他还想知道这项“无限计划”能不能帮助公司从根本上解决出现的问题。

巴菲特同样也注意到了这个问题，他当然会不高兴，但是他也知道这几乎是所有公司都会采用的方法，至少他出任董事的这几家公司都会这么做，只是投入的资金规模有大有小罢了。所以巴菲特也只能接受现实，他叹了一口气说道：“他们都是这么做的，所有公司的技术部门都会告诉你最新发生的和最令人震惊的消息，计算机、互联网就是他们的优势。不管你多聪明，不管你知道的东西如何多，但你肯定不能和他们比，谁能挑战他们的资讯呢？

“我们肯定不能因为引进计算机技术就提高可口可乐的销售额。公司不会裁员，相反我们会再引进一批员工。在卖方市场的操纵下，我们必须要保持公司时刻与世界接轨，无论公司的软件还是硬件都要每隔几年进行一下更新，否则公司的整个系统就会不工作了，所以在这上的投资肯定不是一劳永逸的事！

“在公司管理的过程中，最棘手的就要算公司的技术部门了，特别是对于可口可乐这样的公司来说更是如此。可口可乐是一家全球性的知名企业，它就像一个富裕的大家庭一样。什么事都是这样，一旦出名，你很难再引进新的管理性的规定。”巴菲特话虽这样说，但是对于他的伯克希尔-哈撒韦，对于他自己那个富足的家庭来说，他从来不用自己说的方式来进行“管理”。

这一切还没有结束完，从唐纳德·基奥那里，巴菲特又得到了一些对公司发展更为不利的消息。尽管基奥已经退休，但他依然是可口可乐公司装瓶商们最信赖的朋友。基奥于1993年从可口可乐公司退休，并在之后担任艾伦公司的董事长，不过他依然出任可口可乐公司董事会的顾问，这是公司前首席执行官戈伊苏埃塔之前决定的。所以尽管已经离开了可口可乐公司，基奥仍像以前一样是可口可乐公司不可分割的一部分。从基奥那里，巴菲特得知艾华士向灌装商下达了一些自己从来没有听说过的指令，导致双方出现摩擦。这一点让巴菲特觉得很麻烦，公司的销售额之所以能够有些起色，完全是因为与灌装商的关系得以改善，而艾华士这样的做法无疑是在拆公司的台。与灌装商维持了近百年的合作关系难道要因为艾华士而破裂？²⁸一直以来，基奥在灌装商那里就扮演着“教父”的角色，悉心听他们的倾诉，而现在灌装商开始公开地反对公司。²⁹艾华士除了逐渐公开与灌装商的矛盾外，也开始削弱基奥的权力，也许这一幕从艾华士需要基奥帮助的时候就已经开始谋划了。如果艾华士是可口可乐公司的亚瑟王，那么基奥就是艾华士身边的梅林，是他的谋士，基奥应该得到艾华士更多的尊重。

可口可乐公司与灌装商问题的焦点之一在于艾华士是否知道如何改善可口可乐公司的销售业绩。可口可乐公司一直以来的运营理念就建立在其与客户的关系基础上。艾华士希望利用一个持续的统计手段来解决问题，在可口可乐的品牌上大做文章。这一点正如基奥、艾伦和巴菲特看到的那样，任何一位可口可乐公司的首席执行官都应该把公司的品牌打得越响越好。

可口可乐公司之所以能够取得现在的地位，很大程度上要归功于戈伊苏埃塔，是他一手建立起了公司现代的运营体制，艾华士不过是将前任勾勒的蓝图加以实施。但在艾华士成为公司最高领导后，人们惊奇地发现他的做法和之前可谓天壤之别。是什么让他做出了如此的举动？一位没有透露姓名的可口可乐公司董事做出了解释：“因为在艾华士时期，

他认为财务部门是一切工作的重心！”对于一家像可口可乐公司这样以市场销售额为最终目标的企业来说，这样的想法难道不奇怪吗？不过这也不是艾华士一个人的错。在戈伊苏埃塔去世后，公司上下依然在遵循这位前公司首席执行官的设想。戈伊苏埃塔希望艾华士成为自己的接班人，公司自然而然也就按照戈伊苏埃塔的遗愿进行下去，艾华士成为可口可乐公司的最高领导人也就顺理成章了。

不过巴菲特看问题远比可口可乐公司的其他董事会成员看得更清楚。当人们依然认为艾华士是一位称职的公司领导时，巴菲特对他的信任度已经在一点一点降低。接下来的整个秋天，巴菲特一直在考虑有关可口可乐公司发展的的问题，所以人们看到的他总是一脸愁云。终于，一切在感恩节到来之前有了头绪，巴菲特——这位可口可乐公司董事开始行动了。³⁰

当时美国《财富》杂志刊出了一篇抨击艾华士的文章，要知道两年前《财富》还把他称作是“21世纪最出色的首席执行官”。短短两年的时间，媒体的态度就发生了如此巨大的变化。该杂志在文中指出艾华士应该为可口可乐公司出现的所有问题负责。³¹文章的出现是一个可怕的信号。《财富》杂志的一个不成文的规定是，如果某位公司高管经历了被该杂志“捧上天再打入地狱”，他基本就不可能再有在该杂志翻身的机会，他的名字旁边将永远刻着失败者的字眼。媒体这样的态度也影响着大众，那个之前几乎是商界最受宠的艾华士现在成了面对指责最多的人，一场战争即将开始。

感恩节之后，巴菲特接到了艾伦的电话。“我想我们对艾华士可能有些看法。”艾伦说道，“我们选了一个不合适的人出任公司的首席执行官。”在得到了巴菲特赞同的回应后，两个人开始了秘密计划。³²

巴菲特和艾伦都知道，如果要以全部董事会成员同意作为前提来迫使艾华士下台的话，至少要坚持一年的时间。“那样对公司造成的伤害就太大了！”艾伦说道，“所以我们决定由我们两人出面，告诉艾华士我们的想法！”

制订好了计划，艾伦给艾华士打了电话，称自己和巴菲特希望能和他碰个面。最终，三人会面的地点定在了芝加哥，当时正好艾华士和麦当劳公司有一个会议，会议结束后，他可以取道赶往芝加哥。

在1999年12月1日这一天，艾伦和巴菲特坐上了飞往芝加哥的飞机。那是一个阴沉的日子，天气有点儿冷。一路上，巴菲特还担心艾华士火爆的脾气会成为当天会面的障碍，甚至可能发生冲突，所以他决定要冷静地面对任何出现的问题。事后的报道描述说，当时的巴菲特非常沉着。三人碰面后没有寒暄就直接进入了正题。³³巴菲特和艾伦对艾华士这些年来对可口可乐公司付出的一切表达了感谢，然后说道：“但是现在我们已经不再信任你了！”

不过巴菲特和艾伦所说的一切并不代表艾华士被可口可乐公司炒了鱿鱼，因为两位董事是不具备这个权力的。“他知道自己可能还保有一个董事会席位。”巴菲特说道。

艾华士也知道发生了什么，他没有反驳，匆匆赶回亚特兰大后，他决定在4天后召开紧急股东会议，而在这4天的时间里，所有人都不知道发生了什么，只能等待会议召开的那一天揭晓谜底。

紧急股东大会在周日举行。就像巴菲特和艾伦期望的那样，艾华士郑重地告诉所有股东，自己并不适合继续担任可口可乐公司的首席执行官，并表示自己将立刻离开，不会给公司留出任何寻找自己继任者的过渡时间。会议室一片安静。艾华士表示自己离职完全是“自愿的”——这种说法没有错，尽管这样的做法充满疑点，但至少可以让他避免被“炒”的危险！³⁴

随后，会议室里传来了窃窃私语的声音，那是董事们在议论究竟发生了什么事：是艾华士身体出现了问题？还是可口可乐公司出现了什么状况？为什么之前没有人知道呢？艾华士一定要在现在离开吗？但艾华士什么也没有说，在整个会议的过程中他什么都没有说。³⁵

谁将成为公司的下一任首席执行官？这时人们想到了一个信封。之前艾华士曾经写过一个名单，如果自己不幸遭遇意外的话，名单上的这个人可以成为公司的下一任首席执行官。现在这个信封被打开了，这个人的名字就是道格·达夫特，可口可乐公司亚洲和中东地区总裁兼首席运营官。不过当时达夫特已经接近退休的年龄，但包括巴菲特和艾伦在内的董事会成员都没有对此提出任何异议，在没有慎重考虑也没有提出其他可能人选的情况下，董事会任命达夫特为公司新一任首席执行官。

突发事件让可口可乐公司的股票受到了严重的影响！³⁶投资者们也

都知道了艾华士离职的消息。在与小范围董事会成员的私人对话中，艾华士道出了自己离开的真正原因。直到这时，董事会成员才明白权利就这样被巴菲特和艾伦剥夺，而自己却丝毫没有察觉，他们觉得自己受到了欺骗。

此后，媒体开始大肆报道艾华士离职的种种内幕，而在当时可口可乐公司最明智的策略就是尽量保持与媒体的和谐。《财富》杂志适时地披露了有关“芝加哥会议”的内幕消息³⁷，而艾华士则在与可口可乐公司分手后得到了1.15亿美元的赔偿，这个数字在可口可乐内部是完全可以接受的，这样看上去艾华士的离开更像是由于自己做错事或是因钱走路的人。不过观察家们还是看到了事情的本质，他们有理由相信可口可乐公司的决定权完全掌握在少数人手里！

巴菲特的说法也印证了这一切。“当时的情况真的是太糟了，几乎已经没有比这更糟的了，所以我们选择了这个方式，选择了可能引发灾难的方式——但如果我们不这样做的话，公司必将面临一场巨大的灾难！经过董事会全体同意后再让艾华士离开？我们根本没有想过这种解决问题的方法。我和艾伦选择的这种方式可以说是最明智的，而且这是我们两个共同完成的一件事，如果单凭个人，无论是谁，都不可能实现让艾华士走人的目标。”

可口可乐公司完成了过渡，但巴菲特的声誉却在年底的时候出现了重大滑坡，而且这种滑坡是显而易见的。可口可乐公司的股票——巴菲特投资的最大手笔、最能帮助巴菲特赚钱的股票——在艾华士离开后下跌了近1/3。人们认为巴菲特是在不得已的情况下出面对可口可乐公司的窘况进行干预的，但这先是给公司带来了影响，后又给巴菲特自己造成了不必要的伤害——有人认为巴菲特和艾伦逼走艾华士并不是出于对于可口可乐公司利益的考虑，而是为了他们自己！

所谓福无双至，祸不单行，巴菲特的通用再保险公司也在这个时候出了麻烦。在伯克希尔-哈撒韦正式完成对通用再保险公司收购后没有几天，巴菲特就接到了通用再保险公司首席执行官罗恩·弗格森的电话，称公司被一个叫“尤尼卡文”的公司骗走了2.75亿美元的保费，由于对方布局精心，公司方面根本没有察觉。投资者们震惊了！一开始，他们从巴菲特这里得到的消息只是提到通用再保险公司为自己愚蠢的行为道歉，而且巴菲特还表示了对弗格森的信任，并坚称一切问题都能得到解决。所以，当投资者知道真相的时候才会如此生气。从此，人们对巴菲

特投资准确的信任开始动摇了，他们认为巴菲特购买通用再保险公司的行为是为了稀释其在可口可乐公司的股份。

不光是投资者，就连巴菲特最虔诚的支持者们也开始对他提出了质疑。巴菲特1999年在太阳谷做的有关股市的分析被股市彻底颠覆了。到了12月份，尽管科技股增长良好，巴菲特却熟视无睹，依然坚持对科技股的抵制。年底的统计数据显示，道琼斯工业指数在一年的时间里增长了25%，纳斯达克综合指数突破4 000点大关，涨幅高达86%——这是一个令人难以置信的数字。而伯克希尔-哈撒韦的股份则跌到了每股56 100美元，公司总市值为850亿美元。而巴菲特从不看好的科技股在这一年得到了突飞猛进的发展，雅虎公司在短短一年的时间里规模增长了3倍，公司资产累计达到1 150亿美元，相比之下，伯克希尔-哈撒韦的业绩就差了很多。雅虎公司正在以一种前所未有的速度发展着。

在即将步入千禧年的时候，各大媒体纷纷推出了千禧年最有影响力的人物排名，答案几乎是没有悬念的。美国《时代》杂志授予亚马逊网站创始人杰夫·贝佐斯“年度风云人物”的称号，将他的影响力与英国伊丽莎白女王、世界著名飞行家查尔斯·林德伯格、美国民权运动领袖马丁·路德·金并列。而巴菲特的个人排名则出现了明显的下滑，同时在全球富人榜的排名上，他也从世界第二的位置下滑到了世界第四位。这让人们更加关注巴菲特。有人嘲弄巴菲特现在处于“自身难保”的状态，“如果巴菲特开始进军共同基金市场，那肯定是他正在开拓第二产业了”。³⁸ 华尔街股市必读刊物《巴伦周刊》的某一期选择以巴菲特作为封面人物，但旁边配上了这样的字眼——“沃伦，你究竟怎么了？”周刊的正文中评论道，巴菲特的伯克希尔-哈撒韦股票陷入了前所未有的低迷状态，他们认为这时的巴菲特肯定早已眉头紧锁了。³⁹

但是在接受采访时，巴菲特总是保持一贯的口吻——安全边际、能力范围、市场的作用——这些让巴菲特成名的词汇被他多次提及。巴菲特依然坚信股市是一个庞大的体系，不是依靠某些人在计算机面前监控、测算就能轻松搞定的事物。尽管股票市场出现小幅上扬，但巴菲特并没有因此感到紧张。除了在太阳谷的那次演讲外，他并没有公开抨击股市走高的现实。从巴菲特嘴里出来的每个字似乎都经过精雕细琢，从字面上根本找不到指责他的理由。有人问巴菲特，当自己被人们称为“过去时”的时候，他的心里会不会感到压抑和郁闷，巴菲特说：“绝对没有！不过从来没有有什么能像人们的抨击对我产生这样的影响，如果你在

股票市场上不能有独立的想法，那你的投资注定不会成功。股市就是这样，只要人们相信你，无论你做什么都是可以的，既没有对也没有错！只有一种情况能说明你的想法是正确的，那就是事实和理论都站在你这边，这才是唯一重要的！”⁴⁰

不过这却是两个不同的话题。虽然巴菲特在进行投资的时候并不需要别人帮忙，他有自己的想法，但是这并不能避免人们称其为“过去时”。有人问巴菲特是不是伯克希尔-哈撒韦在公众心中树立起来的形象从某种意义上能帮助巴菲特渡过这一难关时，他思考了很长时间。“没有，我没有感到任何轻松！”巴菲特冷静地说道，“任何时候你第一次面临抨击的时候总是非常难受的！”这也是巴菲特的必经之路，面对眼前的困难，他无能为力。

巴菲特知道股市永远是一个人力无法战胜的地方！不管投资人赚了多少钱，就算是“常胜将军”，迟早有一天，也会有失手的可能，或者是出现投资拐点，这正如他现在所面临的困难一样。对此，巴菲特很清楚，所以他是这么告诫投资者的：树荫再大也不能遮蔽整个天空！但巴菲特从来都没有停止过前进的脚步，他总是在不断挑战，这个过程就像是爬山一样，巴菲特一直在冲击极限，因为他很喜欢这种不断挑战的感觉。但有些令人遗憾的是，山顶并没有蓝色的冠军缎带等着他。

巴菲特的投资、巴菲特的一生都是充满奇妙色彩的。他的主要投资成果、投资过程中使用的理念，值得人们进行深入研究，所有熟悉他的人都会为他的人格魅力所倾倒。在这个竞争激烈的环境中经历了这么多年，人们看到了一个性格丰富多彩的巴菲特，但是他性格中最本质的东西没有变，巴菲特依然是大家熟悉的那个来自奥马哈的投资人。

每年巴菲特都会在翡翠湾的住所和苏珊、三个子女们一起度过圣诞节假期。房子里的圣诞树上挂满了苏珊的收藏。⁴¹其实1999年年底的这段时间，巴菲特面临的问题不少，事业正处于巨大的挑战之中，但圣诞节却给他提供了一个很好的休息、调整的机会，对于巴菲特的孩子们也是一样，巴菲特对孩子们感到很满意。人到中年的大儿子豪伊很喜欢自己的农场主生活，当然他还有另一个身份：商人。在母亲苏珊的影响下，豪伊逐渐对摄影产生了兴趣，现在的他有一半的时间都在飞机上度过——目的就是为了拍摄各地的野生动物，而他在拍摄经历中也曾有过被猎豹咬伤、被北极熊追逐的一幕。

女儿苏茜现在已经是两个孩子的母亲（不过她已经离婚了），有时她还会去帮父亲的忙，也算是父亲的兼职助理。其他时间，苏茜遵循了母亲的轨迹，致力于奥马哈的慈善事业，担任奥马哈儿童剧院、奥马哈儿童博物馆和奥马哈女孩公司等团体的董事。她的前夫艾伦主管巴菲特基金会，尽管已经离异，但两个人的公寓相隔很近，孩子们也依然能感受到父母的温暖。⁴²

小儿子彼得再婚了，他的第二任妻子叫珍妮弗·海尔，夫妇俩目前居住在美国东部的密尔沃基，彼得依然在走音乐这条路。20世纪90年代初那几年，彼得获得了在娱乐圈发展的机会，他说：“我意识到如果我搬到洛杉矶，我会成为求职大军中的一员。父亲总是给我讲《海底两万里》这部电影，电影里的主人公一直在寻找属于自己的一片天地，父亲也希望我能找到属于我自己的天地。”所以在洛杉矶和密尔沃基之间，彼得选择了后者，他深信父亲能够理解他，就像之前父亲在纽约和奥马哈之间选择后者一样，彼得更像是在重复父亲走过的路。此后，彼得获得了为美国公共广播公司创作的机会，为该台制作的一个大手笔的纪录片《500个国家》进行编曲。彼得还借姐姐苏茜担任公共广播公司嘉宾的便利，编写并制作了一场多媒体的演出，而且成绩不错，连续11周登上了排行榜榜首。⁴³

现在的豪伊已经在母亲苏珊身边工作了，他的待人接物方式也让苏珊意识到儿子真的长大了。“给我一个机会，我就能给大家带来经济回报，所以希望大家能给我这个机会！”⁴⁴豪伊的宣言非常具有感染力和说服力。圣诞节那天，豪伊、苏茜和彼得得到了一份意外的礼物，巴菲特给了他们每人500股伯克希尔-哈撒韦的股份，并表示三人可以随意支配。三个孩子都兴奋极了。“这太棒了。”苏珊说道。⁴⁵

巴菲特一家五口一起见证了千禧年的到来，他们在电视里看到了全球欢庆千禧年的壮观场面，从最早迎来新年钟声的基里巴斯群岛到悉尼、北京再到伦敦，大街小巷挤满了欢乐的人群。埃菲尔铁塔下面的时钟敲过，到处可见人们兴奋的表情，全世界都淹没在笑声的海洋里。这一刻没有任何灾难事件发生，即便是之前令巴菲特头疼的通用再保险公司和可口可乐公司也平平安安地走进了千禧年的大门。随着一个又一个时区迈入21世纪，巴菲特的心开始平静了。从1999年秋天开始，他身边一直都是非不断，人们迎接千禧年的那种兴奋没有感染巴菲特。对他来说，这个假期是一个放松的过程，经历了那么多，他现在太需要好好休

息一下了。

第六部分 财富提取单



53

精灵的故事

奥马哈，1998

巴菲特一直非常谨慎，担心自己陷入芒格所讲的鞋扣情结，因为自己是商业领域的专家就对任何事情都表现得无所不知。但是，从20世纪90年代中期开始，他和芒格就连续不断地被问到关于投资生涯的诸多问题——而且也作了回答。他经常接触运动员和大学生，经常向他们讲述一个关于精灵的寓言。

我16岁的时候，心里只有两件事情——女孩子和车子，我不是非常善于和女孩子交往，所以就想拥有一辆汽车已经很不错了，当然也会想女孩子的事情。而幸运之神满足了我对汽车的向往。

在我16岁生日那天，出现了这样一位精灵。精灵说：“沃伦，我送你一辆你喜欢的车，你明天早晨就可以看到，一辆崭新的、上面系着个大大的蝴蝶结的车子，那就是给你的。”

听完精灵的话，我接着就问：“有什么条件呢？”精灵回答：“只有一个条件，这辆车是你此生拥有的唯一一辆车。所以，必须用一辈子。”

如果事情真的发生，我就会得到自己心爱的汽车。但是，大家可以想象，在知道这辆车必须用一辈子的情况下，我会怎么做呢？

我会把用户手册仔细阅读五六遍，长期坚持在车库存放车辆。哪怕有一点点凹痕或擦伤，我都会立即修复，因为我不希望这辆车有一点点锈蚀。我会精心呵护这辆车，因为这是我要使用一辈子的一辆车。

人们的大脑和身体正是如此。每个人只有一个大脑和一个身体，是一生不能改变的。现在，人们总会在不经意间长期忽视自己的大脑和身体。但是，如果不去呵护自己的大脑和身体，我们50年后面临的的就是健康极度受损的状况，就像汽车一样。

此时此刻你的所作所为将决定10年、20年和30年后你的大脑及身体的健康状况。

54 一个分号

奥马哈，2000.1~2008.8

巴菲特在自己的办公室开始了千禧年第一周的工作。伦敦《星期日泰晤士报》在千禧年第一期中这样写道：“巴菲特一直不关注科技行业的作风似乎让自己陷入了一种尴尬的局面。”¹这一天巴菲特读到的第一封邮件是通用再保险公司的首席执行官罗恩·弗格森发来的电子邮件。

巴菲特现在精神抖擞。到目前为止，通用再保险公司给他带来的没有别的，只是一些糟糕的负面消息。一年前，就在伯克希尔收购通用再保险公司短短几周的时候，通用再保险公司就承认在尤尼卡文公司诈骗案中受害，弗格森作了坦白交代。电影制片方和出资方说服通用再保险公司担保好莱坞电影的票房，通用再保险公司承诺如果票房未达到预期目标就进行补偿，而公司却不知道上映什么影片，更不知道有哪位明星出演。发现这一切后，巴菲特简直不敢相信自己的眼睛。几周之内，在票房失败的电影的片尾致谢名单还没有出现在观众眼前时，电影经济惨败引起的诉讼就已经纷至沓来。巴菲特很想说他最看重的经理、聪明的阿吉特·贾殷，一定不会对那些索然无味的影片做担保，但这一切却已经发生了。

接着，关于如何承保阿吉特推出的再保险Grab.com在线大奖项目的问题，弗格森又给了巴菲特很大的打击。巴菲特发现弗格森与自己有着截然不同的哲学观。巴菲特一直坚持这样的观点：宁愿轻松跨过眼前1英尺高的跨栏，也不愿伺机等待出现7英尺高的跨栏才大步攀越障碍。Grab.com大奖活动可以轻松带来利润——是可以轻松跨越的1英尺高的跨栏。²弗格森却对此不屑一顾，因为这项业务要经过一点点的积累取得利润。他说通用再保险公司只接有承保利益的业务。

巴菲特很快结束了弗格森安排的这场是非角逐，继而决心进行一次管理变革。然而，他没有付诸行动——没有什么理由促使他这么做。通用再保险公司以往的记录一直很好。公司需要的只是完善，而不是彻底整顿。在收购通用再保险公司之后短短的时间内解雇弗格森会引起不小

的骚动，况且他讨厌解雇员工。

Grab.com大奖活动结束两个月后，千禧年随之到来，弗格森承认不良保险定价导致通用再保险公司亏损2.73亿美元。巴菲特对此无比惊讶，再不能认为这一切只是个别错误了——这显然是不小的麻烦。从他宣布收购通用再保险公司的那一刻起，这个该死的公司就像中了邪一样。加入伯克希尔-哈撒韦的头12个月，通用再保险公司——一度堪称制度典范的公司——就一落千丈，保险业务、定价机制和风险选择带来的损失近15亿美元。巴菲特旗下还没有哪个公司曾经有过这样的损失，连这一巨额数字的零头那么大的损失都不曾有过。巴菲特没有多说什么，但他清楚自己必须尽快采取行动了。

消息传出，投资者们很快开始重新审视自己的观点。难道出资220亿美元收购通用再保险公司是伯克希尔-哈撒韦的一个错误？巴菲特的名声再度遭受打击。

与此同时，可口可乐公司尽管在管理方面作了调整，但情况依然不容乐观。³可口可乐新上任的首席执行官道格·达夫特首先在1月裁员6000人，投资者对此惊叹不已。华尔街只有少数人一直声称可口可乐的利润已经开始上升，而投资者却不相信这些说法。所以，可口可乐的股票依然萎靡不振，而1月1日已经跌到56—100美元的伯克希尔-哈撒韦的股价也随之下跌。

两周后的2月9日一早，巴菲特坐在办公室浏览手头的报纸，不时看两眼CNBC的电视节目。这时办公桌后面书柜上的专用热线电话响了——只有巴菲特本人能接听该电话。他很快拿起话筒。电话是吉姆·马圭尔打来的，他在纽约股票交易所负责伯克希尔-哈撒韦股票的交易。谈话非常简短：

“嗯……嗯……好的，嗯……现在不。好，嗯……嗯……好，谢谢。”

马圭尔打电话告诉巴菲特伯克希尔-哈撒韦股票的卖单纷至沓来。就在前一天晚上，巴菲特在线玩儿桥牌的时候，雅虎网站的网络BBS写手以“zx1675”为代码发帖称“沃伦住院——病情危急”。接下来的短短几小时内，谣言像病毒一样通过论坛迅速扩散。“巴菲特年老体衰，抛售。”“抛售、抛售、抛售、抛售、抛售、抛售。”谣言传遍了华尔街，所有人都

认为巴菲特确实住院了，而且病情危急。于是人们看到伯克希尔-哈撒韦股票的成交量巨大，股价急剧下跌。⁴

巴菲特的个人电话响个不停，那是一个电话频繁响起的早晨。巴菲特像往常一样亲自接听，面带笑容拿起话筒：“嗯，嗨……”对方可以感受到他愉快的心情。

“你怎么样啊？”电话那头开始询问，语气有些急促。

“很好啊……好极了！”

如果龙卷风直袭基威特大厦，巴菲特也会在提到这场灾难的时候说情况“好极了”。人们知道去领会他的言外之意，不过这次似乎有些沉重。整个上午，打电话进来的人都想知道——他到底怎么样？

巴菲特向人们解释说一切都很好——真的很好。但是从伯克希尔-哈撒韦股票的交易情况判断，人们还是听信了谣言。这就是新媒体的力量。随着巴菲特即将辞世的谣言广为散布，伯克希尔-哈撒韦的股价一路下滑，股东们纷纷致电经纪人，要求明确巴菲特是否活着。认识巴菲特的人纷纷接到朋友们的拷问：“你确定？你见到他了？你凭什么这么确定？”

CNBC报道了巴菲特可能辞世的谣言，巴菲特出面辟谣结果导致了新的谣言。怀疑论者开始发言——如果他说自己很好，那一定是不好。还有人说巴菲特在借机低价买进伯克希尔-哈撒韦的股票，而这一谣言触痛了巴菲特的软肋：正直的名声和贪婪的作风直接碰撞。

两天来攻击不断，伯克希尔-哈撒韦的股价下滑突破5%，人们都认为巴菲特责无旁贷。谣言给巴菲特带来一种反面的恭维，而让巴菲特盛怒的是人们都认为他在欺骗股东，编造谎言低价骗取股东花钱购买股票。他讨厌一些人通过互联网操纵股票价格、进行敲诈勒索的行径，更不能容忍自己成为众矢之的。想到自己做出回应会引出更多谣言（并因此创下回应谣言的先例），他就非常沮丧。

巴菲特选择了理性面对：谣言终究是谣言，最后一定会不攻自破。然而，“最后”可能要在很长时间之后才能发生。与此同时，出现了一个新的现实问题：在互联网统治的时代，他越来越无法控制自己的公众认知度。后来，他让步了，发布了惊人的新闻。

近来，互联网上出现了关于股票回购和巴菲特先生健康状况的谣言。尽管伯克希尔-哈撒韦一贯奉行不对谣言进行评论的作风，但是对于近日流传的谣言我们还是决定破例。所有关于股票回购和巴菲特先生健康状况的谣言“百分之百都是假的”。⁵

这样的声明毫无用处。伯克希尔-哈撒韦的股价就在那一周猛跌11%，根本没有恢复。

3月9日，《纽约日报》引用了《科技投资人杂志》发行人哈里·牛顿的话：“我告诉大家沃伦·巴菲特在写给股东的信中应该怎么讲，‘我很抱歉！’这就是他必须讲的。”次日，伯克希尔-哈撒韦的股价跌至每股41300美元，这一交易价格几乎比该公司上市以来的最低价格没高多少。传奇般的“巴菲特保险”——人们认为仅仅因巴菲特本人的影响而高价交易的股票——已成历史。在此前一天，纳斯达克指数上扬至5000点，与1999年1月以来相比翻了一番，其成份股股票增长超过3万亿美元。

这样的鲜明对比不会不吸引人们的注意。一位资金经理写道，像巴菲特这样的投资者就是“堕落天使，落后的排名让他们感到耻辱……1999年，一些标新立异者声称旧的投资理念已被推翻，他们以令人咋舌的数字来证实他们的理论，‘堕落天使’在这些标新立异者眼里早已落伍”。⁶

巴菲特对这样的恶意攻击深恶痛绝，尽管他从来没有想过要改变自己的投资策略。伯克希尔-哈撒韦的股东们显然在5年前选择市场指标股会得到更好的投资回报——过去5年是伯克希尔-哈撒韦历史上持续“干旱”的艰苦岁月。巴菲特在可口可乐公司的投资现在只能卖得87.5亿美元，而此前曾一度上涨到175亿美元。他决心不偏离安全边际，这意味着伯克希尔-哈撒韦的闲置资本已高达几十亿美元，而这些闲置资本就是回报很低的债券。巴菲特对电脑的基本操作非常熟悉，但是他没有考虑买进任何价位的科技股票。“提到微软和英特尔，”他说，“我不知道它们在10年后会是什么样子，也不希望参与别人占优势的领域……软件行业不在我的能力范围之内……我了解的是Dilly棒棒糖，而不是软件。”⁷

2000年2月，美国证券交易委员会拒绝了伯克希尔-哈撒韦提出的对其部分持有股份保密的要求。美国证券交易委员会权衡了稳定市场中投资者的各种利益和知情权，最后决定支持其享有知情权。在人们通过巴菲特的股票获利之前，巴菲特不能进行大量囤积，他只能像美国运通公

司或可口可乐公司那样，聚集少量股票。尽管巴菲特一再坚持股份保密，美国证券交易委员会还是将其视为本杰明·格雷厄姆式的人物，要其向全世界公开股票记录。从此，整体收购——巴菲特一直最喜欢的投资方式——成为伯克希尔-哈撒韦主要的投资方向。此后将大量资金投入股市运作将越来越难。媒体称巴菲特为“过去的全球最伟大的投资人”，令人痛心。⁸

3月10日，在哈里·牛顿提出巴菲特应该道歉的第二天，《华尔街日报》这样写道：人人都通过科技股票赚钱，只有顽固而吝啬的巴菲特不在其中，他的股票已经下跌48%。⁹《华尔街日报》引用了一位投资组合上涨35%的AT&T退休员工的话，他说这只科技股票的投资人“确实不是沃伦·巴菲特——谢天谢地”。¹⁰

巴菲特在职业生涯中从来没有像这三年那样认真思考自己所经受的考验。市场的一切迹象都表明他错了。由于他固执地坚持一套陈旧的观点，公众、媒体甚至公司的一些股东都认为他思想僵化了。只有他内心清楚自己的方向和强烈的渴望。多年来他已习惯一直享有诸多荣誉，就像每天都要喝樱桃可乐一般；他对公众的批评非常敏感，所以他避开一切抛头露面的机会；他在生活中努力捍卫自己的名誉，对抗玷污自己名誉的任何事情。

然而，这一次面对名誉的攻击，巴菲特一直没有做出反抗。他既没有写评论，也没有在国会面前论证市场的危险，更没有通过报纸斗争抑或通过电视采访节目、请代理人保护自己。他和芒格照旧与伯克希尔-哈撒韦的股东定期沟通，对股东们说在人们过度高估市场的情况下，谁也无法预料这种局面会持续多久。最后，不是作为正式发言，而是出于警示和告诫，巴菲特在太阳谷年会中对各界精英进行的精辟演讲中作了唯一一次解释——他预测未来20年中市场低落的程度远远不是投资者可以想象的。不久他的这番演讲刊登在《财富》上，在街头巷尾传播。

消除恐惧心理，请求尼克·布雷迪帮助拯救所罗门公司需要极大的勇气。而面对多年的批评和奚落表现出如此的克制力、提出这样的预言，更需要一种非同寻常的勇气。网络泡沫成为巴菲特职业生涯中最大的个人挑战。

3月11日，就在《华尔街日报》发表AT&T退休员工在投资方面都胜过沃伦·巴菲特的文章24小时之后，伯克希尔-哈撒韦公布了年度报告，

因伯克希尔-哈撒韦的投资失败，巴菲特给自己的工作打分只是一个“D”。但是，他没有说他认为避开科技股票是一个错误，他只是重新调整了投资者的期望——由于伯克希尔-哈撒韦规模庞大，目前在股价方面的增长可能只是“略”高于市场。他知道这样会引起关于“略”的意义的争论，但是他认为必须这么讲。

另外，巴菲特宣布由于伯克希尔-哈撒韦当时股价低廉，伯克希尔-哈撒韦愿意按照投资者的出价买进公司的股票。这样一来——就可以把资金返还给几十年都没有得到分红的股东们。提到这一点——似乎向来贪财如命的巴菲特突然变得清心寡欲了。

这是巴菲特第二次公开宣布他愿意在市场上买进股票。1970年他第一次宣布“我愿意购置伯克希尔-哈撒韦的股票”，大力扭转了该公司的局面。投资者必须再次决定支持哪一方。这一次，许多人理解了巴菲特传达的信息。巴菲特愿意购买伯克希尔-哈撒韦的股票这样的发言本身就促使伯克希尔-哈撒韦的股价上涨了24%，而他还没有来得及购买一股股票。

接下来的一周，纳斯达克股票的技术股出现了崩盘的迹象。¹¹到4月末，技术股的市值蒸发了31%，从历史的角度看，这次可以说是最严重的崩盘之一了。

复活节那天巴菲特没有一点儿心情，就在这一天他备受病痛折磨。他简直不能相信，就在非常重要的股东大会之前这一对他来讲最关键的时刻，关于他健康状况的谣言居然应验了。女儿苏茜在凌晨3点匆忙把他送到医院，接下来的几天他在医院直接接受排除肾结石的治疗。护士们进进出出都叫他比尔。尽管忍受着不堪言状的痛苦，他还是想知道股票市场的情况。他在病痛中不断给苏珊打电话。当时苏珊远在科罗拉多州的格兰德莱克，和一群中学时的女同学在一起；一点儿都帮不上巴菲特。¹²后来，巴菲特感觉好一些的时候，医生就安排他回家了。女儿来接他的时候，他说护士们一直叫他“比尔”是因为他挂号入院的时候用了汤普森博士的名字。

巴菲特还没迈进家门，就又不得不立即返回医院——还是因为可恶的肾结石排除治疗。又一次，他一晚上坐着一杯接一杯地喝水，然后忍受痛苦的折磨。此后，过去不曾困扰他的手术问题开始让他担忧了，因为肾结石会复发。“浑身插满管子——我讨厌那样。那是人们衰老的时候

才会遇到的问题。”他说。

他盘点了自己面临的问题。股票声誉扫地，直到他决定自己出价回购才挽回了局面。最大的业务——通用再保险公司似乎中了邪。可口可乐的麻烦也挥之不去。可口可乐——一个如此强大的品牌怎么会在短时间内遭受这样的破坏呢？难道真的是那个可怜的艾华士的错误？而现在巴菲特的健康问题也开始成为不容忽视的事实。

人生总有一死的事实深深地藏在巴菲特“浴缸”记忆的深处，不时悄悄浮出水面。¹³他依然不能面对父亲的去世，而且一直没有找到合适的方式来纪念父亲霍华德。他把霍华德的大幅肖像挂在自己办公桌后面的墙上，让父亲出现在自己的头顶上方。霍华德生前的手稿都堆放在家里的地下室，丝毫未动。沃伦一直没有勇气亲自翻阅这些手稿。就是想到这些事情都会让他备受折磨，显然他害怕自己抑制了35年的情感爆发。

他告诫人们参天大树只是一个比喻，某一时刻一切都会终结。然而他自己却不能面对事业的巅峰坦然地说：“就这样了，我的工作完成了。西斯廷教堂完工了，不再需要任何勾勒——再多努力也只是平庸之作了。”

他现在69岁，但是他不相信这个事实，依然认为自己是年轻人。在自己还没有到母亲去世的年龄之前，他将一直以自己几十年来积累的知识作为一种自我安慰。通用再保险公司的局势一定会好转，而且他知道火腿三明治一定会推动可口可乐的销售。肾结石……唉！“浴缸”记忆发挥了作用，他开始准备股东大会，而这是他一年中最幸福的一周。

4月末的最后几天，奥马哈城开始热闹起来，机场异常繁忙，人们三三两两、成群结队地在酒店大堂登记入住，城区餐厅所设的室外咖啡座挤满了顾客。租车公司的车辆全部出动。万豪酒店的酒吧——这段时间会见“内部人士”的非正式总部——座无虚席。戴着伯克希尔-哈撒韦大会证件的人在奥马哈城各处散步，仿佛在证明自己是股东大会的成员。巴菲特的办公室里，电话急促地响起，人们都在利用最后的机会争取采访证件、大会通行证或者要求带他们自己的客人参加奥马哈城一年一度的独家盛会——巴菲特的独家星期日早、午餐会。对这些大胆而轻率的要求，巴菲特的秘书戴比·博赞科表面上耐心应答，心里却烦透了，她想直截了当地告诉人们不行。

星期五晚上，巴菲特忙于应付各种公共活动和私人聚会。一些巴菲特的信徒们头戴巨大的黄色宽檐儿牛仔帽和公司的长期股东及顶级基金经理们一起出现在波仙珠宝店的鸡尾酒会中，许多奥马哈人夹杂在外地来的股东们中间，大口吃着免费的食物。波仙珠宝店的苏珊·雅克负责筹划此次活动，因此波仙珠宝店的营业额有了新的突破。巴菲特对活动非常支持，尽管他怀疑有许多前来揩油吃白食的人到场。

在市政礼堂即将召开的股东大会规模盛大，包括几千名员工、供应商和志愿者，到处是大片大片的陈列、鲜花及展示，大会要准备几卡车火鸡三明治、热狗、可乐。这也是安保、媒体、音效、视频、灯光和供应商及志愿者的聚会。所有这一切完全由员工凯莉·马奇莫尔一手策划、编排和监督，巴菲特称凯莉·马奇莫尔是伯克希尔-哈撒韦的“弗洛伦兹·齐格菲尔德[1]”。凯莉连秘书都没有，准确地讲，她本人就是一位秘书。巴菲特自豪地说凯莉一个人可以完成四个人的工作（这样的称赞带来的负面影响就是有时候会让人觉得自己是不是只拿到了应得报酬的1/4）。¹⁴不过，巴菲特在用人方面更善于言语奖励，而不是薪资鼓励。工作中与巴菲特接触最多的员工马奇莫尔、博赞科和接待员德布·雷是公司最有代表性的卡内基式的人物，所有的股东都通过巴菲特了解到他们是何等优秀的员工。这些卡内基式的人物就像防晒霜一般，保护公司不受里克肖塞尔的热力学定律的影响。他们自己处理紧张棘手的问题，负责保护老板在走廊尽头安静的办公室里工作，免受外界的各类干扰。在股东大会的前一周，他们都承担着双倍的工作量。在大会当天，德布和戴比应付最重要的VIP客户和新闻中心的相关工作；马奇莫尔带着无线电话各处奔忙，像陆军元帅一般实地指挥。

星期六凌晨4点，几百名兴致勃勃的参会人员脖子上挂着大会通行证纷纷来到市政礼堂外面排队等候入场。3个小时后，保安开始检查入场证件，他们蜂拥而入抢占位置极好的座位。把外套和毛衣挂在椅背上占好座位后，他们会去餐饮区享受免费的早餐，那里有甜甜卷、果汁和咖啡。到8点钟的时候，人们发现根本没有必要在黎明前赶来抢占座位，因为有一多半座位空着。30分钟后，市政礼堂内共有9 000人入座。¹⁵许多首席执行官对此颇感吃惊（抑或恐惧），去年一共有15 000人到场，差别如此之大（参会人员减少了40%）。

按照大会安排，会堂灯光暗了下来，开始放映会前短片（短片一年比一年长）。今年的短片开始出现的卡通人物是扮演成巴菲特的超级英

雄，芒格做配角，他们在销售伯克希尔-哈撒韦的产品。接下来，法官朱迪裁定巴菲特和比尔·盖茨之间因为两美元的打赌引起的一场争端——当然只是一个节目而已。随后放映的是伯克希尔-哈撒韦的喜剧录像和广告节目；最后苏珊·巴菲特演唱了一支由可口可乐主题歌改编的伯克希尔-哈撒韦之歌，“世界现在需要什么……伯克希尔-哈撒韦”。

9点半左右，巴菲特和芒格着正装出现在台上，环顾着台下明显少于往年的忠实参会人员：他们穿着各异，有的穿着商务正装，有的穿着短裤，会堂内黄色宽檐儿帽到处移动。5分钟的商业会议之后，像往常一样进入提问阶段，股东们在安放于礼堂各个位置的麦克风前面排起队来，开始询问如何评估股票。有人提到了科技股。“我不希望参与科技股的投机。”巴菲特说，“任何时候爆发投机都会得到纠正。”他将科技市场比作连锁邮件和庞氏骗局一般华而不实的表面富足。“投资者认为自己很富有，其实不然。”他停了一下，接着转身问，“查理？”

芒格开始发言，观众变得活跃起来。芒格通常会说“没有什么补充的”，但是只要巴菲特把麦克风给他，全场氛围就会变得异常紧张起来，就像看着一位老练的驯狮员带着一鞭一椅出现在狮群中一样。

“我们说‘卑劣的放肆’是因为，这样会产生卑劣的结果，是荒谬的。”芒格说，“如果把葡萄干和狗屎混合在一起，那还是狗屎。”

观众开始表现出惊讶。他在说狗屎？芒格居然可以抛开媒体不管，而且面对与父母一同前来的孩子们把网络股票说成是狗屎？他说了狗屎！大会骚动许久才平静下来。

接着有人提到了白银问题。随后人们开始纷纷走向地下商场选购心仪的鞋子、金厨刀具和喜诗糖果。关于巴菲特如何看待白银地位的年度提问已经非常乏味。1997年，巴菲特宣布购买全球1/3的白银。这位“传神谕者”突然倾情白银、放弃收集蓝鹰邮票，激起了贵金属爱好者的狂热情绪。¹⁶在伯克希尔-哈撒韦的历史上，这一投资引起了前所未有的关注。巴菲特不是贵金属迷，他只是把贵金属当作自己的生意，根据供求变化进行投资——不是为了投机，也没有将其作为防止通货膨胀的措施。他认为公司的股票价格上涨才是防止通货膨胀的明智措施，尽管通货膨胀会损害公司利益。他购买白银是很好的投资，但是他这样做其实是因为欣赏白银。他这样描述自己：“在隐秘的伦敦地下宫殿中，我面带笑容悉数熠熠发光的白银栏杆。”¹⁷白银问题一提出，巴菲特和芒格两人

就表现得非常不耐烦，但巴菲特还是出于礼貌回答说拥有白银已经成为一件无趣的事情。他没有提到欣赏白银是非常振奋人心的。

提问单调乏味，巴菲特和芒格一边听，一边剥开Dilly棒棒糖塞进嘴里，打开糖果时发出沙沙的声音。股东们开始抱怨，他们对股票价格表示不满。¹⁸一位女士说她接下来要转入函授学校学习了，因为伯克希尔-哈撒韦的股票回报都不够支付大学开支。¹⁹来自加利福尼亚州圣巴巴拉的盖洛德·汉森站在麦克风前面大声说，他在1998年伯克希尔-哈撒韦的股票接近最高点时选择买进，就是因为看好巴菲特以往的记录，结果却回报平平，他损失的资金完全可以通过4只科技股挽回。²⁰他力劝巴菲特至少将伯克希尔-哈撒韦资产的10%投资到科技领域。“这是‘人间游戏’，难道您依然不觉得或许应该选择几只科技股吗？”

提问还是关于投资科技股的事情。像选择购买索罗斯科技股的著名基金经理斯坦利·德鲁肯米勒那样开始投资科技股票怎么样？针对伯克希尔-哈撒韦当前让人失望的业绩，巴菲特难道不能找到新的办法吗？如果不选择科技股，他会不会进行一些国际投资呢？

股东大会现场的情景着实令人难堪。面对股东，巴菲特第一次发现他们中间的一些人对他失望了：近50年的努力付诸东流、毁于一旦，股东们都开始反对他了。他的年龄骤然成为老朽落后的象征，而不再是炫耀经验阅历的资本。现在媒体称他是一位老人。似乎世界已经不再需要伯克希尔-哈撒韦。

随后，巴菲特一边签名，一边痛饮樱桃可乐。接着他穿上棒球服来到奥马哈皇家棒球小联盟队，为这里即将举行的棒球比赛开球。他还和阿斯特丽德一道参加了别的一些聚会，依然穿着那套棒球服，一路都在向人们散发Dilly棒棒糖。星期日晚上他和家人在Gorat's牛排店共进晚餐，而后参加星期一早上召开的董事会会议——又一次身体力行的教学实践。随后，他、苏珊、孩子们及其他家庭成员一道飞往纽约。和许多朋友见面之前，他首先和家人一起外出吃饭、观看各类演出，例行公事般地在波道夫精品百货店选购服装。选购服装是他最不喜欢的年度活动，在这样的时候“浴缸”记忆就会发挥作用。在纽约的时候，他还前往哥伦比亚大学讲授本杰明·格雷厄姆课程的当代版本，会见参加财经新闻课程学习的几位记者。²¹

星期六一早，他召集通用再保险公司的三位经理到他在广场酒店的

套房。罗恩·弗格森带来许多PPT资料，开始一一列数通用再保险公司的糟糕状况。巴菲特皱着眉头、焦虑不安地听了几分钟，终于开口说道：“我们为什么不直接面对结果呢！结果必须有所改善，必须强化交流网络。目前是客户对通用再保险公司发号施令，而不是公司处于主动地位。这种情况必须终结，必须有人承担责任。”²²

他差一点儿就说出让弗格森退休，似乎不再对年岁已高的经理人怀有恻隐之心。弗格森在1999年年末曾患有蛛网膜下腔出血，巴菲特非常同情他。后来，弗格森偶尔出现身体不适，无法正常工作，曾提出辞职，但是巴菲特拒绝了他的辞职要求。巴菲特认为不应该让员工因身体不适而被迫退休；他最欣赏的一些经理人都坚持工作到很大年纪，其中B夫人就一直工作到103岁，退休一年后去世。他非常怀念矮小的B夫人性格刁钻的样子，但是也感到一种强烈的解脱，B夫人终究还是没有战胜自己的年龄。他曾经一度担心自己会先于B夫人离开人世，他自己的目标是比B夫人更长寿，不仅仅是多活几年，而是要多活5年以上甚至直到永远。他一直都夸张地讲伯克希尔-哈撒韦的老年员工和董事会准备筹建高龄美国最高法院。

因此，想象一下几周后巴菲特晚饭后在比尔·盖茨的家中打桥牌，他的精灵一直矗立在他肩头保护着他。他说话的时候声音嘶哑，好像前一天晚上根本没有睡觉。他不停地说自己“很好”，但显然是有些不适。沙伦·奥斯伯格从巴菲特当时的样子判断他肯定是身体不舒服，就和盖茨夫妇讲了自己注意到的问题，盖茨夫妇不顾巴菲特的反对很快叫来了医生。²³

巴菲特说自己从来没有做过结肠镜检查，这让那位医生非常吃惊。他让巴菲特服用了一粒止痛片，以让他顺利到家，还说巴菲特回到奥马哈后真的应该去医院做一次全面的体检，而且要做结肠镜检查。

精灵可能不够智慧。霍华德·巴菲特就患有结肠癌，因结肠癌的并发症去世。巴菲特现在怎么想呢？69岁了，从来没有做过结肠镜检查？这显然不是把自己的身体当作一生拥有的唯一一辆汽车一般呵护。

一个月后，伯克希尔-哈撒韦的股票每股上涨近5 000美元，达6万美元。《财富》杂志写道，尽管巴菲特“没有取得1999年的骄人业绩”，但是伯克希尔-哈撒韦从3月的低谷走出，股价近期上涨47%，这充分表明巴菲特是一位“优秀的复兴者”。²⁴然而，巴菲特还需要完成一些身体

康复工作。

巴菲特最终还是安排了令人担忧的体检。²⁵他很少在短期内如此频繁地光顾医院——肾结石排除治疗刚刚在一个月前进行，不过结肠镜检查可以视作“常规”检查。巴菲特通过电话聊天、打桥牌和玩电脑直升机游戏分散自己对体检的担忧。当人们问及这次体检时，他会说：“我根本就不担心会有什么問題。”

但是做完结肠镜检查他傻眼了。他肚子里有一块巨大的良性息肉。息肉过于庞大，要切除就得影响周围大量的其他组织器官。当时有几位朋友在场。这种息肉不是可以任其发展的，巴菲特决定在7月末太阳谷年会过后进行手术。“哦，我一点都不担心。”他一边开玩笑，一边强调自己的心脏检查结果良好，“我从来不担心自己的健康状况。要不是你们提出来，我连想都想不到。”

但是巴菲特必须就自己的健康问题作新闻发布，这次宣布了一些令人尴尬的细节：

沃伦·E·巴菲特，伯克希尔-哈撒韦（NYSE：BRK.A，BRK.B）的董事长，将于下月住进奥马哈医院接受手术，切除结肠中的几块良性息肉。巴菲特先生在周一接受常规体检的时候发现了结肠息肉，这次体检表明他的其他健康状况良好。预计手术需要巴菲特先生住院几天，随后他将尽快返回工作岗位。伯克希尔-哈撒韦宣布相关事实是为了防止出现关于巴菲特先生健康状况的虚假谣言，像今年年初那样影响公司股票的市值。²⁶

手术进行了几个小时，切除了长达15英寸的息肉，在巴菲特肚子上留下了长达7英寸的疤痕。他在家休养一周，生平第一次留了胡子。不去伯克希尔-哈撒韦工作的日子，他喜欢电话聊天。他的声音有些虚弱。

“哦，没有，我一点儿都不累，现在身体非常好。”他说，“体重减少了几磅，也是需要减掉的。阿斯特丽德非常精心地照顾我。医生说我想吃什么都可以吃。还有，我有没有告诉你我入院的时候有一根结肠，但是出院的时候却带着一个分号^[2]”问及他是否担心复发时，他说：“哦，不担心，一点儿都不担心。我从来不担心什么事情，这你们都知道。顺便提一句，我有没有告诉你这次手术的麻醉师小时候是我在高尔夫球乡

村俱乐部的球童？他对我进行麻醉前，我对他说真的希望当年没有少给他小费。”

伯克希尔-哈撒韦的新闻中只是确认了息肉确实是良性的，不需要进一步治疗。尽管如此，谣言还是又一次通过互联网和华尔街蔓延。一些人坚持称巴菲特肯定是得了癌症，息肉不需要做手术的。但是沃伦的病已经好了，而且他不觉得自己已经老了，他依然像“火球”一般充满活力。

一生傲慢的他，终究还是不能摆脱健康问题的困扰。在某一天，他一直坚持的摔跤比赛还是要落幕，一直回避的问题还是必须面对。在巴菲特心里，伯克希尔-哈撒韦是可以替代自己永远生存在这个世界上的，所以一切都没有自己对公司的责任重要。许多问题都将由苏珊来决定，她会比他长寿。他告诉人们苏珊会照顾好一切的。

[1] 弗洛伦兹·齐格菲尔德，百老汇最大的歌舞团齐格菲歌舞团的创办人。——译者注

[2] “分号”在英语中是“semicolon”，而结肠的拼写是“colon”，“semi”有“一半”之意，故巴菲特以此幽默地讲述自己经历了这次手术后只剩下半段结肠。——译者注？

凯瑟琳的最后一次聚会

奥马哈，2000.9~2001.7

巴菲特在医院进行结肠手术的时候，网络泡沫已经平息。网络风暴之下兴起的公司日渐消退：Arzoo.com、Boo.com、Dash.com、eToys.com、Flooz.com、FooDoo.com、Hookt.com、Lipstream.com、PaperFly.com、Pets.com、Wwwwrrrr.com、Xuma.com、Zing.com。¹ 纳斯达克交易量跌破峰值的一半，不过旧经济股依然没有复苏。美联储又一次开始降低利率。然而，巴菲特的名声开始恢复了。

伯克希尔-哈撒韦在资本市场大桶淘金，巴菲特开始并购一系列私营公司、破产公司和侥幸生存的公司，又一次大开投资之窗。他并购了意外风险保险公司——美国债务公司，珠宝商本·布里奇珠宝公司²，Acme砖业公司、托尼·拉马皮靴公司，以及Nocona靴业公司的母公司贾斯汀工业³，全球最大的地毯制造商Shaw实业集团⁴，本杰明·摩尔油漆工业公司⁵，家居建材产品制造商杰斯曼公司⁶，高科技复合钢制造商Mitek公司⁷。尽管如此，2000年年末，伯克希尔-哈撒韦依然拥有数十亿美元的闲置资本：地下室堆满了钱、椽子上挂满了钱、墙上贴满了钱、烟囱里塞满了钱、屋顶上铺满了钱——大量金钱源源不断地从这台永不生锈的“现金机”中吐出。⁸

巴菲特在1999年太阳谷年会的演讲中对市场进行的预言目前已经得到证实。2000年他在致股东的信中宣称互联网的诞生对玩世不恭的金融家是一次机会，让他们有机会向容易上当的人们“出售希望”——巴菲特一年一度致股东的信已经演变为全球媒体盛事，通过互联网发布，成千上万的网民急切期待，所以每逢那个星期六早上，伯克希尔-哈撒韦的网站都会因流量过大而濒临崩溃。他又一次委婉地提到他在太阳谷演讲中引用的伊索寓言：投资互联网就是放飞到手的鸟儿（眼前的钱）去捉林子里的鸟儿。“财富大规模转手”的结果就是只有少数人获利。

“通过无耻地宣传空洞的利润，组织者近年来将数十亿美元从公众的腰包里抢走，肥了自己的腰包（以及他们的亲戚、朋友的腰包）……投

机变得非常容易的时候就是最危险的时候。”⁹观众都在听巴菲特的发言，这是2001年的股东大会，参会人数又多了起来。

伯克希尔-哈撒韦的部分好运源自吉列公司的经营状况好转，巴菲特曾帮助吉列完成从迈克·霍利任首席执行官到吉姆·基尔兹上任的过渡。¹⁰在此之前不久的2000年年末，巴菲特一改以往事不关己高高挂起的作风，在可口可乐新上任的首席执行官道格·达夫特准备并购桂格燕麦的时候，作为董事会成员出面阻止了那次并购。巴菲特是董事会成员中少数几位有决议权的董事。可口可乐新上任的首席执行官是否可以创造一番成绩还有待时间去见证，当然，换汤不换药不会对股价带来什么正面的影响。

巴菲特2001年参加太阳谷年会是又一次重磅出击。但是，湾流豪华公务机沿山形滑翔降落到黑利机场后，纷纷奔向太阳谷酒店的公司高管们都心事重重。谣言正在四处漫延，多数谣言是关于AT&T还击康卡斯特电信公司对电缆产品的恶意出价的。

太阳谷酒店前面的草坪上第一次支起了密密麻麻的电视新闻采访棚，似乎那里在拍电影：闪光灯、反射板、制片人、摄影师、助理、化妆师和记者全部到位，全副武装准备采访各位首席执行官。就是这些记者们助长了谣言的四处传播。达克庞德的摄像机从来没有停止工作，发言过后记者们不顾发言人的情绪疯狂拍照。他们追着采访自己认为与相关事件有关的公司人员。

星期五下午，84岁的凯瑟琳·格雷厄姆玩儿了一会儿桥牌后想安静一下，就开着那辆小型高尔夫球车回到她的公寓——她一直喜欢开着高尔夫球车在太阳谷各处走动。凯瑟琳个头很高，身材苗条，两臀都做过手术，走起路来有点儿不协调。人们注意到她有些疲劳，精神欠佳，但是她一直说今年的年会是自己最开心的时候。她和儿子唐共同经营的公司得到巴菲特的指点，在报业利润急剧下滑的时候，该报因在财务方面和新闻报道方面的成功居然成为公认的行业偶像。凯瑟琳总是非常高兴看到许多她喜欢的人齐聚到艾伦会议中心。人们事先为她安排了一位随行助理，但是她性格刚毅坚决反对，所以大部分时间不是唐就是巴里·迪勒搀扶着她（美国网络公司董事长巴里·迪勒是她的好朋友）。然而，此时此刻她却是一个人。

苏茜和母亲在车里看到了凯瑟琳，就把车开到了员工停车场。凯瑟

琳没看到她们，但是她们可以看着凯瑟琳走上通向公寓的四个台阶。那段时间凯瑟琳在服用抗凝血药物，如果摔倒极有可能引起出血。她们看到她靠着栏杆，有点儿发抖，所幸站在栏杆内侧才没有摔倒。¹¹

在“野花公寓”的露天平台上，就是面朝高尔夫球场和山脉的凯瑟琳·格雷厄姆下午时分经常坐在那里浏览《华盛顿邮报》的平台上，时装设计师黛安娜·冯·弗斯滕伯格为凯瑟琳特别举办的年度女士鸡尾酒会照例进行，这场鸡尾酒会已经成为太阳谷的一大传统。苏茜带来了喜诗棒棒糖，大家都围着凯瑟琳拍照，嘴里含着棒棒糖。¹²过了一会儿，唐纳德·基奥以及黛安娜的丈夫巴里·迪勒、新闻集团的首席执行官鲁珀特·默多克和其他几位男士猛然走进聚会，唐·格雷厄姆也在其中。

星期六破晓时分，大家纷纷坐在椅子上等待英特尔的总裁安迪·格鲁夫首先发表关于“网络稳定性”的主题演讲。随后，黛安娜·索耶主持召开座谈会，依次邀请eBay的梅格·惠特曼、索尼的首席执行官霍华德·斯特林格先生和美国在线-时代华纳的史蒂夫·凯斯谈一谈关于“美国的脉搏：我们如何去寻找”这一问题。太阳谷此时的情景仿佛中学里的自助餐厅，记者们用摄像机记录了这一刻，他们一致传出谣言声称美国网络公司或美国在线-时代华纳、迪士尼、有线电视服务公司或者所有这些公司将与AT&T有线电视及宽带部门联手。¹³在座的许多人都希望那些电视棚消失。

黛安娜·索耶主持的座谈会结束后，接下来发言的照例是巴菲特。2000年3月的市场高峰过后，股票市场损失逾4万亿美元。¹⁴网络公司的失业人数至少达112 000人。¹⁵同时，幸存的互联网公司也进入了青春期。有人非常肯定地推测，巴菲特不会再认为网络股依然被高估。人们希望巴菲特不像以前那样悲观，可以变得宽容一点儿。

然而，巴菲特向在座的人展示了一幅曲线图，说明市场价值依然高于实际经济水平的1/3。这显然远远高出巴菲特认为可以买进股票的标准，而且也是现代历史上的市场巅峰时期——胜过1929年那场严重的市场泡沫。实际上，巴菲特的曲线图表明目前的经济水平虚高几近一倍，或者可以理解为市场价值依然会下跌一半。¹⁶他告诉人们尽管市场经历两年严冬，尽管纳斯达克交易量跌了超过一半，他还是不会买进。他预期的股票市场（包括红利在内）的年均增长只能达到不足7%的水平，而且可能在未来20年持续如此。¹⁷7%的预期数字只比他在两年前的预期高出一个百分点。这是令人沮丧的消息，尤其是对巴菲特本人——71岁生

日庆祝在即——而且对他希望保持的以往的纪录也没有什么积极作用。

“这不应该是市场的情况。”他说，“但是，这就是市场目前的情况，而且还是人们应该牢记于心的。”他接着通过幻灯片打出这样一句话：

不能持久的事物终将灭亡。

——赫布·斯坦¹⁸

在座的许多人一脸严肃、深受震惊——但是都记住了他的一席话。“人们还是得听巴菲特的。”亚马逊的首席执行官杰夫·贝佐斯说。亚马逊公司的股价从兴盛时的每股113美元下跌到每股17美元。“他讲的一些事情确实让人痛心，但是，上帝做证，他就是一个精灵，从来都是正确的。”¹⁹

巴菲特的一席演讲引来众多恭维，午餐时分，就在赫伯特·艾伦公寓后面的帐篷下面人们纷纷对他表示祝贺。大概有100人参加了这次午餐聚会，格雷厄姆母子也在其中。巴菲特和墨西哥总统比森特·福克斯坐在一起——他认为福克斯是一位“资深的可口可乐人”，而且对经济有着深刻的见解。²⁰后来，巴菲特又去打高尔夫球。

凯瑟琳·格雷厄姆开着她的高尔夫球车到桥牌室玩牌。过了一会儿，她说有点儿不舒服，要回自己的房间去。她打电话告诉助理她要回去了，她的助理就留在赫伯特·艾伦的公寓等她，而她的公寓就在隔壁。然后，她一个人走向高尔夫球车，独自开着车返回公寓。

她的助理隔几分钟就向窗外望一次。终于，助理看到凯瑟琳的高尔夫球车到了，但是凯瑟琳已经下了车，于是助理飞快地跑出去，结果看到凯瑟琳倒在了公寓门前靠近走廊的台阶上。助理冲过去，弯下腰和凯瑟琳说话，但是没有任何反应，于是开始大声叫赫伯特·艾伦出来。²¹几分钟后，急救人员赶到的时候，唐·格雷厄姆也急匆匆从高尔夫球场返回。他需要有人帮忙一起面对母亲的突发病情，就要求巴菲特同去医院。但是巴菲特承受不了这种悲伤的情绪。²²于是格里菲思·哈什，一位优秀的神经外科医生——eBay首席执行官梅格·惠特曼的丈夫，和唐一起去了距离只有10分钟车程的、位于凯彻姆的圣路克斯医院，以帮助诊断CAT检查结果。²³

苏茜开着车去医院陪唐和赫伯特·艾伦，她非常清楚谁也指望不上她的父亲来帮助面对什么危急病情。1997年，医生诊断说苏珊需要做心导管插入手术，巴菲特就坐飞机到旧金山陪她。而中途凯瑟琳·科尔打电话说苏珊没事了，巴菲特就直接返回了奥马哈。后来，苏珊因剧痛难忍的腹腔粘连和肠梗阻多次进入急救室，1999年还接受了胆囊摘除手术，然而那些年苏珊每一次入院，巴菲特都不能克制自己的悲伤情绪到医院好好陪一陪她。²⁴

哈什医生和唐到圣路克斯医院不多一会儿，放射科医生就拿来了CAT扫描报告，哈什医生看后说：“凯瑟琳需要到创伤科治疗。”圣路克斯医院很快通过直升机把凯瑟琳送到博伊斯的圣艾尔弗雷德地区医院；赫伯特·艾伦安排了一架私人飞机——空间只比割草机稍大一点，由两位穿着牛仔裤和T恤的年轻人驾驶——把唐和苏茜送到了博伊斯。

这一切发生的时候，巴菲特悄悄回到了自己的公寓。那天苏珊早早就离开了，去希腊参加一个婚礼，对这儿发生的一切一无所知。彼得和珍妮弗、豪伊和德文还在太阳谷，彼得和豪伊只是路过。然而每次在这样的時候，巴菲特都不会自然调整自己的悲伤情绪，和儿子们直率地沟通。沙伦·奥斯伯格不在太阳谷，当然阿斯特丽德也不在。妻子和女儿此时同样不在身边，于是盖茨夫妇、罗恩和简·奥尔森还有苏茜的男朋友陪着巴菲特等待凯瑟琳的治疗情况的消息。大家的任务就是和巴菲特随便闲聊，帮助他分散注意力，而且闲聊的时候都避免提到凯瑟琳。苏茜从博伊斯打来电话告诉巴菲特，凯瑟琳马上要进行手术了，但是没有别的信息。²⁵

凯瑟琳进了手术室，不久手术结束。大概午夜时分，哈什医生告诉唐和苏茜情况不太好，凯瑟琳需要再进行一次CAT扫描检查。他们把病床推进了手术室，把凯瑟琳的手表交给了苏茜，苏茜觉得心里猛地震动了一下。²⁶

大约凌晨两点，由于一直没有更多消息从博伊斯传来，巴菲特决定去休息。其他人也都离开了房间。

大概90分钟后，医生们把凯瑟琳推到重症监护病房。“我们真的无能为力了。”他们说。苏茜打电话叫醒了父亲，她告诉父亲召集大家坐飞机到医院去。巴菲特于是叫醒了大家，组织大伙儿出发。

几小时后，飞机在博伊斯落地，巴菲特打电话给苏茜说他觉得自己去不了医院。苏茜对父亲说必须到医院去，唐非常难过，需要他到医院去，即使凯瑟琳没有意识，看不到他，也会感觉到他的到来。巴菲特勉强同意前去。

到了医院后，女儿在楼下的走廊里等巴菲特。她知道此时的父亲非常难受，必须有人耐心地帮助他面对眼前的一切。“您必须上去，”她坚持说，“您必须去的。”她带着父亲来到了重症监护病房，病房里唐·格雷厄姆孤独地坐在那里陪着母亲，通红的脸上挂满泪水。凯瑟琳面色苍白，没有一点儿意识，身体连着许多监视仪器，监视仪器不时闪烁出点点亮光，发出轻微的响声。凯瑟琳的嘴上戴着氧气罩。巴菲特和唐紧紧拥抱，两人都呜咽着。随后拉利·韦茅斯——凯瑟琳的长女也是唯一的女儿来了。最后，苏茜陪着父亲来到楼下。凯瑟琳的病房此时不需要他们。凯瑟琳的孩子们陆续来到博伊斯后，巴菲特父女就坐着飞机，带着悲伤的情绪回到了奥马哈。²⁷

两天后，他们接到电话得知凯瑟琳去世了。巴菲特事先就和拉利说过他不能在凯瑟琳的葬礼上发言，他愿意和比尔·盖茨一起做迎宾人员。在家里，阿斯特丽德照顾他的生活起居；在办公室，他就不停地工作。不工作的时候，沙伦和他一起打桥牌，或者玩电脑直升机游戏，再或者做一些其他事情，以减轻凯瑟琳的去世带给他的震惊和恐惧。那么突然、在那么一个欢乐的场合；事发的时候他不在场；救护车、直升机、苏茜打电话讲述手术的事情；坐在公寓里等候，午夜电话响起，一路紧张地飞往博伊斯；在病房看到凯瑟琳静静地躺着，面色苍白，呼吸微弱；控制力很强的唐·格雷厄姆当时那么无助；离开从此永别的凯瑟琳回家时的一路痛苦；电话得知她去世了；苏珊一直不在他身边。再也见不到凯瑟琳了，再也没有凯瑟琳的聚会了，永远没有了。

然而，凯瑟琳·格雷厄姆去世后的第二天，巴菲特还是按照计划来到佐治亚大学特里商学院进行了一次演讲。他穿着笔挺的灰西服走上台，看起来有些不太自然，声音略带嘶哑。“现在试音，100万、200万、300万。”他对着麦克风说。这样的开场往往会引起台下一片笑声，今天也不例外。而不同以往的是，他又讲了几个内布拉斯加的足球笑话，引得观众咯咯直笑。

随后，他转入正题。“人们总会问我应该选择什么样的工作，我就说要为自己最崇拜的人工作。”他奉劝大家不要浪费时间和生命，“只是因

为有人看好你的简历就频繁跳槽是不理智的做法，就像老了才去考虑两性生活一样。做自己喜欢的工作，为自己最崇拜的人工作，就是为自己创造了最佳机会。”

大家问他曾经犯过哪些错误。他说首先就是伯克希尔-哈撒韦花了20年时间努力复兴一个破败的纺织工厂。其次是美国航空，巴菲特提到他拨打航空公司热线没有接通的事情。第三就是年轻的时候一直在想办法买进辛克莱尔加油站。他算了算，那次错误带来的损失有60亿美元，就是说，他投入的那些钱完全可以用来赚到60亿美元。

但最折磨人的错误还是那些本该去做而没有做的事情，他告诉大家，而且只提了一件这样的事情——没有买FNMA的股票，FNMA即联邦国家房贷协会。他说目前为止这项投资失误引起的损失达50亿美元。其实还有其他的：错过了汤姆·墨菲曾竭力要卖给他的电视台，没有投资沃尔玛。他解释说，没有抓住机会，错过了本该去做的事情就是因为自己向来谨慎从事。

巴菲特此前也多次提到过自己的错误，但是，在提到那些本该去做而没有做的事情之时，从不涉及工作之外的事情。个人生活中这样的错误——疏忽遗漏、坐失良机——同样时有发生，也是压力带来的副作用，但只有非常了解他的人才不会知道这些，他只是偶尔与他们提及自己的这些错误。

他向学生们解释了投资的“20个孔眼”法。他说：“假设你的一生有这样一张卡，上面可以打20次孔，一次财务决策打一个孔，这样你就会努力抗拒各种诱惑，不草率行事，并能做出一个个明智的重大决策，从而变得非常富有。”

他自己的生活就是这样，变数极少。一栋房子，与妻子相伴50年（后来一直与法纳姆大街的阿斯特丽德相伴），对买卖房地产、艺术品、车辆和其他财富都没有兴趣，没有频繁辗转于各地，也没有在职业生涯中变幻无常。这部分是个性使然，还有就是习惯使然，也是诸多事情自然发展的结果和一种惯性形成的智慧。有幸成为他的朋友便是他一生中永远的朋友，任何破坏这种永恒的事情都让他无法面对。

几天后，警察一早就开始对华盛顿国家大教堂附近的街道实施戒严，因为教堂要举办重要的活动，这一天大教堂在蓝天的映衬下格外壮

观。²⁸电台工作人员开始忙着拍摄这次乐队参与的重大活动，乐队的服饰是参加国家元首葬礼的着装。上午时分，接送《华盛顿邮报》员工的几辆客车先后到了，接送参议员的蓝白条相间的客车也到了，从小汽车和高级轿车上下来的人纷纷涌入大教堂。教堂的前排坐满了显要人物，有比尔·克林顿和希拉里·克林顿、琳恩·切尼和迪克·切尼。教堂里无处不是知名人物：最高法院法官鲁思·巴德·金斯伯格和斯蒂芬·布雷耶，知名记者查理·罗斯、汤姆·布罗考、迈克·华莱士和特德·科佩尔，《今日美国》的阿尔·纽哈思，美联储主席艾伦·格林斯潘和他的妻子，编辑蒂娜·布朗，参议员特德·肯尼迪，国会代表伊兰诺·霍姆斯·诺顿。²⁹成百上千人随着国家交响乐团和肯尼迪艺术中心歌剧厅乐团的铜管重奏列队穿过巨大的铜门进入教堂，这次聚会是该教堂有史以来接待人员最多的一次。

30

从教堂中殿那边起，站着几千名穿着黑色西服和白色衬衫的男士，形成了蒙德里安式的背景幕，他们的前面是身着黑白方格衣服的女士们。有的女士穿着犬牙花纹的衣服和卷曲的泡泡纱；有的身着一袭精致黑色套装，配着白色棉衬衣；有的穿着无袖紧身连衣裙，或者穿着小外套，或者索性裸露着手臂；有的穿着白色的裙子和黑色的毛衣；有的穿着黑色的夹克衫和点缀着瑞士风格的黑白斑点的裙子。她们戴着黑色的小帽子，编织得非常精心，黑色的草帽上配着一层向下倾斜的面纱，非常符合阿斯科特城女士日的气氛。大教堂成了珍珠的海洋，有的小如芝麻，有的大如瓶塞。女宾们有的手腕上、脖颈上、耳垂上镶嵌着大小各异的黑白珍珠，有的佩戴着长串珍珠。每一个细节都是为了表示对一位女士的悼念，她让世界敬畏多年，对她一生的总结和悼念已然成为一次最为盛大的、全国性的、最后的黑白舞会。

追思仪式开始后，巴菲特和盖茨悄悄在梅琳达旁边的长凳上坐下。音乐响起，历史学家阿瑟·施莱辛格首先发言，而后发言的是亨利·基辛格、本·布拉德利和凯瑟琳·格雷厄姆的孩子们。最后，前议员约翰·丹福斯布道，他认为尽管凯瑟琳·格雷厄姆从来没有对宗教进行过多少评价，但是她的生活方式犹如一位信徒。“她是全球公认的最强势的女性，但是她自己没有这样认为。”他说，“特别是在华盛顿，许多人趾高气扬，但是凯瑟琳没有……自私不能战胜生活，成功属于献身于事业的人们。‘满招损，谦受益’，现实确实如此。这是我们每个人应该学习的一课，而凯瑟琳·格雷厄姆给我们上了生动的一课。”

巴菲特带着一脸悲伤挨着盖茨坐下后，梅琳达伸手擦去了眼泪。穿

着黑白长袍的两支教堂唱诗班唱着莫扎特的曲子。抬棺的人小心地抬起棺材，沿着走廊走去，大家一起唱着《美丽的亚美利加》。家人跟着走出大教堂，来到与凯瑟琳·格雷厄姆的住房隔街相望的橡树丘墓园，她将与已故的丈夫一同埋葬在这里。

下午早些时候，400多人坐车绕环形公路来到了凯瑟琳·格雷厄姆的住处，纷纷走进后花园，她的孩子们和孙子们都站在那里接待客人。在帐篷里的自助餐会中有三明治、切片火腿和里脊肉。人们绕过游泳池来到房子里追忆这里曾经发生过的点点滴滴。人们在里根总统曾弯腰捡起自己散落的冰块客厅里驻足；最后一次凝视图书室的书籍和饰物，格雷厄姆曾坐在这间图书室里斟酌是否报道五角大楼文件；人们在金色餐厅圆桌旁边的墙上摆放的拿破仑时代的瓷器前驻足，这间餐厅曾经接待过从肯尼迪时代到克林顿时代的历任美国总统。从杰奎琳·奥纳西斯到戴安娜王妃，只要是凯瑟琳·格雷厄姆发出邀请，他们一定赴约。³¹这座房子本身就代表着一段历史。

巴菲特最后一次环视凯瑟琳的房子，记住了这里的一切，但是他没有久留，早早地就离开了凯瑟琳的房子，而且永远不会再回来了。³²

下午的时间慢慢过去，凯瑟琳·格雷厄姆的朋友们和仰慕她的人们开始慢慢散去。人们依依不舍地走过长廊，走过她生前经常宴请朋友的房间，走过花园……缓缓地，极不情愿地告别最后一次凯瑟琳的聚会，最后一次踏上通向停车场的铺满石子的小路。

奥马哈，2001.7~2002.7

巴菲特独自飞回内布拉斯加。除了睡觉之外，他每一分钟都忙于各种各样的事情，读财务报告、《金融时报》、《纽约时报》、《华尔街日报》，看CNBC的电视节目，接电话；晚上不工作的时候就打桥牌，有时也在线浏览新闻，再有就是玩电脑直升机游戏。

一周后，有一次他在电话里痛哭流涕，泣不成声，哽咽得上气不接下气，悲伤的情感如洪水决堤般喷涌而出。

发泄过后，他努力调整自己的情绪，继续接电话。他后悔自己没有去凯瑟琳的葬礼上发言。工作努力、台上讲话自如洒脱的巴菲特认为自己应该在凯瑟琳的葬礼上为她送上一份祝福，所以更多的是遗憾，这种想法反复缠绕着他。

“如果那天我一直和她打桥牌，她可能不会摔倒。”后来巴菲特伤心地自责，“我就会开着她的高尔夫球车亲自送她回去，她可能不会死。”

但是，凯瑟琳可能还是会要求自己走上台阶，没有人知道她的死是因为摔倒中风，还是因为中风摔倒。

然而，巴菲特还是觉得自己错失了机会，因此备受折磨。有时候他甚至觉得如果他一直陪着凯瑟琳，无论如何也会让她安全的。

几周过后，只要提到凯瑟琳的去世，巴菲特还是不由自主地伤心落泪，必须停下来调整情绪。然后，就像摩托车转了个弯重新启动一样，他又开始继续谈论别的话题。

8月份，许多事情帮助他从悲伤中解脱出来。他开始规划9月份将进行的第十届（即最后一届）奥马哈慈善高尔夫球锦标赛，并盼望着10月去法国比里亚茨举办巴菲特集团会议。这段时间，他还飞到怀俄明州的科迪，和苏珊在赫伯特·艾伦的J9农场过了一个长长的周末，农场位于北福克。

巴菲特宁愿看一部西部电影也不愿意在东部风格的农场闲逛。在太阳谷年会的时候，他就和自己能够谈得来的朋友在一起打发时间。而这次在科迪，他和苏珊过了一个悠闲自在的周末，和他们一起过周末的还有媒体大亨巴里·迪勒和妻子黛安娜·冯·弗斯滕伯格，唐纳德和米基·基奥，电影导演迈克·尼科尔斯和妻子，新闻播音员黛安娜·索耶，制片人悉尼·波拉克，影星坎迪丝·伯根，英特尔的首席执行官安迪·格鲁夫和妻子伊娃等人。

巴菲特夫妇那天晚上到达的时候已经很晚了，就在中心酒店旁边的雪松小木屋住下了。第二天早餐的时候他们向已经到来的客人问好（巴菲特的早餐通常就是前一天晚上没有吃完的点心）。这一天还有很多客人到达，而巴菲特这一天的其他时间则在酒店或者小木屋看书、玩儿电脑桥牌、看艾伦特意从网上给他打印的新闻。一些客人骑着艾伦农场的马沿着峡谷去看大角鹿和小鹿，一些客人骑着山地自行车去探险，还有的在流经农场的河里钓鱼。巴菲特没有参加所有这些活动。晚饭的时候他出现在酒店大长方形餐桌旁边，客人们也都坐在那里，周围是黑色的皮质家具和带有浪漫色彩的乡村风格油画，油画都是著名画家托马斯·哈特·本顿和弗雷德里克·雷明顿的作品。巴菲特主持了一次餐桌沙龙，话题涉及政治、金融和全球时事。客人们享用鱼肉、鸡肉、野味和沙拉的时候，科迪的厨师也在大口吃肉。¹

晚餐后，艾伦的朋友阿尔·奥霍乐弹起了钢琴，客人们一起看着坎迪丝·伯根的歌曲集唱歌，格什文、欧文·伯林和科尔·波特轮流领唱。苏珊照例进行独唱。巴菲特弹奏夏威夷四弦琴，和往年一样唱《The Hut-Sut Song》^[1]，电影制片人悉尼·波拉克和巴菲特一起唱——这首歌总是让大家产生一种害怕心理，这反而让更期待表演这首歌。

Hut-Sut Rawlson on the rillerah and a brawla , brawla sooit.
Hut-Sut Rawlson on the rillerah and a brawla sooit.²

从科迪回来，巴菲特的假期就结束了。距离他的生日还有几周，表面上看他并不关注生日，其实他内心非常担心生日的到来。每年生日之前的一大亮点就是提前几周就有大量来自朋友们（或者说，更多的是来自陌生人）的贺卡、礼物和信件纷纷飞到基威特大厦。巴菲特对此并不厌倦，但是要通过生日礼物让一位亿万富翁（不希望自己又老一岁，不在乎任何财产的人）高兴却不是一件容易的事情。然而他感谢所有的贺

卡和来信，回忆起过去生活中点点滴滴的所有祝福都让他感动。另外，他现在有太多的可口可乐纪念品、内布拉斯加足球招贴、旗帜、被子、拼贴画和其他礼物以及他和一些知名人士的合影，所有这些东西足以摆满基威特大厦的一层走廊。他的生日确实非常低调，通常只是和家人以及几个朋友在橄榄园这样的餐厅一起吃顿晚餐。

巴菲特71岁了，他不相信自己已经71岁了。在40岁、50岁、60岁和70岁生日到来的时候，他同样不相信自己当时的年龄。但是今年尤其不愿意提到自己的生日，因为凯瑟琳去世后，他不愿意面对任何让自己意识到时间飞逝的事物。

所幸，奥马哈高尔夫球锦标赛——由巴菲特赞助、各类当地机构受益的年度赛事就在他生日过后不久进行，让他有机会调整一下情绪。公司首席执行官、各界名人、朋友、亲戚以及所有巴菲特认识和欣赏的人，都来到奥马哈乡村俱乐部参加高尔夫球和网球比赛。³前来参加这次活动的客人是巴菲特用心挑选的，就像挑选股东、挑选有资格参加奥马哈股东大会的成员、挑选巴菲特集团的成员一样。随着比赛日期的一天天临近，员工们忙着修订客人名单、安排接机以及俱乐部高尔夫球手的餐饮娱乐。巴菲特愿意了解每一个细节：邀请了哪些客人，某位客人此前曾经来过几次，谁第一次前来参加比赛，这次比赛可以筹集多少钱。

许多客人都参加了星期一晚上在奥马哈乡村俱乐部举办的晚餐聚会，奥斯卡奖得主、词曲作家马文·哈姆利施出席了晚餐聚会。⁴每年他都坐在钢琴旁边，应人们要求即兴编写个性歌曲。

马文没有打高尔夫球，几年前来参加锦标赛，他喜欢苏茜，苏茜也喜欢他。他说：“你为什么不让我在前一天晚上为提前到来的客人进行一次小小的表演呢？”这一定会是高尔夫球锦标赛最精彩的部分。你说：“我希望选择三号木杆不会再打出该死的左曲球。”这就可以是一首歌。人们认为这是胡乱编造，其实不是。如果你说“我不相信自己的岳母会偷餐厅的糖包”，30秒后，他就会奏出一段小调，和着这句词儿。

第二天碧空万里。大约8点的时候巴菲特的电话响了，是德文·斯珀吉翁打来的，她是《华尔街日报》的记者，负责报道伯克希尔-哈撒韦。“哦，天哪，沃伦，快看电视。”她说。巴菲特打开新闻频道。电话

两头，他们都看到了一场可怕的“飞机失事”。镜头转向了世贸中心的北楼，大厦顶层在巨大的火焰吞噬下倾倒。镜头又转向一架飞机，环绕大厦顶部，随即撞向南楼的一侧，爆炸后升起一团蘑菇云火焰，犹如原子弹爆炸一般。新闻频道开始重复播放这些镜头的时候，他们都静静地看着：飞机转向，撞向大楼。“德文，”巴菲特说，“世界变了。”巴菲特开始询问德文办公室的情况，她的办公室距离芝加哥的西尔斯大厦两个街区。“听着，”他说，“那不是个安全的地方。《华尔街日报》在纽约的总部位于世贸中心对面。那里的员工必须立即疏散，同时跟踪报道该事件。”通过这番对话，斯珀吉翁可以感受到巴菲特思维活跃，他进入了一种最理智的处理问题的状态。⁵

他挂上电话的同时，美国联邦航空局已经发出通知，暂停美国所有航空公司的航班起飞。几分钟后，美国航空77号航班撞向五角大楼。之后大约15分钟，也就是白宫开始疏散工作人员的时候，巴菲特已经根据来自各方的信息，对自己的工作做出安排。他给通用再保险公司打了一个电话（他应该在第二天去通用再保险公司），他说如果机场开放，航班恢复正常，就计划飞到康涅狄格州亲自到通用再保险公司。⁶在康涅狄格州相邻而居的通用再保险公司和阿吉特·贾殷管理下的伯克希尔再保险公司都是承保恐怖主义损失的国际门户。巴菲特此时与他们会面是为了在紧要关头和几位经理一起商讨如何面对这次突发的重大事件。

就在巴菲特考虑通用再保险公司的赔付计划之时，世贸中心南楼内部起火倒塌，五角大楼的一角倒塌。几分钟内，美国联合航空公司93号航班在宾夕法尼亚州尚克斯维尔附近坠毁。接下来的半个小时，政府大楼的人员纷纷疏散，世贸中心北楼倒塌。纽约股票交易所关闭，曼哈顿区的市民冒着呛鼻的烟雾，踩着满地的碎片纷纷撤离。

在奥马哈高尔夫球场的每一个人都因此受到了影响，幸好影响不是很大。许多人的朋友、亲戚、邻居或工作上认识的熟人在世贸中心工作。高尔夫球场的工作人员耐心满足大家此时的需求，帮助人们做一些具体的工作。安·塔特洛克、诚信信托公司首席执行官那一天后来就一直待在酒店客房不停地打电话，丰信信托公司总部就在世贸中心。⁷大约100名丰信信托公司员工失踪。当然，伯克希尔-哈撒韦的员工同样遍布全美各地，巴菲特经过一番询问得知伯克希尔-哈撒韦没有人员损失——损失的只是钱。

一些人决定马上离开，但是所有机场关闭，大家要离开也不是一件

容易的事情。有几位租车走了，更多的人留了下来，一些人是因为不愿意让巴菲特觉得没面子，更多人是因为别无选择。⁸事发后，电台评论员拉什·林博正在前往那次锦标赛的路上，中途他就掉转飞机，回到纽约。

9

这一系列重大事件发生的时候，巴菲特的工作依然按计划进行，即使在极端恶劣的工作环境下他也能顶住压力。他完成了对一家小公司的并购，此前已经开始进行相关并购工作。而后，按计划参加了与家得宝公司总裁鲍勃·纳德利的会议。¹⁰接着，他来到奥马哈高尔夫球乡村俱乐部，100多人在那里徘徊，饿了就吃汉堡和冰激凌。巴菲特告诉大家比赛还是按计划进行，但是大家可以根据自己的实际需要自由安排。客人们在俱乐部进进出出，有的去打电话，有的去看电视新闻。当地的高尔夫球专家托尼·佩萨文托和加里·维伦在午餐后为大家教授高尔夫球课程，这次锦标赛离奇地进行着。巴菲特开着自己的高尔夫球车，按照规划好的路线在各个开球区停车，下来和大家合影。¹¹比赛进行得异常平静，就像珍珠港袭击当天的名人高尔夫球锦标赛一般。其实，包括巴菲特在内，只有少数几个人对珍珠港事件及其影响有些印象。前来参加这次高尔夫球赛的人不是非常容易激动，其中许多人都是叱咤风云的商人，对压力习以为常，他们是面对灾难镇定自若的一代，压力对他们来说就像每天上班要穿西装系领带一样平常。

巴菲特扮演起政治家的角色，泰然自若地处理着一切。即便如此，他的大脑还在分秒不停地考虑恐怖主义的威胁和大规模杀伤性武器的巨大破坏力，以及这一切可能对经济带来的影响。

因为一直都在考虑恐怖主义的风险，所以他对突然发生的一切早有心理准备。早在5月份，他就告诉通用再保险公司和伯克希尔再保险公司在业务方面缩减恐怖主义风险集中的大厦和客户，他的思维同往常一样精明地预见这次灾难的降临。他确实曾经以世贸中心为例说明一个客户大量集中的大厦可能产生过多风险。¹²20世纪90年代末恐怖主义的威胁不断上演，千禧年之初的恐怖袭击根本没有悬念可言。然而，巴菲特保护伯克希尔再保险公司躲过危险的努力完全是有先见之明的，它可能是保险行业唯一一家对恐怖袭击有所防备的公司。¹³

巴菲特一整天都在考虑那天晚餐后的演讲该说什么。他知道目前已经关闭的股市在重新开盘后一定面临大跌，也意识到美国的安全就此破坏，政府日后一定得面对暗中使坏的敌人。他认为自己有责任告诉人们

这一切意味着什么。

那天晚上参加晚餐聚会的人通过大型电视屏幕收看布什总统的讲话，接着听巴菲特讲述恐怖主义、恐怖主义和传统战争的比较。“恐怖主义者占有很大的优势。他们可以选择时间、地点和方式，而我们很难对付狂热分子……这一次只是一个开端。我们不知道敌人是谁。现在，我们面临的只是一个影子，可能还有许多影子没有现身。”¹⁴

从第二天一早开始，机场逐渐恢复运营，航班开始限时飞行，巴菲特一家依然忙于照顾没有离开的客人，为他们组织晚餐活动、网球和高尔夫球活动，一直忙到所有客人都离开奥马哈回到自己家中。¹⁵曼哈顿的清理工作在即，纽约市到处都是“寻人启事”。巴菲特在考虑如何通过自己在全美范围内广受认可的声誉为国家做点事情。股市即将恢复，这一次休市是大萧条之后股市经历的最漫长的一次休市。他同意和前财政部长罗伯特·鲁宾和杰克·韦尔奇共同参加《60分钟时事杂志》节目。杰克·韦尔奇当时刚从通用电气的首席执行官职位退休。在美国人看来，巴菲特是最权威的投资专家和股市专家。星期日晚上的节目中，巴菲特说他会抛售股票——如果股票持续下跌，他会考虑买进，而且作了这样的解释：他相信美国经济会克服恐怖袭击带来的波澜。那时候，沃伦·巴菲特多年来沉淀的诚实守信的声誉在股市中尽人皆知，人们知道他说什么就是什么。在太阳谷，巴菲特就说过股票价格在真正复苏之前还得下跌一半。所以，他说如果股票下跌到一定程度自己就会考虑买进，而机智的人们知道他确实会这样做——但是他们也知道“一定程度”指的是“非常非常低的时候”。

第二天，道琼斯指数下跌684点，即7%，创下了单日下跌纪录。股市重新开市遭遇重创后，美联储开始干预，将利率降低了50个基点（一半）。重新开市一周后，道琼斯指数跌破14%，创下了单周下跌纪录。然而，投资者的资产下跌幅度不到1987年下跌幅度的一半——1987年下跌1/3。交易开始后，卖方就集中关注保险公司和航空公司，这些公司的经济损失最为严重。人们现在不是在黑暗中摸索，少了许多恐慌，大家都努力对未知的情况做出理智的预测。

几天之内，经历爆炸恐慌的曼哈顿区各处都设立了安检通道，巴菲特集团到比里亚茨的行程也取消了，巴菲特和伯克希尔-哈撒韦旗下的保险公司开始评估伯克希尔-哈撒韦遭遇的损失。初步估计，伯克希尔-哈撒韦损失23亿美元，这一数据后来略有上调。¹⁶迄今为止，这次损失

远远高于任何一次地震、飓风、龙卷风或其他自然灾害给公司带来的损失。其中，17亿美元的损失来自通用再保险公司。

巴菲特忍无可忍，他专门在自己的网站发帖严厉批评通用再保险公司违反“保险业的基本规则”。在伯克希尔-哈撒韦，他从来没有对自己旗下的任何一家公司的管理进行过如此公开的批评，因此，贴在网站上供所有人浏览的内容对通用再保险公司的品牌简直就是致命的打击。现在通用再保险公司危在旦夕，以如此戏剧化的方式让巴菲特当众难堪，通用再保险公司可能将步所罗门公司的后尘——从此与巴菲特毫无干系，成就又一个警世故事。

1987年股市崩盘及后来的长期资本管理公司破产后，美联储曾在7周内进行过3次大规模的利率削减，通过低息贷款促使市场复苏。现在，为了制止恐慌，美联储又一次把利率调整到历史最低水平。美联储的作用就是确保银行体系保有流动资金。然而，这一次美联储将连续3年人为地保持低利率。¹⁷在低息贷款的推动下，恐怖袭击后一个月，股市就完全恢复，市场价值恢复到1.38万亿美元。但是剧变并没有结束，市场依然趋于紧张，部分原因是“9·11”事件之后短短几周美英入侵阿富汗引起的动荡。再后来就是11月份，一家名为安然公司的能源贸易公司在20世纪90年代末的股市泡沫中遗留的问题，以及一些在股市泡沫中被掩盖却没有根除的遗留问题开始显露。美国司法部介入后，安然公司因严重的财务欺诈而破产。

安然事件非常极端，但并不是罕见的事件。股市泡沫和高级管理人员大肆洗劫公司引发了一系列的财务欺诈和债券违规案件：世界通信公司、阿德尔菲亚传播公司、泰克国际公司、ImClone生物医药公司都涉及违规。2002年年初，纽约总检察长埃利奥特·斯皮策对华尔街的各大银行进行了一次闪电式的突击检查，这些银行在网络泡沫时代通过片面的股票调查进行高价股票交易。¹⁸投资者对各大公司提供的报表数据丧失信心后，股票和债券价值全面下滑。

伯克希尔-哈撒韦的最佳机会往往在全局动荡的时候到来，在其他公司没有远见、资源短缺和意志动摇的时候，伯克希尔-哈撒韦却独具慧眼、借机行动。“危机中大胆出手，机会无限。”巴菲特如是说。现在他的机会又来了。任何一个普通人在这样的都会力不从心，但是巴

菲特多年前就开始期待这样的机会降临到基威特大厦，所以员工们早已蓄势待发。他为伯克希尔-哈撒韦买进了大量垃圾债券，进行了一系列“烟蒂”式投资。在并购内衣制造商鲜果布衣公司的时候，有员工戏称：“我们开始服务于民众的屁股了。”¹⁹被并购的还有制造相框的拉森-尤尔公司。伯克希尔-哈撒韦旗下的子公司中美洲能源对处于混乱中的威廉姆斯公司进行投资，而且并购了该公司的克恩河管材业务。²⁰此外，伯克希尔-哈撒韦并购了加朗公司、Garanimals童装生产商，还接手了贷纳基公司的北方天然气公司（也是一家一片混乱的能源公司）。²¹几天之内，中美洲能源借给威廉姆斯公司一大笔钱。²²伯克希尔又并购了放纵大厨公司，该公司通过7万名独立的“厨房顾问”以聚会的形式推销厨具；还并购了农用机械制造商CTB工业公司；并与投资银行雷曼兄弟公司联手借款13亿美元给当时岌岌可危的可信能源公司。

阿吉特·贾殷很快开始了恐怖主义险的业务拓展，通过对航空公司、洛克菲勒中心、克莱斯勒大厦、南美炼油产业、北海石油平台和芝加哥的西尔斯大厦进行保险，填补了突然出现的保险空白。伯克希尔再保险公司还对奥林匹克的不确定风险（即奥运会被取消，或2012年前美国可能再举办至少两届奥运会）进行保险。公司还对盐湖城举办的冬奥会进行恐怖主义袭击保险，对FIFA世界杯足球锦标赛进行同样的保险。²³巴菲特此时进行的是“障碍赛跑”。

伯克希尔-哈撒韦的一些业务并不景气。巴菲特一直声称自己宁愿选择15%的随机回报也不选择10%的固定回报。业务萧条不会让他烦恼，随着时间的推移大多数公司的业务会自然好起来。然而，奈特捷公司一直没有起色，不仅仅是因为经济环境，还因为并购时该公司的独家特色已日渐淡去。从来不记得拨打航空公司热线的一些人成立公司与奈特捷竞争，尽管小型航空公司没有多大利润。巴菲特当时意识到是雄性激素促生了飞行爱好主义。“如果由女士出任航空公司的首席执行官，”他说，“我认为无序竞争的情况就会好许多。就像体育用品连锁经营行业一样，如果女士经营，体育用品的销售可能会下降到目前的1/10。”他告诉股东们奈特捷很快就会开始赢利，占领市场，但是，没有指出赢利可能不会达到预期水平，至少在近期不会。这让人失望，但还是比烧钱的纺织工业强许多。而且，奈特捷的业务非常有意思，巴菲特可以了解关于购买飞机、航班运营、航线规划、飞机保养、保险、飞行、服务乃至如何培训飞行员在内的大量细节。奈特捷是了不起的。通过奈特捷的活动，巴菲特有机会和志趣相投的人们聚会。他永远不会卖

掉奈特捷，就是全球另一位超级亿万富翁动手相夺他都不会放弃。

更严重的问题就是规模不大的德克斯特鞋业公司，它简直就是问题不断的纺织工厂的再现。巴菲特后来说并购德克斯特鞋业公司是他进行的最糟糕的一次并购，而且引用了博比·贝尔的乡村歌曲“我向来只与美女共寝，但睁开眼睛却没有美女的踪影”来描述这次糟糕的并购。²⁴巴菲特开始变革该公司的管理。曾成功经营布朗鞋业的弗兰克·鲁尼和吉姆·艾斯勒最终选择关闭德克斯特美国工厂，转到国外进行生产。²⁵他们在美国需要付1美元雇用工人干的活儿，在其他地方只需付1毛钱就可以了。

“我错误估计了那个行业的经济发展趋势。在缅因州德克斯特镇工作的人们确实技艺精湛，但就算他们干的活儿比中国工人干的强两倍，在工资上也毫无竞争力——中国工人的工资只有他们的1/10。”

然而，尽管有赚钱的机会，巴菲特还是认为“9·11”事件给他带来的最重要的机遇和赚钱无关，而是他现在有优势也有责任通过自己的舞台影响各类事件和各种理念。过去几年中金融领域滋生的傲慢情绪消失后，美国人开始清醒，不再像20世纪90年代末期那样贪婪而盲目地投机。巴菲特认为现在正是他可以提出这一观点的时候：富人非常贪婪，而且财政政策恰好满足了富人的贪婪本性。

他的正义感在布什总统的一项提案推出后被完全激发。该提案指出，新预算的核心计划就是逐步废除存在了几十年的联邦财产税，而联邦财产税是政府占有量最大的一块遗产税。支持这项提案的人把财产税叫作“死亡税”——名字不太吉利——认为死亡不应该成为需要征税的事情。他们声称财产税会挫伤努力工作的企业家的雄心壮志，并讲述了一个知名的家庭在长辈去世后，为了支付财产税卖掉了农场的故事。无疑，现实生活中确实有这样的事情，但巴菲特指出，少数家庭的不幸完全不及对所有人的影响重要。

专业地讲，财产税不是死亡税，而是赠与税。任何人在任何时候赠与大量金钱都应该交纳赠与税。²⁶赠与税妨碍了强盗资本家的利益获取。强盗资本家在19世纪通过赠与和继承遗产控制了大量的国家财富，形成了一个类似政府的集团——财阀，以财富为基础的统治阶级。然而，财产税的比例完全低于其他赠与税，大量的死后赠与其实是不收税的。巴菲特通过自己的影响力指出每年大概有230万美国人去世，只有不到5万人——2%的人——需要支付财产税，而财产税的一半是这5万

人中的3 000多人支付的——占去世人数的2%。²⁷这些人都是非常富有的一族，买得起湾流IV、新款Maybachs轿车，在法国拥有葡萄园，戴得起像棒棒糖和柠檬酸橙水果糖一般大小的珍珠。

至于说那些钱都是人家自己的，为什么不应该做自己想做的事情？为什么应该“资助”他人？巴菲特的答案是，他们应该向社会尽绵薄之力，因为是这个社会让他们走向富裕的。如果他们认为完全是自己努力让自己变得富裕，那么如果他们是出生在马里经受恐慌、食不果腹的家庭，家中有5个孩子，从小在科特迪瓦的可可园做苦工，他们还如何致富和成功？

如果取消财产税，必将有其他一些税收来填补由此产生的空白，因为政府需要同样数量的资金才能正常运转。

多年来，供应方理论一直假设减少税额可以促使政府削减开支，这样的理论源于一种直觉思维——如果说民众应该量入为出，政府为什么不呢？（当然，到2002年，民众也忙于根据当时人为降低的利率建立自己的房屋净值信贷额度，不再量入为出。）20年后供应方理论的争论同样如火如荼——政府收取的税款通常不够支付各类开支，因而通过借款弥补资金短缺。目前看来这一理论似乎更不可靠。取消财产税意味着政府必须增加其他税收甚或借钱保证各类开销，而借款的利息和总还款终归还是以更高的税收转嫁于民。巴菲特认为在联邦预算保持赤字的情况下提出削减财产税，实质就是伪善的最高境界。²⁸

如果废除财产税，普通人需要支付更高税款，而财产税向来与他们无关。废除财产税的推动力量不是在俄克拉何马城拥有一小块农场的人们——不是他们，巴菲特说真正的推动力量来自占全美人口比例很小的一小部分人，他确实认识的一些人，一些非常富有（往往是暴富）的人——在曼哈顿区拥有三层顶楼公寓的人、在迪尔谷拥有带9间卧室的木屋的人、在楠塔基特购置避暑小屋的人和在西尔斯达黎加购置公寓的人。巴菲特认为政治已经落入这样的一些人手中，他们可以在K街（游说街）拉拢说客，在议员耳边扇风，在对自己有利的时候进行政治性的捐赠。巴菲特没有责怪为自己的利益不择手段的人们，他甚至非常同情不得已而无休止地筹集资金的政府工作人员。他把这一切归罪于金钱万能的管理体制。

2001年布什总统上任后不久，巴菲特到国会大厦讲述政治竞选经费

问题，共有38名参议员听讲，他们都是民主党政策委员会人员。随后，巴菲特通过ABC的《本周》节目和CNN的《政治内幕》节目对同一话题发表了自己的看法。巴菲特指出，竞选经费体制已经腐化，当前选举参政人员的方式等同于19世纪的塔马尼派的作风，选票和权力都是完全可以销售的产品。法律的发展方向就是让富人变得更富有，可以大量持有自己的财富，可以将财富大量留给自己的后代。巴菲特称其为“富人统治、富人享受的政府”。

巴菲特指出，为了富人的利益而推动立法的说客和专业税务人员越来越多，然而没有人为占美国人口98%的民众说话。没有自己的说客，对于98%的民众来说，最好的补救办法就是明白事情的真相，放弃投票，让那些制定立法、向普通大众征税、减少富人纳税比例的人失去民心。

保罗·纽曼、比尔·盖茨、乔治·索罗斯以及为数不多的洛克菲勒家族的人、近200名其他富人和有影响的人士，联合签署了一份请愿书（刊登于《纽约时报》），反对布什政府取消财产税的计划。²⁹巴菲特本人没有在请愿书上签名，因为他认为还有许多工作要做。他认为富人非常幸运，完全应该纳税。“我不信任统治阶层。”他说。废除财产税就像从历届奥运会冠军中间挑人组建国家奥运会参赛队一样，他作了这样的补充：³⁰

对于后人，财富只是别人留下的一把票根。人们可以按自己的意愿处置财富，可以去兑现也可以随手丢掉。但是财富代代相传、让后人仅仅因为出身富贵而支配他人资源的观点，已经在精英阶层中荡然消失。

富有就应该多纳税，我不介意一定的收入水平不必纳税，也不介意高于150万美元的财产要百分之百纳税。

最重要的是问一问，“结果怎么样呢？”如果政府放弃通过财产税所得的约20亿美元，就一定会通过向普通大众征税弥补这一资金空缺。全美范围内大多数民众掏自己的口袋弥补少数人应该支付的大额财产税，美国民众为此而付出的艰辛一定让人吃惊。

我不喜欢任何实质上体现人性丑陋的事物。我不喜欢那样的纳税体系，也不喜欢那样的教育体制。我不愿意看到20%的社会底层民众越来越穷。

但是关于财产税的争论越来越激烈。人们把巴菲特形象化为体恤民情的贵族党员、富足的老鳄鱼，他全力鼓励下一代靠自己的努力成功，勇敢实践典型的美国企业家精神。³¹

“世代财富彻底改变了精英阶层，”他在给参议员肯·萨拉查的信中这样写道，“其实，分配国家资源的人是很久以前聚集了大量财富之人的后代。”³²

姑且不论这个问题有多敏感，首先是巴菲特个人的资金问题激起了关于财产税的争论。一些人声称像巴菲特这样的富人都偷税漏税，因为他们通过纳税很少的投资聚集大量资金。但是如果说巴菲特投资是为了偷税漏税，那和说婴儿喝水是为了用尿布一样荒谬。其实，是巴菲特第一个提出投资税率太低，有失公平。而且，巴菲特将争取税收公平视为自己的第二事业。他总是把自己的税率和自己秘书的收入税率进行比较，指出秘书所付的收入税率高出他的水平，这是不公平的，导致这一现象的原因就是他的大部分收入是投资所得。

巴菲特激怒了所有的富豪和准富豪，但是他的诚信在其他人心目中达到了最高境界。巴菲特发誓继续反对废除财产税，而且会坚持多年。在2003年伊拉克战争第一次交火的前几天，他在面向民主政策委员会的一次发言中再次提出了这一问题。他说布什总统计划降低利息税的做法就是“向富人提供更多的阶级福利”。他通过《华盛顿邮报》再一次指出他的税率低于他秘书戴比·博赞科的税率。保守派对巴菲特的人民党员作风的反应更是简单粗暴。“百万富翁们对沃伦·巴菲特背叛他们的做法非常恼火。”有人这样说。³³

当然，那是别人的观点。巴菲特认为美国从来就不是这样一个国家：有钱人永远是不断为自己积蓄大量财富和权力的“阶层”。

然而，“9·11”事件之后股市继续上涨已经使有钱人更有钱。每天都会出现大量的新型对冲基金。人们借助美联储规定的低利率大肆从事杠杆操作。许多人利用股票期权，通过向私募股权基金、对冲基金和组合型基金的投资人收取高达22%的管理费和佣金来迅速敛财，亿万富翁就像扔在垃圾桶旁边的浣熊一样随处可见。新经济环境下催生的大量神来之“钱”让巴菲特觉得不安，因为资金只是大量从投资者转向经纪人，没有产生任何效益。普通投资者依然——当然——只是得到普通的收益，但是一切费用都没有少。

巴菲特最不赞同的让富人更加富有的方式就是授予股票期权——自从他对所罗门公司的综合工资提案投票否决以来，再没有其他董事会邀请他参与薪酬委员会的工作。可口可乐公司2001年给道格·达夫特的股票期权共65万股。达夫特最先要求的股票期权只有在收入增加15%~20%的情况下才能兑现。股东们起初同意了达夫特的要求，巴菲特当时没有发言。不过，这一切也不会发生。一个月后薪酬委员会才意识到预定的收入增幅永远不会实现。他们收回了先前的承诺，把收入增加比例降低到11%~16%。³⁴就像在马拉松比赛中将终点提前到19英里处一样。巴菲特完全不能相信——股东们一直在支持26英里的比赛，到颁奖的时候才知道居然是19英里的比赛！这是又一次支持富人的投票行动。迄今为止，达夫特没有什么卓越的成就，可口可乐公司的股票也没有什么长进。看着大量的股票期权无序增长，巴菲特认为必须抓住自己期待已久的机会——彻底终结虚假的股票期权会计方式。

经理人认同股票期权，因为会计历史形成了一个奇怪的规则，就是如果公司通过股票期权支付员工薪资，而不采用现金，就不计入公司成本，仿佛股票期权根本不存在一般。在“现实”中，私营公司很快就意识到这种观点的荒唐无稽。就连小贩、面包师和蜡烛制造商让与股票期权（比如20%）时，也知道自己让与的是大量的利润。

但是会计规则把股票期权作为闲钱。这样，20世纪90年代末开始出现了大量的红利收益。1980年，非常普遍的就是公司首席执行官的所得是普通蓝领工人的42倍。20年后，这一比例增加到超过400倍。³⁵收入最高的首席执行官可以得到10亿美元年薪。2000年，花旗集团的桑迪·韦尔收入1.51亿美元。通用电气公司的杰克·韦尔奇收入1.25亿美元，甲骨文的拉里·埃利森收入9 200万美元。尽管苹果公司的史蒂夫·乔布斯从1997年到1999年只拿1美元的薪水，但是他在2000年持有8.72亿美元的股票期权——还有价值9 000万美元的湾流豪华飞机。³⁶

当会计行业努力在20世纪90年代初开始改变这些规则的时候，以硅谷为代表的美国公司纷纷斥责议会、拉拢说客、赞助竞选活动，恳求代表们让他们免受糟糕的新会计规则的困扰。直到2002年经济泡沫破裂之前，他们一直成功地阻止了那些规则对自己的影响，而且险些取消制定会计规则的财务会计准则委员会。

巴菲特从1993年开始对股票期权进行评论，现在进行变革的时机终于成熟。他在《华盛顿邮报》发表了重要评论《股票期权和常识》。³⁷

“首席执行官知道他们的股票期权值多少钱，所以才为得到股票期权而抗争。”他写道，而且再次提出了此前已经提到的问题。

“如果股票期权不是一种薪酬，那么是什么呢？”

“如果薪酬不是一种开支，那么是什么呢？”

“如果在计算收益时不把开支考虑进去，那么要把它们计算到哪里去呢？”

在2002年7月的太阳谷年会中，关于股票期权话题的讨论非常热烈。巴菲特凭借自己的影响力，努力推行自己的观点，大大打击了支持股票期权的游说团。当时气温比往年高很多，汗流浹背的各界名人和公司高管纷纷坐车去水上漂流，躲避酷热下的煎熬。

巴菲特抵达太阳谷不久就只身去了一些地方，但没有去他需要别人帮助才能面对的那个地方。凯瑟琳·格雷厄姆的公寓就在赫伯特·艾伦的公寓隔壁，那里是人们参加各类活动频繁经过之地。可口可乐公司马上要在艾伦的公寓召开董事会会议，会议目的是讨论股票期权，公司的大多数董事都到了，巴菲特也不会错过。

巴菲特说：“我和比尔、梅琳达一起先来到了凯瑟琳摔倒的地方。我不能自己地浑身颤抖，就像发冷一样。这样的时刻人们可能会觉得难堪，但是我一点儿都不觉得难堪。我只是努力控制自己。”

随后，巴菲特通过“浴缸”记忆发挥的奇特作用让自己恢复平静。可口可乐公司的董事会做出了重大决定，在新闻发布会上宣布公司把员工的股票期权计入开支，而此前是可以不计入开支的。其他公司都没有这样做，它们给出的理由就像孩子和父母争辩一样：没有的事儿，如果有那事我也不在那里；如果我在那里，我也不会那么做的；即使我做了，也是朋友让我做的。那些公司说股票期权不是开支，如果是也没有人知道怎么计算，如果可以计算也不能从收入中扣除。对于公司的股票期权应该通过脚注表明，因为投资者可能不清楚高管人员的股票期权值多少钱。因此，可口可乐的这一声明对美国公司犹如炸弹，其威力随着新政策的宣布进一步扩张——太阳谷集会时媒体就像露营一样在花盆屏障外面等待新闻。可口可乐公司的声明显然有巴菲特在背后指点。太阳谷年会之后，《华盛顿邮报》集团模仿可口可乐公司，同样宣布将股票期权计入开支。³⁸巴菲特在这一系列成功之后再次通过《纽约时报》发表评

我有一个建议：伯克希尔-哈撒韦卖给人们保险、地毯或我们的其他产品时收取股票期权，不收现金。但是，这样你能说你的公司为了换地毯支付的股票期权不是公司的成本吗？

很奇怪，没有人再继续提出质疑。而硅谷开始了与国会的又一场战争，但是其他公司开始纷纷效仿可口可乐公司和《华盛顿邮报》集团，宣布它们也将在自己的账目中把股票期权算作开支。

一年后，在2003年太阳谷年会的最后一个星期六上午，比尔·盖茨发言宣布微软不再推出股票期权。这让人们刮目相看，从此微软推出限制性股票——在一定时期内不得售出的股票，这一变革需要极大的勇气。

“宣布取消股票期权给微软带来许多压力——许许多多压力。硅谷称其为叛徒。有太多的公关人员时刻关注微软公司变化的报道。有人告诉盖茨，那么做犹如在一间满是汽油的屋子里划着一根火柴。”

“对此我要说的是，正是这些人在屋子里倒满了汽油。”盖茨说道。

关于股票期权的战争又持续了两年之久，直到财务会计准则委员会最终将其纳入条款。但是可口可乐公司的决定是突破之举，而微软的反应戳穿了硅谷人在华盛顿口径一致的技术行业集体游说。

这段时间巴菲特迅速成为有影响的政治人物。尽管财产税还是排在废除之列，但是他发现了新的目标，瞄准了过去几年中进行财务诈骗的会计从业人员。如果审计人员没有迎合首席执行官，没有对他们唯命是从，他认为管理层不会有机会掠夺股东的利益，将大量的资金塞入囊中。巴菲特出席了关于财务披露和监督的美国证券交易委员会的圆桌会议，说股东需要的不是宠物狗，而是看家狗，审计委员会的主管和监督审计工作的主管必须是“审计人员甘心听命”的“狗王”。40

他说他对伯克希尔-哈撒韦的审计委员会有这样一些问题：

——如果审计自己完成财务报告（不是由公司的管理层完成），财务报告会是一样的吗？

——如果审计是一位投资者，他可以理解公司出具的财务报告

吗？可以理解其中的说法吗？

——如果审计负责，公司还是采用相同的内部审计程序吗？

——审计是否知道公司针对投资者进行的销售或成本变更的一切细节？

“如果审计人员有权负责，”巴菲特说，“他们会做自己职责之内的工作。如果他们没权力……嗯，我们已经知道是什么结果了。”⁴¹

这些简单的问题答案如此明显、如此清晰，完全可以做到去伪存真，至少有点儿常识、担心自己的公司陷入债务困境的高管们管理的公司，确实已经开始接受巴菲特的观点，开始应用他的理论。

当巴菲特无情地举起宝刀对准目标时，会计人员退缩了，薪酬委员会沉寂了，只是私下抱怨他为什么公开他们的红利分配制度，为什么不能保持沉默。希望减税的人使出浑身解数恶语攻击巴菲特，“平民主义者”这样的轻蔑称呼完全不能让他们解恨。然而，巴菲特却在一种被新确立的权威的鼓舞下开始超越自己。2002年春天他热心地为奥马哈床上用品公司销售的“伯克希尔珍藏”的一款“沃伦”床垫做广告模特，惬意地躺在床垫上，照片出现在“巴菲特和他的床”的海报中。股东大会的那个周末，他来到内布拉斯加家具城的时候，一边销售自己的床垫一边舒服地躺在上面。“我终于找到了自己一生向往的工作——床垫测试员。”他说。⁴²

富豪们对这位奥马哈先知抱怨不休，期待减税的人挥拳怒视，会计人员在他面前退缩，期待取得股票期权的人们对他敬而远之。他是镜头和聚光灯下的焦点，然而，在他的内心深处，他不过是一个渴望出名的孩子，有时对于自己这一英雄人物的角色有些不知所措，有时候让人觉得木讷而可爱。信徒们的来信总是让巴菲特激动不已。每一次有人写信来说他们是他们的偶像，对他来讲，都像是第一次听到时那么兴奋。色情明星阿西娅·卡雷拉在自己的网站上发帖称巴菲特是她的偶像时，他非常高兴。他乐于成为任何人的偶像，而身为门撒会员的色情明星都将他作为偶像更显示出一种真正的社会声望。他最喜欢接到大学生的来信。当监狱的犯人来信说他是他们的偶像时，他也一样为自己的名声影响着努力转变自己人生的囚犯而骄傲。相比之下，他更愿意成为大学生、色情明星和囚犯崇拜的对象，他根本不在乎自己在富有的商人们心目中是什么地位。

在人们热情关注巴菲特的同时，他的秘书戴比·博赞科和德布·雷必须保持高度警惕，应付所有的电话和来访。有一次，一位异常兴奋的女士从日本飞来，闯进巴菲特的办公室想让他签名。看到巴菲特后，那位女士不能自己，拜倒在地上，一副歇斯底里的样子。秘书们赶紧把她“请”了出去。

那位女士后来来信说医生给她开了镇定药，她希望可以再见见巴菲特。她还发来自己的照片，写了好几封信。

“我愿意让人们崇拜。”巴菲特说，不过秘书们还是自己作了决定，没有再邀请那位女士前来。43

[1] 《The Hut-Sut Song》，1941年流行歌曲排行榜上居高不下的一首歌。——译者注

57

传神谕者

奥马哈，2003.4~2003.8

巴菲特在人们心目中的形象日渐高大，仿佛繁茂旺盛的凌霄花。他的生活依然井井有条，在各种安排日渐增多的情况下，责任优先的观点和量力而行的性格让他做到了合理安排时间。他只做有意义的工作和自己喜欢的事情，从来不浪费时间。如果日程安排增加了一些事情，他就会放弃另外一些，向来都不手忙脚乱。他总有时间处理工作上的事情，也有时间和自己关心的人一起分享生活。朋友们可以随时打电话给他，而他在繁忙中处理这些来电的办法就是友好亲切地简短交谈几句。他没有时间多聊的时候，便很自然地结束谈话。他的朋友们都不会借他的声望为所欲为。尽管有许多熟人是他喜欢的类型，但是要通过几年的相处他们才会成为真正的朋友。

而苏珊的新“朋友”每隔几天或几周就增加一些。凯瑟琳·科尔需要处理的礼物单确实已经上千。苏珊称自己为“空中吉卜赛老人”。科尔可以合理地为她安排连续几个月的行程——和孙子们在一起、照顾临终者或病患、短途旅行、到各地处理基金会的工作、定期与沃伦和家人见面；而且帮助她装点行李、料理住处住房的日常工作安排、考虑奈特捷的航班是否合适、预订酒店、安排足部治疗、接听电话以及整理她每次购物淘来的宝贝。

苏珊不但是位不会说“不”的女士，更是一位朋友们难得一见的大忙人。她一直都飞来飞去，根本无法控制自己对别人的关心，需要她关注的人越来越多，数目大得惊人，那时候就连最要好的朋友要和她联系也只能通过凯瑟琳。

一些关心她的人开始担心，尽管他们难得见她一面，难得有机会对她讲讲他们的担忧。“没有人可以拥有三四百号真正的朋友。”一位朋友劝她。她似乎一直在拼命地跑，“你这么跑就像追赶自己的尾巴，”另一位朋友说，“你总是不和大家见面，你就快没有朋友了。”但是苏珊却回答说：“如果你们有谁生病了，我会有大把时间陪你们的。”一些朋友认

为她强迫自己忙于各种工作，一副乐此不疲的样子，而事实上她已经完全失去了自己的正常生活。“她从来不提自己的身体状况。”一位朋友说。细心的朋友认为她的喉咙和内脏一定存在健康问题，他们甚至认为她大量收藏和购物、无休止地翻新装修是在拼命坚持。“她的生活越来越沉重。”“停下来吧！”“头脑清醒清醒，关心一下自己吧。”她的周围不乏这类声音，然而人们也发现，“她好像无法慢下来，因为慢下来就会出现問題。”

不过，更多的人都称她为圣人、天使，甚至把她比作特里莎修女。她投入了太多的精力关心别人，结果自己却越来越虚弱，这把致力于对抗全球苦难的温暖的庇护伞日渐沧桑。但是，那不正是圣人之举吗，不断地奉献自己直到生命枯竭，一位朋友若有所思地说。那不正是特里莎修女的所为吗？¹

2003年春天，苏珊做了足部手术，不得不舍弃自己心爱的马诺罗·布拉克皮鞋。²手术后躺在病床上的她居然列出了一份多达900条的日常事务清单要凯瑟琳·科尔去处理。医生一告知她可以出院，她立即就从床上蹦起来忙自己的事情去了。苏珊出差的时候偏爱五星级酒店，尽管在许多人印象中她通常只是睡在普通宾馆的地板上——这也是部分事实，当许多人都对住宿环境叫苦不迭的时候，她从来没有一点怨言。尽管她患有反胃酸的毛病，有时候还会因为食管溃疡疼痛难忍，睡觉的时候身体必须蜷曲成45度躺着，她有时确实还会选择睡在普通宾馆的地板上。

沃伦非常希望和她在一起，同意去非洲庆祝她的70岁生日。苏珊的70岁生日在2003年春末，豪伊提前18个月就开始安排这次旅行，“在非洲见到我父亲算得上世界第八大奇迹了。”他说。巴菲特一家打算去隆多洛兹和菲达，南非两个七星级的探险度假村；在母亲的影响下，豪伊热衷于拍摄非洲大陆深受苦难的人们，就像热爱他喜欢的野生动物摄影一样。他为父亲准备了每天通过航班送达的《华尔街日报》和《纽约时报》。“那些报纸都是3天前的，”豪伊说，“但是，度假村还是给他送来。尽管每天的开销要多500美元，度假村还是在他的房间装了宽带，这样他就可以浏览新闻。度假村还在我的要求下准备了汉堡和炸薯条。”³巴菲特一家准备从纽约回来后就动身到非洲去，纽约之行一向是他们在年度股东大会之后安排的一次出行。

2003年4月1日，股东大会到来之际，伯克希尔宣布并购活动房屋制造商克雷顿房屋公司。这次并购同样是公司抓住机遇进行的一次并购——安然公司败落后并购打折资产的自然延续。

导致克雷顿并购的原因是，多年来的低利率水平促使贷方的小猪存钱罐中全是低息贷款，他们自己也成了蠢笨的猪。⁴银行当时给消费者灌输这样的观点：低利率意味着他们目前可以拿较少的现金买到更多的产品。持有内部权益的人们意识到支票账户同样是低利率。但是，无论信用卡、房产还是活动房屋，贷方为了追求增长，都将业务转向没有能力还款而又想实践美国梦的人们。⁵关于活动房屋的情况是，银行借钱给制造商，制造商再把从银行贷款得到的钱借给买方。历史上，这个做法是行得通的，因为如果活动房屋制造商持有不良贷款，就会面临处罚。

但是后来，活动房屋制造商开始转嫁贷款，消除了不良贷款带来的风险。现在不良贷款都是别人的问题，有问题的“别人”就是指投资者。多年来，在人们熟知的“证券化”过程中，华尔街一直这样打包贷款，通过CDO（担保债务凭证），即由抵押贷款担保的债务，将贷款卖给投资者。他们把全美范围内的几千笔抵押贷款综合起来，划分“级别”。最高级别优先取得抵押贷款的全部现金流保留权，低一级别的取得次级保留权，依此类推。

这些抵押贷款的级别由评级机构加以确定，顶级即AAA级享有顶级保留权，AA级享有次级保留权，依此类推。银行把它们低价售给投资者，采用历史还款模型分析不良贷款的可能性。然而借贷系统一直在变，因此现实与历史数据表现出来的相关性越来越低。

随着借贷标准的降低，投资CDO的对冲基金的杠杆率越来越高，甚至1美元的资本对应高达100美元的债务，CDO的品质——甚至AAA级CDO——都开始下降。一些投资者对市场运行中日渐暴露的华而不实表示担忧，希望采取对冲的手法来保证获利。⁶他们选择参与可能发生贷款拖欠的市场：CDS（信用违约互换）。如果因为贷款拖欠导致相关证券化产品贬值，CDS发行方必须进行补偿。

CDS保护之下，投资CDO似乎没有什么风险。“在钱不值钱的时候，”查尔斯·莫里斯后来写道，“放贷就没有什么实际成本，也没有风险可言，明智的贷方就会继续放贷，直到人人手里都有贷款。”⁷

如果有人指出风险依然存在，参与其中的人就会长叹一声，做出这样的解释：证券化和互换衍生产品都将风险“转移”到遥远的国度了，在那里许多人都可以轻松面对这些风险。

得到这样的解释，活动房屋行业富有理智的经营者开始降低首付，让人们可以更轻松地取得贷款。随着房地产市场的繁荣，风险性住房贷款——和商业贷款、公司贷款、学生贷款和其他贷款——像幼儿园里的感冒病毒一样快速传播。而活动房屋之类的贷款已经通过CDS进行过多次拆分、保险、“证券化”和投机。在此过程中，产生了更多异样的衍生产品。

在2002年致股东的信中，巴菲特把金融衍生产品称为“异类”，说它们是未经检查、正在扩散的“定时炸弹”，可能引起一系列金融灾难。那一年的股东大会上，查理·芒格指出会计激励夸大了衍生产品的利润，并评论说，“在美国，说衍生品会计，如同说‘阴沟人’是对下水道排污工作的污辱一般。”在2003年致股东的信中，巴菲特把衍生产品叫作“大规模杀伤性金融武器”。⁸他写道，现在有太多的衍生产品存在，已经在全球范围内形成一种“菊花链”。尽管相关的数学模型建议人们在危机时选择买进，而不是卖出，但是在危机真正到来的时候，投资者还是像正在饮水的鹿群遭遇狮子突袭时纷纷逃窜一般选择仓皇出手。尽管表面上看许多人都参与市场，事实上只是许多大型金融机构通过杠杆作用主导市场。他们还有其他看似与衍生产品无关的资产，但是这些资产的命运在崩溃的市场中和衍生产品并无二致。

通用再保险公司就有衍生产品：通用再保险证券，巴菲特已于2002年停止持有该产品，部分售出、部分作为最后一笔交易终止。他已经将通用再保险证券作为衍生产品的警世故事——在致股东的信中详细地列出了停止这一衍生产品引发的高昂费用和问题成本。通用再保险公司的保险业务目前损失达80亿美元，公司承接的业务都是巴菲特极少选择的业务，他对此非常生气。伯克希尔-哈撒韦网站上的“红字”依然没有删除，尽管罗恩·弗格森已经退休，乔·布兰登和他的助手塔德·蒙特罗斯接任。通用再保险公司的竞争对手乐此不疲地在客户中间宣称，巴菲特将卖掉或终止交易通用再保险公司的产品。从所罗门公司的教训判断，这些预言不是无中生有。“9·11”事件之后，巴菲特已经将通用再保险公司的部分新业务转到阿吉特·贾殷管理下的伯克希尔再保险公司，没有在通用再保险公司投入更多资金。⁹他还通过贾殷和伦敦劳合社资助通用再保

险公司的竞争对手，而且从多个方面提出这种做法的合理性。可能连他自己都没有意识到一个经常出现的情况——当他焦虑的时候，他总是寻找避险手段。他没有“处罚”通用再保险公司，而是本能地规避风险：通用再保险公司的保险风险、他的220亿美元投资的风险和令他名声扫地的风险。

通用再保险公司要恢复巴菲特理想中的经营状态需要实现几十亿美元的赢利。无论如何，其衍生产品都与公司的业绩没有多大关系。然而，衍生产品对全球经济的影响还是巨大的。巴菲特说，早晚——他不知道具体时间——“衍生产品一定会出现严重的问题，或许可能不是很大的问题，但一定不是无关紧要的问题。”芒格则更为直白，说“如果未来5~10年中没有出现严重的崩溃，我会非常吃惊”。尽管股票和债券市场中出现了许多保护投资者的安全措施，衍生产品还是很少受到管制，很少进行公开披露。从20世纪80年代初开始，“撤销管制”促使市场进入一种英式橄榄球争球一般的经济局面。其理论就是市场力量具有自律性。（然而，出现问题的时候，联邦政府还会不时干涉。）

巴菲特和芒格所讲的“问题”和“崩溃”是指当时正在形成一种泡沫，银行和相关机构都会通过这个大熔炉放松信贷、放松监管、领取高额工资。他们说，来自衍生产品的大量无以计数的债权问题可能导致金融机构失效。金融机构的大额损失可能导致信贷紧缩——全球性的“银行挤兑”。出现信贷紧缩的时候，贷方甚至担心最合理的贷款都有问题，不敢轻易放贷，结果就是融资短缺、导致经济急速下滑。过去出现信贷紧缩的时候，经济就会陷入萧条。但是，“那不是预言，而是警告。”巴菲特说，他们在发出“温和的叫醒铃声”。

2003年，巴菲特说：“许多人认为衍生产品减少了系统化问题，因为承担不起一定风险的参与者可以将风险转移到有能力的人身上。这些人相信衍生产品可以稳定经济、促进贸易、为个人参与消除障碍。”从微观上讲确实是这样的，巴菲特说，但是从宏观上讲，衍生产品总有一天会导致曼哈顿、伦敦、法兰克福、中国香港或世界其他地方的“空中相撞”。他和芒格认为衍生产品应该进行管制，要求进行多方披露，应该通过一个结算所进行交易，美联储应该成为大型投资银行的中央银行，而不仅仅是一家商业银行。然而，美联储主席艾伦·格林斯潘极力维护不受管制的市场，嘲笑巴菲特的小心谨慎。¹⁰ 巴菲特到处引述他的“大规模杀伤性金融武器”，经常让人怀疑他是不是反应过度。¹¹

早在2002年年初的时候，大规模杀伤就开始在活动房屋行业显露。在不良贷款的影响下，贷方或者中止发行长期债券，或者将利率提高到吓人的水平。克雷顿房屋公司并不是巴菲特首先选中并购的活动房屋公司。2002年末，橡木住房公司（活动房屋制造商）和Conseco公司（针对没有良好的信用等级、不能取得较低利率贷款的人提供贷款的“次级”贷方）破产。巴菲特知道，信贷泡沫开始破裂的征兆就是较弱的企业开始破产——出现狼吃羊现象的时候。他借给橡木住房公司一些资金，并且出价并购Conseco金融（Conseco公司的贷款分支机构）。¹²一直参与地产竞标的Cerberus资本管理公司和其他两家私人股本公司的出价超过巴菲特，以13.7亿美元并购了走向破产的Conseco金融。这些公司必须高价竞标以超过巴菲特的出价，结果他的参与让Cerberus付出巨额并购资金，据称他们为此多付了两个亿才争取到最终并购权，Cerberus资本管理公司永远不会忘记这个残酷的事实。

巴菲特后来支出两笔资金帮助橡木住房公司处理破产，一旦公司走出困境，那些资金足以让他成为公司最大的股东——而且那些资金自然可以帮助橡木住房公司偿还贷款。¹³

此后不久，田纳西大学的一群大学生来到位于基威特大厦15层的云厅参加巴菲特举办的讲座。那天，他接受提问的时间长达几小时，活动最后他讲述了他最近非常热衷的住宅建造行业。安排这次学生活动的阿尔·奥克西尔教授派一位学生送上了一份礼物——一本《追梦》，克雷顿房屋公司的创始人吉姆·克雷顿的回忆录。¹⁴后来，巴菲特打电话给克雷顿时，克雷顿把电话转给儿子凯文——凯文于1999年继承了父亲的首席执行官职位。¹⁵

克雷顿房屋公司是当时处于混乱状态的住宅建造行业中比较出色的公司。尽管基本情况良好，但是，正如巴菲特所言，贷方当时的反应仿佛马克·吐温笔下的猫：一朝被炽热的火炉烫伤，永生不再接近火炉。巴菲特认为克雷顿公司的主要问题就是融资渠道枯竭，有足够的钱，公司就可以进入一个不错的经营状态；公司的股价随着整个行业的下滑下降至9美元；类似于危机时期的所罗门公司，克雷顿公司的资金来源开始枯竭，因此所有者准备卖掉公司。

凯文·克雷顿：“我们愿意以20美元左右一股的价格出售。”

巴菲特：“嗯，可能我们出的价格完全不能等同于你和你父亲创造这

个优秀的公司所付出的汗水、时间和精力。”

克雷顿：“我们现在只是融资困难，你可以选择借些钱给我们吗？”

巴菲特：“伯克希尔-哈撒韦不接受这样的做法。你为什么不通过支持贵公司的朋友抓紧拼凑资金呢，等日后有机会再把公司送给我不好吗？”

这是典型的巴菲特风格：抛鱼线，结果就是随即收到大批联邦快递送来的包裹——鱼儿很快就上钩了。克雷顿父子就像韦恩·格里芬一样，他当时一边打电话，一边抛硬币决定了蓝筹印花公司的售价。巴菲特知道克雷顿父子是准备卖掉公司的。

华尔街认为克雷顿公司的市价理应高于所有竞争对手各自价格的总和：大多数活动房屋制造商都关闭了零售店，而且都在赔钱。就像许多人气股一样，克雷顿公司的创始人极具人格魅力。吉姆·克雷顿，公司的董事长——一位小佃农的儿子，创业之初只是翻修和出售简单的活动房屋——把股东大会当作一次“小节日”，曾经唱着《乡村路带我回家》，从自家的房间里一路溜达着走到股东大会的演讲台上。他派凯文代表他处理公司并购的谈判事宜，凯文像父亲一样具有商人的气质，但是不善于当众表演。当然，凯文从来没有听说过巴菲特，也不了解他的风格。

巴菲特：“12.5美元一股成交。”

克雷顿：“你看，沃伦，董事会还是希望再高一点，不超过20美元就行，17或18美元一股吧。”

巴菲特：“12.5美元成交。”

凯文·克雷顿放下电话去和董事会商量。尽管公司股票最近的交易价格在9美元上下，仅仅12.5美元卖给别人还是让人难以接受。

克雷顿：“董事会愿意接受15美元的价格。”

巴菲特：“12.5美元成交。”尽管没有正式记录，但是在这样的時候他显然表现出自己的又一典型风格：圆锯风格，以同情的方式强调融资渠道一点点枯竭的公司会变得弱不禁风、不堪一击，以此争取自己对克雷顿公司的主动权。

克雷顿父亲和董事会又进行了一些深入的商讨。

克雷顿：“我们希望13.5美元成交。”

巴菲特：“12.5美元成交。”

继续开会讨论。

克雷顿：“好吧，我们接受12.5美元，条件是可以取得伯克希尔-哈撒韦的股票。”

巴菲特：“对不起，那不可能。顺便提一下，我们不是参加拍卖。如果贵方要卖给我，就不能选择其他买家，贵方必须签署排他协议，不接受其他出价。”

或许克雷顿父子深知，唯有他们选择的这家并购方可以把公司带向一个良性发展的方向，最后他们还是做出让步，决定接受巴菲特的出价。¹⁶

在克雷顿父子接受巴菲特式的出价后，巴菲特亲自飞到田纳西州去见他们，参观了工厂，拜见了诺克斯维尔当地的显要人物。他还要求和吉姆·克雷顿一起登台进行“弹唱”表演，他们提前通过电话练习过几首歌，但是在真正登台演唱的时候，“他完全不记得还有我在一边弹吉他伴奏”，克雷顿后来写道，“只要把麦克风递给我们的新朋友沃伦，他就开始滔滔不绝。”¹⁷不习惯抛头露面的克雷顿至少还有些许安慰，那就是他把知名的沃伦·巴菲特带到了诺克斯维尔。

在诺克斯维尔的许多人为此次并购兴高采烈的时候，投资克雷顿公司的人们却高兴不起来。巴菲特的影响第一次让人们感到不快。许多投资者了解巴菲特式并购，尽管克雷顿父子知之不多，但投资者都不愿意成为巴菲特的并购对象。

宣布并购之后，股东们开始纠缠克雷顿父子，恳求道：“你们创造了一个伟大的公司，全行业中的佼佼者；如果让我选择这个行业的公司，那一定是你们；求你们不要卖掉，你们可以渡过这次难关，全行业的春天就要到了。”抑或开始威胁，“你们怎么敢以每股12.5美元的价格把公司卖掉呢？要知道每股曾经高达16美元，而且是我们共同协力你们才得以乘风破浪走到今天的啊！全行业正在复苏，你们怎么能以如此低价贱

卖自己呢？”克雷顿公司的大投资者认为巴菲特在“周期低谷”时期买进活动房屋，抓住了行业回转的时机。在1998年发展高峰时期，房屋建造行业通过大举放贷的策略，一年售出房屋373 000套。2001年年末，在“9·11”事件之后经济遭受重创之下，销售量减少到193 000套，预计2003年可以销售130 000套。但是行业回转是一定的。巴菲特向来只做理性交易，人们坚信他肯定以最低的价格并购了克雷顿公司，如果投资者现在卖掉持有的股票那他们自己就是傻瓜。

然而，巴菲特并不这样看待。他认为活动房屋市场通过宽松的贷款条件将大量的销售对象定位为买不起住房的人，导致自身发展僵化。因此，活动房屋的销售量不会回升。

但是持不同观点的人认为情况一定会好转，他们了解克雷顿过去的业绩。他们急于看到事实，在远离奥马哈的地方频频通过电话交换意见。

巴菲特没有受到股东情绪的干扰，一想到自己将来就是活动房屋行业的总管，他就觉得非常得意。他喜欢了解与活动房屋有关的事。从一位小佃农的儿子手里并购一个公司，对于喜欢在Dairy Queen嚼着Dilly棒棒糖、喜欢收集火车模型、拥有生产监狱制服的公司、喜欢和鲜果布衣公司员工一起拍照的家伙来说是一件非常有趣的事情。他的大脑中形象地勾画出这样一幅场景——2004年的股东大会召开之际，奥马哈新落成的奎斯特会议中心地下室的展示区安放着一座巨型的活动房屋，就在喜诗糖果店铺旁边，或者在贾斯汀公司卖靴子的场地附近。展示空间越来越大，越来越惹人注目，每年都会增加新的供应商和产品。一想到一座完整的房子成为股东大会的中心，甚至还带一片草坪，股东们排着队走进这座房子，无不惊叹，他就乐不可支。股东大会上可以售出多少座活动房屋呢？他在想这个问题。参加太阳谷年会的那帮家伙还没有哪位在自己的股东大会上出售过活动房屋。

不仅如此，克雷顿还是又一家在他吹捧之下接受他经营理念的公司。他将把活动房屋行业的不规范经营者一一罚下地狱，让他们接受应得的处罚。他将引领活动房屋行业的一场融资救世运动。

巴菲特致电伊恩·雅各布斯，新项目负责人，进行了简短的沟通：

伊恩，这儿有一些克雷顿公司的文件，里面有关于破产和先期

付款的具体内容。我希望你现在亲自去了解一下相关的零售状况，通过一些小道消息了解一下这个行业的运作模式。对实际销售情况了解越多，我可以借鉴的东西就越多，如果过去的经营方式和经营理念需要进行彻底变革，我就根据你所了解的情况决定经营这个行业的合理方案。

伊恩和财务总监马克·汉堡以及其他同事一样，完全可以理解巴菲特的意思，按照巴菲特的意思完成工作，不需要任何多余的指导和监督，这是在伯克希尔-哈撒韦工作的重要能力。对于有能力的人，这就是人生中学习的机会。伊恩立即开始搜集小道消息。

月末，奥马哈机场降落的所有航班都载着前来参加2003年股东大会的公司股东，所有酒店都住满了公司股东，人们纷纷前来会见流行杂志一直喻为“复辟改革者”和“传神谕者”的这位大名鼎鼎的人物。而且有一些惊人的新闻传出。香港证券交易所披露伯克希尔-哈撒韦购买了中石油的股票，中石油是中国大型国有石油公司。这是多年来巴菲特首次公开承认的一笔国外投资。¹⁸他对美国之外的投资向来极其小心，1993年投资吉尼斯公司之后还没有在国外股票市场上大额投资。¹⁹

媒体都急于报道这次完全不同于过去的投资的缘起。巴菲特说他对中国没有一点儿了解，只是买了以中国货币“元”为计价单位的石油股。他不看好美元，但是看好石油。巴菲特曾在《财富》杂志发表文章《我为什么不好看美元》。²⁰文章作了这样的阐述：我认为美元一定会贬值，所以要进行一些大规模的外币投资。美元贬值的原因就是贸易逆差：美国从国外买进的东西多于卖到国外的东西，而且这种趋势有增无减。美国国内通过借款弥补差额：外国人可以购买美国国债，一种美国政府出具的借条。很快，美国的“净资产”就会“以惊人的速度转移到国外”，他说。他打了这样一个比方，假如有两个国度分别叫作勤俭国和浪费国。早晚有一天，长期购买浪费国国债的勤俭国人民会开始质疑浪费国的钱是不是值钱。到那时候，他们还会选择与浪费国进行交易——但不是购买债券了，而是选择购买风险相对较低的硬资产：土地、企业、写字楼。“而且最后就是，”巴菲特写道，“勤俭国拥有浪费国的一切。”

要避免美国一步步陷入浪费国的困境就要把一些国内的产品卖给其他国家，巴菲特提出这样一个系统构想：向出口商品的美国公司发放“进口凭单”——每月共计800亿美元。这些凭单可以用作交易（就像洛克伍

德巧克力公司发放的可以进行交易的老式仓库凭单一样)。任何人想进口东西到美国都需要一张进口凭单,都必须向出口商购买该凭单。很快,这些公司贸易的产品就会以高于国内销售价格的出口价格交易,自然就增加了出口。当然,这样会增加进口商(外国公司)的成本。尽管这一系统可能被视为怀有敌意的——关税或进口税,在过去会引起导致经济下滑的贸易战——但巴菲特认为随着美元的不断贬值,进口商进口的产品会越来越贵,无论如何他们都会遭遇重创。推出进口凭单的观点至少是利用市场来决定哪一方受益、哪一方遭殃。随着时间的推移,要求进口凭单的做法可以一步步增加国内出口,再次实现平衡贸易,恢复勤俭国和浪费国平等。

这一计划有许多细节,但是说到底都从许多方面体现了巴菲特的特色。这篇文章彰显出巴菲特的思想,是有关经济学的一篇训诫类文章;是对潜在灾难的警示类文章;这一计划自身是有安全限度的(尽管可能不会像他期待的那样改善贸易平衡状况,但是,市场机制表明它不会引发更糟糕的情况);这一计划是市场和政府解决方案的综合,是一个复杂、精巧而又综合的系统——当然,也是没有风险的,通过这一系统多方都可以得到一定程度的改善,胜过坐以待毙。

执行这一系统也需要彻底的思维转换;要求相关的政客掌握经济学知识,非常小心地处理大量的政治风险以推行巴菲特的观点。而且,这一计划在危机出现之前就可能遇到问题——不可能在华盛顿执行。其他地方类似关税的一些条例要列入布什总统的法律条文、自由贸易者左右白宫的可能性是零。这样,进口凭单方案就只是无用武之地的一流解决方案。然而,巴菲特的父亲一定会为儿子感到非常自豪。

而且,至少巴菲特是第一个警示——大声警示——美元贬值风险的著名人物。为保证伯克希尔-哈撒韦避开这一风险,他研究了中国股票,中国是一个经济飞速发展的大国。他发现了中石油,经过一番研究,觉得可以放心买进。他只能购买4.88亿美元,而他说自己其实希望可以买进更多。他购买中石油之举让投资者欣喜若狂。沃伦·巴菲特购买外国股票了!中石油开始飞涨,伯克希尔股东大会的参加人数也同样猛增。

那一年,15 000人参加了奥马哈的资本家盛会。巴菲特拥有360亿美元资产,除比尔·盖茨外,无出其右。他很快就成就了自己世界第二的财富地位。

“理想的企业是什么样的？”在提问开始的时候，一位股东问道。巴菲特说：

理想的企业是有很高的资本收益的企业，可以利用大量资本实现高额收益，是可以成为复利机器的企业。因此，如果可以选择，就把1亿美元投资到可以实现20%的投资收益的企业中——实现2000万美元的回报——是非常理想的，第二年这1.2亿美元投资继续产生20%的收益，第三年的投资就是1.44亿美元，依此类推。随着时间的推移，你可以按照同样的收益重新配置资产。但是，这样的企业非常非常少……我们可以通过这些企业实现资金周转，并购更多企业。²¹

这就是他在企业模式和投资理论方面进行的清楚讲述，说明了伯克希尔-哈撒韦的架构理论，尽管受挫的投资者在股票市场的长期历史中一直非常冷静；说明了他为什么一直都在寻找新的并购对象，以及他对克雷顿房屋公司的发展计划。他打算投资伯克希尔-哈撒韦的部分多余资本到克雷顿公司，保证克雷顿公司可以从破产的竞争对手那里争取市场份额，购置并维系他们的贷款组合。²²

从全球各地飞来报道伯克希尔盛会的50多位记者纷纷希望获知巴菲特此次投资中石油是否表明他开始关注外国股票的事宜。在星期日的记者招待会上，他们抓住机会向他和芒格提问。许多人都希望问这样一个问题，可以让自己国家的观众共鸣的问题：您会选择购买澳大利亚/中国台湾/德国/巴西/俄罗斯的什么股票呢？巴菲特强调说他的投资依然集中在美国本土，许多外国股票不在他的能力范围之内。投资中石油的股票并没有改变他的基本准则。

星期一早晨在伯克希尔-哈撒韦的董事会上，巴菲特进行了简短的发言，向董事会成员说明了这一年来他最希望大家学到什么，包括美元对其他外币的汇率降低带来的风险和与活动房屋融资相关的一些问题。

汤姆·墨菲和唐纳德·基奥刚刚通过选举加入董事会成员之列，董事会成员包括查理·芒格、罗恩·奥尔森、小沃尔特·斯科特、豪伊·苏珊和肯·蔡斯——原哈撒韦纺织家族的唯一代表。一直有人抱怨董事会的成员结构，股东们都表示董事会任人唯亲、有失平衡、缺乏多样性。但是想通过董事会来监督沃伦·巴菲特的工作是有些滑稽的观点，哪怕芭比娃娃形

成的董事会也一样能运转良好。伯克希尔-哈撒韦的董事会议就是听巴菲特讲课，每次都是这样——不管是晚会、午餐会，还是和吉姆·克雷顿一起唱歌——巴菲特都要象征性地登台授课，手上粘满粉笔灰。

股东们关注伯克希尔-哈撒韦管理结构的原因不是希望董事会监督巴菲特的的工作，而是想知道谁会继承他的职位，他已经73岁了。他总是说继承人的名字早已“封好在信封里”。但是，他没有表示要公开那个人的名字，因为那样的话他的选择就没有了，而情况一直在变。交接工作还是必须真正开始，然而他确实没有作好准备。

当然，人们也在猜测巴菲特的继承人可能是谁。巴菲特并购的不同公司的大多数经理似乎都不可能成为候选者。巴菲特喜欢像B夫人那样的经理人——不喜欢出头露面、工作起来不知疲倦——但是，他们都没有管理资本的经验。可以胜任这一职位的资本分配者在哪里呢？合适的人选必须愿意整天坐在那里阅读财务报告，而且具备强大的人格魅力，可以继续留住期待一直为沃伦·巴菲特工作的许多经理人。

“我每天早晨都会想到这件重大的事情，”巴菲特说，“对着镜子决定自己该去做什么，我认为大家都有发言权。”²³下一任首席执行官必须是一位超级领导人——然而，妄自尊大者不适合这个职位。

星期一早晨的董事会议结束后，股东们纷纷离开，巴菲特一家也开始准备全家一年一度的纽约之行。作为一项传统，每年他们都和巴菲特集团在东海岸的员工一起参加晚餐聚会，地点在桑迪和鲁思·戈特曼的家中，聚会中苏珊总是坐在巴菲特腿上，用十指梳理他的头发，沃伦则陶醉地看着妻子。但是今年明显可以看到苏珊气色不太好。一天午餐的时候，她披着大披肩，穿着浅色羊毛裙，打扮得非常漂亮，只吃了一小块鸡肉、几片胡萝卜，喝了一杯牛奶。她说自己没事，但明显可以看出她不舒服。

两周后，就在他们的非洲之行开始之前，苏珊对非洲之行激动不已，结果却因肠梗阻住进了医院。医生还诊断出她患有贫血和食管溃疡。非洲之行因此推迟一年，要到明年春天，全家非常失望——有几个人为此深感失落。就连沃伦都非常沮丧，因为他知道这次旅行对苏珊有多重要。但是，人们问他是否有所担心时，他说：“哦，没有，如果苏珊知道我为她担心就会觉得不安，她希望为我担心，而不是反过来让我为她担心。这一点上她和阿斯特丽德非常像。而且我也不是一个会担心的

人，这大家都知道。”

尽管取消非洲之行让人遗憾，但事实证明那年6月巴菲特没有远赴非洲是完全正确的。在克雷顿公司的股东们即将对公司并购进行表决的时候，由于股东们对并购价格不满，反对并购的力量越来越大——甚至就是反对卖给伯克希尔-哈撒韦。谣言传说还有另外一家并购方愿意出价。²⁴投资者认为巴菲特将赚到很多很多钱，因为伯克希尔-哈撒韦有大量的资本，还有良好的信用等级，他可以向克雷顿父子提供资金，而且可以永远做到这一点，他提出的条件胜过任何人提出的并购条件，除非有政府出面干预。这完全没有公平可言，一些股东认为克雷顿父子低价将克雷顿公司卖给巴菲特是为了保全自己的工作，为了自己受益或取得一笔专用基金。一家上市公司的管理层要将公司卖给伯克希尔-哈撒韦，其中潜在的利益冲突即将引发一场战争。

举例来说，奥维斯投资管理公司的威廉·格雷就认为克雷顿父子在代表巴菲特强取豪夺。他向美国证券交易委员会提出申请，向特拉华州的衡平法院提出诉讼，克雷顿公司归该衡平法院管辖；他的论点是克雷顿父子没有为股东们争取最高并购价格，因为他们签署了排他协议，拒绝其他公司参与竞争出价。他断定他们没有进行并购投票，只是想通过一个特别的股东会议取代克雷顿的董事会。²⁵一位投资者说，毕竟“但凡巴菲特出价的并购，就一定是低价并购”。²⁶

多年来巴菲特的名声一直代表着一种财富，然而现在却以一种特别的方式对他产生了不利的影响。他有很强的公众吸引力，任何人希望宣传自己或他们的事业都可以在他的股东大会上揩油，或者盗用他的名声实现自己的目标。因此，就在股东大会之前、大概是伯克希尔-哈撒韦宣布并购克雷顿公司的时候，放纵大厨公司的首席执行官多丽丝·克里斯托弗就打电话提出了这样的问题。

放纵大厨通过独立的销售人员（多数是女性）在家庭聚会中销售厨房用品。在伯克希尔并购该公司后，反对堕胎组织的成员开始联合抵制放纵大厨的聚会。伯克希尔的立场就是不针对赞成堕胎派或保护生育权派进行捐赠，只是股东有权力通过公司向他们中意的慈善机构捐赠每股价值的18美元。共计1.97亿美元，公司选择捐给各类非营利组织，最大的受益方是学校和教堂，而且多数都是天主教堂，许多钱都转向其他与堕胎无关的事业，但是很大一笔还是转到了保护生育权组织。²⁷当时，沃伦和苏珊的个人捐赠——2002年约900万美元——都选择了巴菲特基

金会，主要资助保护生育权的基金会。伯克希尔的捐赠选择让反对堕胎组织不满。巴菲特没有理会关于那些捐赠不是伯克希尔捐赠的争论。

28 2002年巴菲特曾努力与其中的一个组织进行理论，告诉他们有多少钱其实是用于其他项目而非家庭生育计划。他得到生命决策国际组织总裁的回答，“即使从此只有1美元捐给计划生育联合会，而10亿美元捐给反对堕胎组织，后者还是会让我们把伯克希尔-哈撒韦列入抵制清单的。”²⁹如果塞到停车计时器中的钱都足以引发联合抵制，很显然伯克希尔-哈撒韦就找不到什么调和的余地了。

多丽丝·克里斯托弗曾努力保持中立，告诉人们她个人不认同巴菲特的做法，但是“我没有权力要求或评判他怎么进行捐赠”。7万名放纵大厨的销售顾问中有不到1 000人开始就此事向克里斯托弗请愿。³⁰而且，联合抵制影响了公司的经营，也伤害了相关人员。销售聚会上出现在主办人家中的反对堕胎纠察员开始让人们觉得害怕。克里斯托弗打电话告诉巴菲特她的业务因此受到的影响越来越大。

她没有直接向我提出要求，但是我可以判断她希望我取消那个项目，而且也知道，我会那么做的。我本来以为我们可以熬过困境的，但还是没有。太多的人因此受到伤害，而我并不希望如此。多丽丝受到了伤害，她的员工受到了伤害，而他们都是无辜的。有人居然在她的办公室里哭诉。

6月末，巴菲特打电话叫艾伦·格林伯格到他的办公室去。艾伦·格林伯格是他的前女婿，任巴菲特基金会的执行理事，巴菲特对他说他已经和查理·芒格商量过了。与其卖掉放纵大厨——他们的选择之一——不如决定终止慈善捐赠项目。格林伯格非常吃惊。去年，97%的股东协力战胜了反对堕胎的股东们取消项目的决定。他走来走去，不断用手梳理着乌黑的卷发，指出捐款都是来自个人的，而不是公司。人们可能还会自愿捐赠，终止项目没有任何好处。但是巴菲特已经下定决心。

格林伯格回到自己的办公室，开始起草在太阳谷年会前、7月的最后一个周末要通过新闻网发布的新闻。几天来电话响个不停；秘书们来回传递信息，疲惫不堪。生命决策国际组织几乎就在同时宣布放弃抵制伯克希尔。

但是，巴菲特的朋友们，无论他们对堕胎持有什么观点，许多人的

反应都是一致的：他们惊呆了。有些人非常生气。“他就那么让步使我目瞪口呆，”一位朋友说。“这么轻易就放弃不是他的风格。沃伦是个很有原则的人。难道真的必须那么做吗？”另一位朋友问道。³¹

尽管别人在他的处境下可能会选择坚持下去，但是巴菲特说他担心这样的立场会导致放纵大厨的销售顾问面临风险。他没有直接说明，但是无疑表示出他担心他们的生计和利益。巴菲特本人也是一个重大目标，他不是街道拐角处无人知晓的干洗店锡德，此时坚持自己的立场可能导致伯克希尔-哈撒韦和他本人成为蔑视赞成堕胎派的象征，那是非常危险的。³²他选择了回避；这是他确实不能去做的事情。

后来，他没有对曾经持批评态度的人或反对堕胎组织的获胜表示出任何敌意。你明天就可以让他们滚蛋，墨菲这样说。但是从来没有必要在今天那么做。多年来，这条建议帮助巴菲特摆脱了许多困境。

然而，这并不能解决身为沃伦·巴菲特，而不是干洗店锡德所带来的其他问题。随着7月16日克雷顿房屋公司的股东就并购一事投票日期的临近，他们纷纷开始反对伯克希尔-哈撒韦的出价。同类公司的并购价格开始上浮。贷方突然变得以慈悲为怀。“周期低谷”的论点开始广泛传播。大约13%的投资者，包括布兰迪全球投资管理公司、施奈德资本公司和加利福尼亚州公共雇员养老基金受人尊敬的资金经理们都公开声称他们反对此次并购。凯文·克雷顿奔走于全美各地，会见投资者、努力与并购方协商，同时奥比斯和其他反对者却在通过电话和媒体积极活动。那时候，伯克希尔-哈撒韦已经借款3.6亿美元作为克雷顿公司的应急之需。巴菲特发布新闻说他不会抬高并购价格，“现在或将来”都不会。如果并购失败，他宁愿就此罢休。他还发布新闻预测整个行业的经济形势，说不会有什么突然好转的。³³

在巴菲特提出并购之前，没有哪家公司希望并购克雷顿公司。尽管有许多忠实拥护公司的股东，克雷顿公司仍像舞会上找不到舞伴的漂亮姑娘。现在，这位姑娘出现在沃伦·巴菲特身边，别人开始跳英格兰舞步的时候，他们一起来到舞池中央。之前坐在墙边没有舞伴的姑娘突然之间就成了万人迷。距离股东大会还有两天的时候，出价超过巴菲特、并购了Conseco贷款业务的Cerberus资本管理公司在半夜给克雷顿发来一封传真，提出愿意高价并购。提到钱，巴菲特目中无人。“好，让他们并购。”他说。他非常肯定的是没有伯克希尔，克雷顿公司的股价不会超过12.5美元。

而且，事实上在股东投票大会的当天，确实没有在克雷顿房屋公司出现其他叫牌人。然而，克雷顿父子能否取得多数股东的赞同票同意将公司卖出依然是未知的。吉姆·克雷顿那天接受了长达一个小时的连珠炮似的提问，愤怒的股东们挤在会堂不停地提出这样那样的问题。在并购消息传出之后，活动房屋的股票一直在涨，现在12.5美元的并购价格相形之下更显寒碜。一些股东希望Cerberus资本管理公司有机会出价参与并购，尽管招标工作需要两个月的时间，而且Cerberus资本管理公司是否确实有意并购克雷顿公司还不可知——是否愿意在最后时刻插手巴菲特并购的公司做破坏者。

克雷顿父子此时焦头烂额。如果投票没有通过，而且很有可能是这样的——因为大股东，美国富达投资集团，宣称改投反对票——并购可能会失败，克雷顿公司可能因为签署了排他并购协议而被控告；如果投票通过，克雷顿公司卖给伯克希尔-哈撒韦，克雷顿公司则可能因为无视其他并购方、无视可能出高价的并购方而被控告。

凯文·克雷顿走出股东大会，打电话给巴菲特要求延迟投票，让Cerberus资本管理公司有时间进行出价。巴菲特答应了——前提是他们愿意因为延迟投票赔付伯克希尔-哈撒韦500万美元。克雷顿接受了巴菲特的要求，重新回到股东大会现场，宣布休会，日后再进行投票。³⁴

到目前为止，商业报道将这次并购比作尽人皆知的大卫与歌利亚的故事，故事中弱小的大卫——反对并购的对冲基金——努力对抗贪婪的克雷顿父子和巨人巴菲特。记者们自然会怀疑当权派；对冲基金经理们大都天生反对当权派；他们早就学会了像大师把玩弦乐器那样与媒体合作，实现双赢。媒体把注意力转向了巴菲特，如果他买了什么，那一定是超低价购买。

巴菲特有没有恶意盗取克雷顿公司可以通过其他公司的叫牌出价而明了。一周后，在Cerberus主席，前副总裁丹·奎尔带领下，来自Cerberus资本管理公司和其他三家公司——黑石集团、瑞信银行和得克萨斯太平洋集团——的70名会计、律师和金融专家突然来到田纳西州诺克斯维尔，事实即将大白于天下。克雷顿带他们来到了与总部相连的最迷人的活动房屋。许多人都在克雷顿公司的工厂到处参观，在堆满文件的房间里仔细阅读，更多地开始关注抵押贷款这个巨大的无底洞，以及其吞噬资本的方式。³⁵奎尔走来走去和大家握手，不断声称Cerberus是一家“家庭式公司”。³⁶

在Cerberus和其他公司一起讨论的时候，丹佛区切肉机厂和员工退休金计划联合对克雷顿公司提起诉讼，控告其“自作主张、管理腐败以及不开诚布公”。³⁷巴菲特认为自己被敲诈了。切肉机厂工会的诉讼得到米尔伯格·韦斯律师事务所的达恩·罗宾斯的支持，米尔伯格·韦斯律师事务所是一家专门代表投资人进行集体诉讼的律师事务所。“大家都知道他们在进行欺诈。”罗宾斯说。³⁸22位原告律师、助理和研究人员来到诺克斯维尔。原告的律师都没有住在活动房屋，有报道称他们住在市区带9间卧室的豪华公寓，准备进行6个月的战斗。³⁹

Cerberus经过一周的深入调查，返回纽约，传真了一篇标记为“仅供讨论之用”的文章《克雷顿公司资本结构之调整——资源与使用》。这篇文章不进行报价，却提出了一个价格：每股14美元。克雷顿的第一印象是Cerberus以稳定的优势战胜了巴菲特，然而，仔细一看才发现Cerberus计划付给股东的现金只有7.55亿美元，而巴菲特则以17亿美元现金并购。按照Cerberus的出价，外部股东可以得到每股总价14美元中的9美元，其余的以资产重组的股票进行支付。

然而，每股9美元完全可以由克雷顿公司自己支付给股东，Cerberus其实没有投入一分钱。克雷顿公司必须借款5亿美元，廉价卖掉6.5亿美元资产。⁴⁰

这是典型的负债收购案例，公司的资产全部卖出，为了融资而举债。名义上价值5美元的重组股票由财务公司组成，而财务公司已经在缩水的资本基础上堆积了更多债务。债务就是流入活动房屋制造工人血管的血液；没有这些债务他们就无法生存。而贷方早已避开了这些业务。为什么他们要借钱给一个没有偿还能力的公司呢？Cerberus显然清楚这一点；他们提出的建议是财务专家可以给出的最佳建议。克雷顿父子打电话给Cerberus说明了情况，表示他们不愿意接受这次并购，当然他们没有任何敌意。

但是，CNBC和财经新闻这样描述巴菲特：与克雷顿父子串通进行低价并购的无情的金融家。克雷顿并购案在媒体中产生了极大的反响，巴菲特的声誉也开始对其产生不利的影响，这表明巴菲特在公众心中的形象出现了重大改变。之前，他的形象是睿智而慈祥的，总是能够吸引一大批做着发财梦的投资者。而此刻，批评浪潮不断，反对克雷顿并购案的人表明，大投资者不再是那些等待着巴菲特的声誉能够拉高价格的绅士，现在这些人想利用巴菲特的声誉来反对他、阻止他。

然而，巴菲特从来没有真正专门购买别人希望低价购买的东西。其实，他购买的是别人不想要的东西，别人认为没有这个东西会更好。事实是人们总是做出错误的判断。更甚的是，自从并购《布法罗晚报》后，伯克希尔-哈撒韦一直在并购许多人确实不希望有的公司。没有多少公司有足够的资金实力承担克雷顿公司的债务，可以在一小时内而不是利用一周时间做出长期资本交易的决定。伯克希尔-哈撒韦可以做到这一切，甚或更多。伯克希尔-哈撒韦现在并购的许多公司都是像奈特捷那样的公司，创建公司的企业家希望可以找到这样的买家——能够悉心照料他们创办的事业，而且他们都相信伯克希尔-哈撒韦会诚实守信。⁴¹巴菲特的真正智慧不仅仅是进行低价交易（尽管他确实完成了许多低价交易），而是经过多年努力创建了一个可以进行合理交易的公司。

结果碰巧就在苏茜50岁生日那天，一度中断的克雷顿股东会议终于再次召开。经过4个月的推迟，没有其他公司竞价并购，Cerberus公司也放弃了。最后，52.3%的股东投票支持伯克希尔-哈撒韦并购，只是勉强通过。除克雷顿父子外，其他股东投否决票的人数占到2/3。巴菲特一直坐在电话旁边等待投票结果。而后，他约女儿出来，把生日礼物送给她。礼物是苏珊·雅克帮他在波仙珠宝店挑选的——一枚镶着一块很大的粉红色心形钻石的钻戒——苏茜在这个生日里最后收到的一份价值百万美元的生日礼物。人们眼中冷酷无情的金融家对女儿却是疼爱有加、情感细腻，他和女儿的关系非常亲密，甚至有些依赖女儿。生日前几周他一直随身带着那枚钻戒，不时拿出来看一看，想到女儿看到钻戒时激动的样子他的眼睛就充满泪水。苏茜看到戒指后，搂着父亲的脖子，激动得哭了起来。

就在他们拥抱的时候，米尔伯格·韦斯和奥维斯公司的威廉·格雷却开始破坏投票。格雷对投票结果提出质疑，得到批准重新统计投票。特拉华州衡平法院支持投票结果。因此，奥维斯公司和米尔伯格·韦斯联手要求田纳西州布朗特县巡回法庭的法官戴尔·扬阻止并购工作。然而，法官扬却说并购应该顺利进行。尽管米尔伯格·韦斯依然没有放弃，但是克雷顿父子没有再浪费时间。8月7日，并购工作完成的日子，克雷顿公司在特拉华州的律师破晓就守在州务卿办公室的门口，准备递交相关文件完成并购认证。早上7点30分，并购工作圆满结束。⁴²

并购生效的同时，米尔伯格·韦斯和奥维斯公司立马向田纳西州上诉

法院提起上诉，驳回法官扬在前一天做出的决定。第二天，田纳西州上诉法院一致决定暂时中止并购，其实并购已经完成。法院中止并购就是阻止伯克希尔-哈撒韦开始支付并购款项。上诉法院分配下属法院在两周内做出裁决。克雷顿公司开始完成米尔伯格-韦斯要求的长达18页的文件。律师和公司员工为此昼夜不停地工作。

当时凯文·克雷顿的妻子生产在即，因蛋白质过敏而绞痛难忍。“我们试了27个药方才从伦敦找到一个有疗效的，”克雷顿说，“而且，我还得了疱疹，就是因为压力太大了。我打电话和父亲说，‘爸爸，太苦了。’结果他说，‘嗯，儿子，我像你那么大的时候，因为压力太大整个左脸都麻痹了。’后来我打电话和沃伦讲自己压力太大，结果他还是说，‘嗯，凯文，我年轻的时候，因为压力大掉了许多头发。’我没有得到他们的一点儿同情。”

8月18日，法官扬发起陪审团庭审。克雷顿立即提出上诉。

克雷顿公司的股票几周前就停盘了，但是伯克希尔-哈撒韦无法支付并购款项，因为并购结果还在高等法院手里攥着。4万名股东都在等着用伯克希尔-哈撒韦支付的现金。而伯克希尔-哈撒韦有17亿美元在银行存着，正在为其生息。

巴菲特收到一对夫妻发来的传真，他们被迫从自己的住房中搬了出来，急需卖出克雷顿公司的股票取得现金，支付抵押贷款。能付多少付多少吧，他告诉那对夫妻，而且说明了当时的情况。可能那笔钱就足以让他们摆脱住房无法赎回的困境。

“称得上一次宝林历险记。”他说。

僵局持续了近两周之久，最后，在9月即将到来之时，法院没有发现“一丁点儿证据”说明克雷顿父子操纵股东投票工作。6天后，米尔伯格-韦斯通过田纳西州最高法院提出上诉。巴菲特难以置信——或者不如说他一直难以置信会有米尔伯格-韦斯这样的律师事务所。他们依然在想办法阻止并购。这并不会让律师事务所有大量好处可赚。他们怎么会期待有什么收入呢？克雷顿公司的律师事务所一直工作到深夜，复印机一直不停地复印大量文件和与法律相关的草案。巴菲特推测认为米尔伯格-韦斯一直坚持如此让人讨厌的做法，可能是接受了克雷顿公司提供的好处。他和凯文·克雷顿谈了这一点。克雷顿发誓，从来没有。 43

巴菲特又认真考虑了田纳西州最高法院的历史地位，该法院有可能成为美国历史上第一个这样的法院：拆散已经并购了的两家公司。法院显然意识到自己在做什么，于是驳回上诉。

克雷顿公司的保险公司——圣保罗公司希望以500万美元了结米尔伯格·韦斯带领其他股东进行的诉讼。然而这笔钱可以让股东受益的部分微乎其微——可能每股只有5分镍币属于股东受益部分——克雷顿父亲和巴菲特极其厌恶这些他们眼里的强盗资本家和争取渔翁之利的人们。律师们将得到大部分钱。但是保险方坚持说事情不解决，法律费用可能就会让公司损失更多。就这样带着被讹诈的情绪，他们接受了这样的做法，付了那笔本不愿意支付的款项，从此结束了并购克雷顿房屋公司的战斗。

但是不久人们就清楚地看到，活动房屋的销售状况没有好转。⁴⁴巴菲特的并购没有在行业回转的时刻完成。事实上，就在伊恩·雅各布斯准备飞回奥马哈汇报工作之时，活动房屋行业就开始急速下滑。曾经一度看似低廉的股价现在只是勉强维持。为了缓解并购带来的经济困难，巴菲特安排凯文·克雷顿购买减值贷款。克雷顿并购要走出困境需要大量琐碎的实质性工作。

58

超越自我

奥马哈，2003年夏秋

9月，巴菲特情绪高涨。《财富》杂志将他评为商界最有能力的人。在一片惊叹声中，他通过拍卖自己的旧钱包和一条股票信息获得21万美元，用来资助女子公司（Girls Inc.），苏茜的非营利事业。接着，他在eBay网站拍卖自己——或者说是拍卖8个人和他共进午餐的一次机会——用来资助旧金山的格莱德纪念教堂，苏珊的主要事业。格莱德教堂在礼拜期间免费进行HIV测试，为遭遇家人和其他教堂拒绝的男同性恋者举办葬礼和悼念活动。牧师塞西尔·威廉姆斯的口号是“大爱无边”，苏珊把这个词作为自己的口头禅，现在沃伦也不时用这个词。在格莱德教堂，人人都受欢迎：娼妓、吸毒者、酒鬼、流浪者。¹这次与巴菲特共度的两小时以及8个人在迈克尔餐厅的一次午餐拍卖，共有50人在eBay网站竞标出价，最终出价高达250 100美元——高于他钱包里的股票信息的价值。几天内，艺术家笔下穿着长袍，仿佛来自奥林匹斯山的巴菲特出现在《福布斯》杂志的“最佳着装亿万富翁”栏目。然而，要不是巴菲特的名声和人气可以促进杂志的销售，在如此激烈的竞争中（亿万富翁如今越来越普遍），他是不会被列入什么最佳着装方面的竞争者的。除此之外，还有一件事就是苏茜和苏珊都将应邀参加《财富》杂志的商界女强人峰会，谈论慈善事业，时间就在10月初，参加峰会的人都是美国社会非常重要的女性人物，包括首席执行官、企业家和不同领域的杰出女性。巴菲特为妻子和女儿有这样的机会而无比高兴，特别是他们此次将一起出席如此重要的峰会。

就在那次峰会前的星期五下午，苏珊打电话告诉沃伦她会晚一天到，因为周一要进行一次活组织检查。她在6月去检查了牙周，那次检查本来应该在5月份，当时因为肠梗阻、食管溃疡和贫血而被推迟了。牙科医生发现她的口腔底部有针尖波点状斑点，建议她去看专家。两个月过去了，她还一直没有安排出时间去检查，总是忙于她自己的各类差旅行程。就在最后终于约好医生的时候，还险些取消检查去参加盖茨基金会的活动。

“不，不，不，不，不，不。不能取消。”凯瑟琳·科尔说。科尔一般不会很不客气地反驳自己的朋友和上司，但是这一次她坚持说，“你必须去。”²

德博拉·格林斯潘医生通过触诊发现苏珊脖子一侧的淋巴结肿胀，就强烈建议她在周一尽快去看另一位专家布赖恩·施米特医生，进行一次活组织检查。苏珊似乎并不担心活组织检查会有什么不良结果。她想推迟检查，为的是不错过这次《财富》杂志峰会的任何一个细节。“我必须去。”她这样对凯瑟琳说，就是指必须按时参加这次峰会。然而，那位专家施米特医生拒绝延迟检查。³

巴菲特悄悄地承受着这一切，内心非常震惊。苏珊打完电话后的几个小时，他一直和别人在电话上不着边际地聊天，艰难地度过自己从办公室回到家中后的每一分钟。在每天的桥牌时间就要开始之前，他在电话里随便说了一句，但是声音低沉而严肃，“哦，顺便说一句，苏珊星期一要做活组织检查。”

“为什么？！电话那边吃惊地问。”

“她的嘴里有点问题，”他说，“就这样吧，我以后再和你说。”而后他挂断电话。

苏珊作了活组织检查。她照例参加峰会，照例发言，而后飞到东边的迪凯特去豪伊的农场，看望孙子们，开着联合收割机收割庄稼，随后返回旧金山。豪伊事后才明白，自思自忖，唉，她一直说要在收获的季节来农场，但是以前一直没有实现。⁴然而，那时候他没有发现一点儿异样，因为她还是像往常一样。⁵

沃伦一直盯着电脑屏幕，要么浏览新闻，要么打桥牌，要么玩直升机游戏。他内心的焦灼还是像平常那样表现出来：不断地问同样的问题，一次又一次地说同样的事情，但是在问及他是否担心时，他还是拒不承认。

星期五，苏珊和凯瑟琳·科尔一道去南加州大学医疗中心取活组织检查结果。苏珊对病情可能会有多么严重似乎浑然不知。他们到了施米特医生的办公室后，苏珊对科尔说：“你怎么那么紧张。为什么那么紧张啊？”科尔心想：“哦，我的天哪，难道她不知道可能会有不好的检查结果吗？”他们见到医生后，医生对苏珊说她患有三期口腔癌。诊断结果让

她震惊。“她当时就像遭遇晴天霹雳一般。”科尔说。她显然想都没有想过会有这种可能。⁶

苏珊一时间眼泪纵横。然而，她还是坚强的她，回到车里的时候，就已经打起精神开始安慰别人。她打电话给沃伦，他没有说什么。她打电话给苏茜，告诉她，“给爸爸打电话，他一定不知所措。”而后她回到家，再次和沃伦讲自己的病情，又和苏茜、豪伊和彼得讲了。⁷那时候，苏茜已经在浏览相关网站了。⁸她打电话告诉父亲，“不要去浏览口腔癌的网站”。

每年患口腔癌的有34 000人，其中8 000多人会因此去世，是一种无痛但可以快速扩散的癌症，比黑素瘤、脑瘤、肝癌、宫颈癌或霍奇金病的致死率都高；⁹口腔癌的高致命性是因为其通常在扩散到淋巴结后才被发现，到这一程度原发肿瘤就可能侵入周围组织，而且可能转移到其他器官。口腔癌患者极其容易继发第二原发肿瘤，原发治愈后复发的风险高达20倍。

至少90%的口腔癌确诊患者是长期吸烟或使用无烟烟草的人们。既吸烟又喝酒的人患病比例更高。苏珊·巴菲特向来不吸烟、不喝酒。她没有明显的发病因素。三期癌症的检查结果表明癌细胞可能至少已经扩散到一侧淋巴结，但是可能没有扩散到其他部位。

苏珊回到了面朝金门大桥的公寓，三面墙壁上分别摆着旅游纪念品、朋友送的礼物、一件对她而言意义非凡的艺术品。这位素来广交朋友、兴趣广泛的女士开始告诉人们：“我的生活非常美满。孩子们都长大成人，我也有幸抱上孙子了。我热爱生活，而且有自己的工作，真的不需要再多了。”

“如果按照我的意思，”她对科尔说，“我就一个人去意大利的村庄，静静地离开人世。”她更害怕经受痛苦的折磨慢慢离开人间，而不是顺其自然地悄悄离开。但是如果她确实放弃治疗，就是放弃了自己生活中非常重要的人们，几十年来成为她生命一部分的人们。其实就是为了沃伦她才愿意接受手术治疗。然而，她告诉科尔和一位朋友罗恩·帕克斯，说她没有决定是不是要继续手术后的放射治疗，而放射治疗是为降低复发必须进行的，况且该病的复发率非常高。由于某些原因，可能是过分受惊，她似乎没有明白术后放疗有多么重要。¹⁰

第二天早晨，苏珊和科尔开始计划接下来的安排，苏珊莫名其妙地拒绝让科尔购买手术后她在公寓里生活所必需的一些设备。科尔需要购买升降椅帮助她在手术后回到位于顶层的公寓。苏珊完全不听这些。科尔认定苏珊一定是因为受惊或者在努力克制自己才表现出这样的情绪，后来她决定打电话给苏茜，苏茜说不用理会母亲的反对，该买什么就去买吧。

其间，备受惊吓的沃伦还是匆匆安排自己的事情，他在情况危急的时候总是这样。他亲自送闷闷不乐的阿斯特丽德到林肯观看内布拉斯加足球比赛。第二天一早他飞到旧金山，就是在那里他得知苏珊需要进行大手术。她再活5年的可能性只有50%。手术可能去除苏珊的大部分颌骨和所有牙齿。手术后一个多月的时间，她只能通过插在鼻子里直接通到胃部的管子进食。而且那段时间她都不能说话，手术还可能引起面部变形。苏珊还和沃伦讲了许多，她说她担心自己的样子会吓坏几个孙子。他们决定下周到纽约纪念斯隆 - 凯特琳癌症中心再进行一次检查，尽管这很大程度上只是重复一次检查而已。

回到奥马哈，沃伦就一刻不停地打电话、在线玩儿桥牌、工作、处理即将到来的一次会议——和《华尔街日报》发行人卡伦·埃利奥特·豪斯的会议。到目前为止，巴菲特与《华尔街日报》发生过几次分歧，原因就是该报对他的报道，其从1992年开始，就将他称为戴着友好贤明“面具”的“顽固而优雅之人”。豪斯此次造访可能是为了当面请罪、以示愧疚，也可能是想探探他有没有意向并购当时陷入财务困境的报社。但是他的注意力从来没有真正离开过苏珊，他谈到她的时候滔滔不绝。接下来的几个月，他决定每个周末都到旧金山陪她。尽管他确实不知道自己该怎么做，但是他希望自己可以按照一种自己理解的方式来关心她，就像如果他病了，她会怎么关心他那样。他说他清楚地感觉到她需要他陪着。确切地说，他也需要她在身边。

和豪斯的那次会议太平无事；双方都没有感到为难，巴菲特也没有并购报社。那一周他每天早晨都一脸倦容——显然是没有休息好——然而，他还是打起精神处理每天的工作。除了秘书戴比·博赞科和少数几人以外，伯克希尔-哈撒韦总部没有人知道原因。

那一周他几乎没有离开自己的座位，办公室就在复印室和两个档案室之间，大部分时间他都通过电话和苏珊聊天。尽管他们一聊就是几小时，但是她从不明确提到自己要面临的折磨。开始，她自己还没有完全

明白究竟是多大的手术，可能还需要从她的腿上取一块骨头进行移植。外科医生也不确定手术会对她的面部造成多大的影响，尽管他们认为可以保住她的舌头。对她来讲最要命的就是她从此也许再也不能唱歌了。她和前女婿艾伦·格林伯格谈到过手术，艾伦对她的健康状况比较了解，多年来他曾经带这位朋友、上司和前岳母多次进出急诊室。而且格林伯格注意到巴菲特面对疾病时表现出的退缩无助的情绪，所以在去巴菲特的办公室汇报基金会项目工作的时候，从来不提苏珊。

然而，尽管沃伦不想知道太多，他说着说着还是说了他所知道的情况。“有5个医生参与手术，手术时间至少需要10个小时。她可以得到全世界最好的护理。她收到了豪伊的来信——没有哪位母亲收到过孩子写来的那么感人的信。她具备许多有利条件，但是手术还是非常折磨人的。医生们告诉她许许多多，她知道我不想了解细节，就告诉我她认为我能面对的事情。我可以肯定医生们一定认为我疯了，因为我没有直接和他们谈。但是我做不到，所以是她告诉我手术的这些关键问题的。”

几天后，苏珊飞到奥马哈去接苏茜，按照她的第二套计划，苏茜将陪她到纽约纪念斯隆 - 凯特琳癌症中心。在癌症中心的检查带来一些好消息，那就是没有癌细胞扩散的迹象，她们又回到奥马哈，苏珊在那儿度过周末。但是，在奥马哈她又发作了因腹腔粘连引起的剧痛。距离上次肠梗阻剧痛发作还不到5个月的时间，就是去年5月他们全家因此取消非洲之行的那一次，这样的发作非常痛苦。她晚上只好住在苏茜家里，第一次吞下大量的止痛片而没有去医院，而此前每一次发作她都必须去医院。

巴菲特形容枯槁，拖着疲惫的身躯坚持去办公室，星期三参加了可口可乐在亚特兰大召开的董事会议。他回来后，苏珊开始从剧痛中恢复，去看了阿斯特丽德。阿斯特丽德见到苏珊后，不能自己地哭了起来，这一次又是苏珊来安慰别人。

周末结束后，苏珊飞回旧金山，巴菲特又开始情绪低落，他说话时声音嘶哑，显然睡眠不好。两年一度的巴菲特集团会议再过几天就要召开了，这对他也是一种压力。苏珊的医生不希望她参加集团会议，因为要去圣迭戈。因此，1969年以来沃伦第一次独自参加会议。不但苏珊没能出席，他的朋友、早期的合作伙伴、洛斯保险公司总裁拉里·蒂施这次也缺席了，他同样也是因为生病了，而且是晚期胃癌。

巴菲特显然一直在想这次苏珊不能一道参加会议将是什么情景。她生病的消息一定会引起轰动，很多参加会议的人之前就有所耳闻。5天中他将一直回答关于她的各种问题，接受络绎不绝的问候，还要努力克制自己的情绪。他必须亲自主持会议，保持会议气氛，但也不能过分兴奋而让人觉得做作。巴菲特很好地把握了自我调整的艺术，仿佛这是他与生俱来的本领——然而，现在他还是需要刻意调整自己的情绪。会议结束回到酒店后，他孤独地在黑暗中思索幻想。

“我的幻想很多，”动身到圣迭戈的前一天他这样说，幻想有时候也让人不安，“在那里我扮演多个角色，没有一刻闲着。”那天晚上他晚餐就要了一个三明治，在办公室一边吃一边和一位客人聊天，在沙伦来打桥牌之前他一刻也不愿闲着，一直都在聊天。开始他只是谈一些无关紧要的政治和经济方面的话题，后来，谈话还是转到了这些天来一直让他揪心的事情：手术在这次会议之后很快进行。

瞬间，他的脸上闪过一丝异样，表情开始扭曲，后来双手掩面，双肩不停地抖动，整个身体一下子向前瘫在椅子上，仿佛地震中倒下的高塔。他无助地抽泣着，几乎喘不过气来。此时没有什么可以安慰他。

渐渐地，他克制住无比的悲伤，开始讲他的苏珊。在长达两小时的时间里，他依然不时地痛哭流涕。他为她必须经历的巨大痛苦而担心，她比他坚强。他更担心的是她会死亡当作一件很自然的事情来接受，而不像他一样去和死神抗争。他害怕失去她。他一直认为自己的中心是她，而现在却要反过来了。他一直认为自己不会孤单，因为她会比他长寿。他一直认为自己可以凭借她的智慧和判断来面对人生必须面对的生死抉择。他一直认为在他离开后，她会打理好基金会。没有他，她一样可以保持家庭和睦；她会保证阿斯特丽德得到很好的照顾；她会解决任何矛盾，缓解别人的痛苦。她会打理好他的葬礼，以一种独特的方式让人们永远铭记他。最重要的是，他一直希望在自己生命的最后时刻苏珊可以陪在他身边，在死神降临的时候，她坐在床头，握着他的手，告诉他不要害怕，帮助他减轻痛苦，就像她一直安慰别人那样。多年来这是第一次，他必须考虑事情可能完全不是自己一直设想的那样。但是这些想法太残酷了，他只能强迫自己立即停止思考。他相信医生们会照顾好她，她可以活下来。离开办公室去打桥牌的时候，他还是非常忧郁，但是平静了许多，也镇定了许多。

第二天一早，巴菲特飞到圣迭戈。在巴菲特集团的会议上，他略显

沉默，但没有垂头丧气。他主持了三天的会议，包括在盖茨家的一次晚餐聚会，比尔·鲁安发言讲了改善哈勒姆学校的条件一事，杰克·拜恩讲了管理接任的问题，查理·芒格讲了伟大的实业家安德鲁·卡内基的生活，安德鲁·卡内基主张死而富有是一种耻辱。豪伊·巴菲特只是碰巧参加了聚会，他讲述了自己的摄影画册《人生织锦画》中的照片背后的拍摄动机，画册展示了生活在贫困的非洲深受苦难的人们；杰弗里·考恩，南加州大学安纳堡传播学院的院长，发表了题为“从年轻的理想主义到年迈的官僚主义”的演讲，内容涉及美国社会称为“静默的一代”的人们，他们生于20世纪30年代末到40年代初，而且在座的各位大多都是那个年代出生的。¹¹

沃伦在圣迭戈的时候，阿斯特丽德在图森的峡谷大农场水疗中心，是沃伦送她去那里的，因为苏珊的健康状况让她非常不安，他希望她能到那里放松一下。她之前从来没有到过水疗中心，起初坚决反对。在奢华的庄园里尽情享乐，对她来讲就像一个从来没有修过脚的女士想尝试勾手三周跳一般。阿斯特丽德没有什么豪华的装束，她只带了几件T恤衫到那个知名的度假村准备度过一周的时间。到那里后的第一顿午餐只要了一个火鸡金巴利汁卷，出于习惯，她开始不厌其烦地向工作人员讲述废物回收利用和泡沫包装方面的环保观念。在接待区，一位护理人员带她来到了一间办公室，为她特别制订水疗和保健养生方案。在问及她当时的感受和有什么担忧的时候，她居然回答说她担心她的朋友苏珊。护理员显然明白自己眼前的这位女士向来都是关心别人、照顾别人的类型。她温和地对阿斯特丽德进行了一些放松治疗，如接触疗法。阿斯特丽德参加了几次瑜伽课程、练习走鸟步、学习烹饪、做美容、按摩、学打高尔夫。她不习惯自己得到别人的照顾，但是令她感叹的是，自己可以一点点习惯别人的照顾，而且居然发现这样也蛮不错的。

苏珊手术的前一天，巴菲特从圣迭戈结束会议飞到旧金山。他本来安排那天一定要去参加一个奈特捷的市场活动，但是苏茜知道他是在克制自己对苏珊的担心，就打电话对他说必须到旧金山。因此，他勉强来到了旧金山，晚上就和家人一起在苏珊的公寓度过。大家都像平常一样。苏珊这一次不需要照顾别人（因为她自己需要照顾），她就一直回避和家人谈起自己对第二天将进行的手术有什么想法，始终都在一边打电话。沃伦一晚上都在电脑上玩直升机游戏，眼睛都没有离开过屏幕。

第二天一早，全家就陪着苏珊来到加州大学旧金山医疗中心，在那

里，专家们给她进行了静脉注射，在她的左腿膝部到脚踝处用魔幻变色笔画了一个巨大的椭圆。他们说这是为了标明从哪里切开她的腿，取出进行移植所需的骨头。艾斯利医生，苏珊的外科医生，告诉他们他会在手术开始后90分钟左右离开手术室，来告知他们癌细胞是否已经扩散。

而后，苏珊带着女儿来到卫生间，把门关上。她不想让沃伦听到她必须说的一些话。“听着，”她说，“爸爸现在一定吓坏了。你要明白如果手术发现癌细胞数量很多，就别让他们进行手术了。我很担心他会在得知癌细胞确实扩散的情况下，依然告诉医生们继续手术，他不希望我离开。”

8点钟，苏珊开始手术，家人都来到手术等候室，在那里等候手术消息。许多人都在那里盯着电视里播放的杰里·斯宾格的节目打发时间，此时他们关心的人在手术室里接受手术治疗。沃伦手里拿着一份报纸，不时合上报纸，挡在脸上，抬起一只手揩去眼泪，而后又打开报纸。

艾斯利医生在45分钟后就从手术室出来。尽管在两侧淋巴结都发现了癌细胞，但是没有扩散到其他部位，还算是好消息。手术只需要摘掉口底、两颊内侧和大约1/3的舌部，不需要植骨。艾斯利医生离开后，沃伦开始问：“哦，苏茜，他刚才是说要过一个半小时，他还要来告诉我们吗？你可以肯定吗？他们真的知道吗？”每一次，苏茜都耐心地和他说他们已经知道结果了，然后，过几分钟，他就又开始问同样的问题。“哦，他们怎么这么快就知道了？”他不停地说，“我觉得不对，可能他一会儿还要出来。”

16个小时后，苏珊进了重症监护病房，通过气管套管呼吸，左臂从手腕到肘部都缠着绷带，医生从那里取了一块皮在她嘴里进行了皮肤移植。她的舌头都肿得从嘴里伸出来了，鼻孔插着直接通到胃里的鼻饲管。她不停地咳嗽，气管套管总被堵塞，必须不时地进行清理，保证她可以正常呼吸。¹²

第二天早晨，在医院里，苏茜对父亲说，“您必须作好心理准备，看到妈妈您会非常震惊。”沃伦硬着头皮走进苏珊的病房。他知道不能让她看出自己脸上惊异的表情，那样会让苏珊察觉到自己看起来有多么吓人。他努力让自己坚强起来，无所畏惧地在她身边坐了一小会儿。之后，苏茜告诉父亲和两个弟弟先回家去，他们待在医院也没有什么事情可做。坐在苏珊身边的时候，他把自己的感情都藏在了潘多拉盒子里

面，离开后他说自己“一直哭了两天”。

接下来的两个周末他都在旧金山和苏珊度过。后来，就在苏珊准备出院回家的时候，他飞到佐治亚州，为佐治亚理工学院的大学生作了一次演讲。他没有更多地谈到创业经营，而是讲了一些常见的主题。他给学生们讲了精灵的寓言，还讲到了慈善事业。他说一个人一生中最好的投资就是投资自己。他讲了他的偶像本杰明·格雷厄姆，还说选择自己的偶像一定要慎重，偶像是影响我们一生的人物。他告诉大家要为自己崇拜的人工作。

学生们问到他最大的成功和失败的时候，这一次他没有讲事业方面的疏忽和错误，而是说：

其实，当你们到了我这个年纪的时候，你们衡量自己成功的标准就是有多少人在真正关心你，你也希望得到他们的关心。

我认识一些非常有钱的人，他们举办庆功宴会，修建以他们的名字命名的医院辅楼，但事实上世界上根本没有人关心他们。如果你们到了我现在的年纪，却发现没有人对自己有好感，不管你的银行账户上有多大数目的存款，你的生活依然是不幸的。

这是对生活的极限测验。关爱是用钱买不来的。钱可以买来性、可以买来庆功宴会、可以买来宣传自己活得精彩的小册子。得到关爱的唯一方法就是做一个讨人喜欢的人。如果你有钱，你可能对此非常愤怒，你可能会想自己可以写一张支票：我要买价值百万美元的关爱，但是关爱是买不来的。你付出的爱越多，得到的爱才会越多。¹³

苏珊回到面朝旧金山湾区阳光充足的公寓后，沃伦每个周末都来看望她。因为担心灰尘堵塞气管套管，房间里原本铺着的鹅黄色的地毯已经不用了。她通过升降椅回到公寓，护士们也启用了租来的气管抽吸系统。医生们开始为苏珊准备为期6周的放射治疗，放疗是为了杀死残存的癌细胞。她一直没有完全同意接受放射治疗，而且放疗可能灼伤她的咽喉。手术前医生们就告诉她吃胖一些，因为手术和放疗期间她的体重估计要减少50磅。50磅不是一个小数目，但是手术前让她欣慰的就是当时自己的体重情况完全需要好好减肥。现在，鼻饲管不用后，护士们一天喂她6次流食，因为疼痛难忍，她需要大半天才能吃完。

压力之下，沃伦的体重增加不少。他觉得自己得减掉20磅，就决定和苏珊一起选择流食养生。“那不是什么有趣的事情，”他说，“所以我也没有得到一点乐趣。”

巴菲特的节食方式和他的饮食习惯一样偏执古怪，而且不利于健康。他决定坚持自己的一贯策略，那就是每天只摄入1 000卡路里的食物，想吃什么就吃什么。就是说他可以吃甘草什锦糖、花生糖、汉堡或者其他任何他想吃的东西，只要不超过他自己限定的1 000卡路里。最轻松的一步便是不喝樱桃可乐，也不喝别的什么取代樱桃可乐，就是直接减少水分摄入。每天1 000卡路里的节食养生之道的理念就是，结束节食带来的痛苦。他没有耐心，不理睬这样的节食方案有什么健康问题。“就我的身高和年龄，”他说，“我觉得自己可以一年摄入100万卡路里，照样保持这个体重。我可以随心所欲地消耗那些卡路里。如果我想在1月份吃大量的热软糖圣代，接着这一年就饿着，我也能做到。”

这真是个表面看来完全合理却彻底荒唐的方案。但是，他一直以来既没有体重严重超标也没有什么重大疾病，所以没有必要就此和他争执。（每年股东大会之前他都采取这种节食速成方案；然而，一直脱水节食的做法与前几年的肾结石可能确实没有什么关系。）无论如何，巴菲特都在出现问题之前，振振有词地坚持自己的理论。然而，一个罕见的例外就是他在面对媒体评价的时候。他从来没有与《金融时报》或《纽约时报》有过什么争端，他是这两份报纸的忠实读者。他的麻烦一直是《华尔街日报》。

多年来，他总是让一些乡巴佬了解一个事实：华尔街向来都是一帮好敲诈的人出没的一个非正式场所，因此与《华尔街日报》有所积怨，《华尔街日报》是华尔街带有危险性的正式报纸。他曾经出于友善地组织过一次《华尔街日报》的“编辑部”午餐会，结果适得其反。在编辑部的会议中巴菲特站在台上，向编辑们讲述当今的一些经济问题——他喜欢这样做——但是，这一次报纸居然引用了不得公开的内容。凯瑟琳·格雷厄姆违背了自己的新闻业准则——格雷厄姆的座右铭是不公开的内容就是通过引用也不得刊登——除非确实可以产生正面效应。¹⁴巴菲特勃然大怒，而且报纸还找借口推卸责任，表示不会因此向他道歉。此外，《华尔街日报》的社论版定期对他进行恶语攻击，因为他主张减轻穷人和中产阶级的税负，增加富人的税负。

然而，他却不能想象一天不读《华尔街日报》的日子，即便在每个星期五，他要开车到奥马哈艾普里机场坐上三个小时的奈特捷航班到旧金山去也不能例外。通常是沙伦·奥斯伯格到机场接他，直接带他来到位于太平洋高地的苏珊的公寓。他不想打搅她的休息，也担心光线穿过苏珊房间没有窗帘的大窗户会弄醒她，所以那段时间他就睡在楼下用来存放东西的房间。苏珊打盹儿或睡觉的时候，他经常去沙伦家看电视里的橄榄球赛，有时候靠在沙伦肩上痛哭，有时候他们去看午夜电影。

沃伦在旧金山的时候，苏珊不见其他客人，只有女儿、护士们和每天照顾她的科尔等人陪在身边。她几乎不见什么人，即使住在同一座公寓的珍妮·利普西·罗森布拉姆和沃伦的妹妹伯蒂也不例外——而且不仅是周末——即使分散一点儿精力都会让苏珊筋疲力尽。珍妮每天写一张卡片，放在苏珊公寓的门口。和许多苏珊一直以来关爱的人一样，伯蒂因为不能见到嫂子而难过。她一直仰慕苏珊为人处世的智慧，最近她的丈夫刚刚过世，她觉得自己也获得了一种同样的智慧。“希尔特是心理学家，”她说，“想都不用想，他就能知道人们大脑中的元信息是什么。希尔特去世后，他指引我以一种从未有过的方式处理事情。突然间，我明白了过去自己一直不明白的事情。”伯蒂认为她现在和苏珊的关系也不同了，是一种平等的关系了，所以她不会再凡事都依赖苏珊。她还认为自己终于开始理解苏珊了。

沃伦每周都要往返于奥马哈和旧金山之间，他也学到了许多自己从来都不了解的东西——药物治疗、放射治疗、医生和护士所讲的每一个细节以及医院的设备。同样，他的情感也进入到一个新的阶段——可以正视自己和苏珊对疾病的恐惧。在谈到最近发生的一系列事情时，他很有分寸地讲了讲妻子的情况，不让自己的情感外露，和不同的人以不同的方式谈及目前的情况。有时候他会和自己全力支持的阿诺德·施瓦辛格讲一下妻子的情况，阿诺德·施瓦辛格是他最近认识的一位性情相投的朋友，他被提名为共和党候选人，参加加州州长格雷·戴维斯被免职后的罢免竞选。“我妻子6周前在旧金山做了一次手术，我每周都到那里陪她。（停顿）嗯，人们都知道，阿诺德，有时候我们不能辨别谁是谁，什么时候互相依偎，什么时候分离，没有人知道。”

熟人打电话的时候，他开始刻意去谈之前自己总是拼命回避的问题。

哦，嗨，查克，嗯，她恢复得很好，比预期的情况要好许多。她没有一点精神头——她以前从来没有这样。但是相比之下，她的嘴恢复得很好，肿胀也好多了——一切都还可以。人们都吓坏了，现在她不那么疼了。我觉得可能更多的是心理作用——我是说她现在依然没有失去对生活的信心。

年会啊？哦，我正要说不，现在苏珊的情况，我觉得需要跳过音乐节目——今年5月的年会上她是不能唱了，所以我们期待明年吧。

他还是会时不时地提到苏珊可以再唱歌，尽管事实上苏珊再也没能唱歌。只有在和非常亲近的人，比如和女儿在一起时，他才会偶尔表现出无助的样子。

喂？嗨。我很好。我每晚就睡两小时。嗯，很好。怎么不到这儿来呢，我们换着开车出去玩吧？嗯，好，路上会碰到三流演员搭车的，当然是偶尔。就来这儿……我们一起。明天或什么时间都行。好。可以吧？好。

每晚睡两小时。

我想事情的时候就睡不着。昨晚我就只睡了两小时，我感觉挺好的。不睡觉都没有问题。苏珊又开始犹豫要不要接受放疗。

我们说服她了。我离开旧金山的时候她完全不想接受放疗，但是我又回到那儿后，她就表示可以接受……

苏珊做手术唯一的好处就是30多年来我将第一次不去翡翠湾过圣诞节。我甚至会想我的房子还在不在那儿。

59 冬天

奥马哈、旧金山，2003.12~2004.1

苏珊还是不愿意接受放疗，由于对放疗的焦虑不安而开始大量服用安定文。“艾斯利医生告诉我一些安定文的知识，”苏茜说，“告诉我不能再让母亲大量服用，但是一提到放疗她就紧张不安。”

沃伦认为不接受放疗就是自暴自弃：如果放疗治愈效果更好，为什么不呢？他告诉她，手术是最痛苦的，而放疗没有那么痛苦。但是放疗科医生对苏珊说，如果有人和你谈到自己的放疗经验，说不是非常痛苦，千万别相信他们。在嘴里进行放射治疗不同于其他部位的放射治疗。治疗后口腔会彻底被灼伤，什么东西吃起来都像铁块一样。唾液腺可能受损或者彻底被毁坏，而且会失去全部味蕾。疼痛自然是不能免的，苏珊已经经历了巨大的痛苦，她认为自己有权拒绝更大的痛苦。

她看到过许多人辞世，看到他们经受了不堪忍受的痛苦。我们都希望可以延续她的生命。她不惧怕死亡，但是莫名其妙地认为接受放疗就完全失去了自我，放疗的结果可能就是在生命的最后经受更大的痛苦。我们就此谈了很长时间，一次又一次地劝她接受放疗，最终还是需要她自己做出决定。但是另一方面，现在的情况有些让人摸不着头脑。她一直都说：“我知道自己的想法不对。”她让两位医生以最好的方式作好最坏的打算，却只是因为他们更愿意那么做。

为了减轻焦虑，每天晚上睡前她都听歌手博诺的歌。博诺在一次奈特捷的活动中认识了沃伦，后来和苏茜成为好朋友。现在苏珊睡觉的时候就听着U2乐队的《神采飞扬》，伴着《我只要你》的歌声入睡。

我们不要承诺

今生今世

我只要你.....

在奈特捷的活动中，博诺第一次和沃伦说话，只是问他可不可以和自己聊一刻钟。

我不知道博诺要说什么。他问了我几个问题，不知为什么我们非常投缘。我给他提出一条建议，他非常喜欢，说：“真是动人的旋律！”“简直难以置信，一刻钟就创造出四首旋律。”……我喜欢音乐，但是U2的音乐确实没有让我着迷。我感兴趣的是博诺在U2的四个成员中间平等分配收入的本领。

赚钱多能让一个人显得魅力十足、风趣幽默而又智慧超群，巴菲特很多时候对此能保持足够的理性。然而，他还是不断感受到惊喜，因为不管什么类型的名人都认识自己。无论他如何努力想冷静对待，当博诺把他当作一位智者时，他都比一般人把他当名人时更感到荣幸。博诺在美国腹地巡演期间来到奥马哈，和巴菲特取得联系，认识了苏茜。苏茜从内心深处还是一个热爱摇滚的女孩子，同样也着迷于这位歌手对她的吹捧和热情。这位全世界最大的摇滚乐队的热心领袖，以一种浪漫而新潮的高贵气质吸引了苏茜和她的母亲，U2的音乐表现出一种对爱与和平的精神向往。他们的使命——“索取越多、感动越少、付出才有回报”——完全与苏茜和苏珊的观点吻合。他邀请苏茜加入他的慈善组织DATA（非洲的债务、艾滋病和贸易改革）的董事会。他也给苏茜的孩子们留下了深刻的印象。

他和我的外孙们——苏茜的孩子，埃米莉和迈克尔——都非常投缘。他和埃米莉一起聊天，对她产生了巨大的影响。

第二年夏天，博诺安排埃米莉到DATA实习。但是，苏珊却一直没有见外孙女的这位摇滚明星老板。她似乎觉得自己已经完成了在这个世界上的个人使命。“我为什么不能余生就躺在床上呢，”她说，“外孙们可以出去打拼，那样很不错。”开玩笑呢吧？苏茜心想。不能这样。“您必须起来！”她告诉母亲，“您不能这样一直躺在床上！您应该接受放疗，一定会好起来的，您还可以继续到各国旅游。”苏珊一脸吃惊地问道，“你真的这么想吗？”¹

后来苏珊终于决定接受放疗，定做了一个特制的面具，放疗科医生用来罩在她的脸上，保证放疗的安全。巴菲特也开始了解妻子进行放射

治疗的一些相关细节。

我对放疗科医生的工作非常着迷，医生设计面具，确定攻角大小。她在电脑上给我说明每个角的受力状况，舌头和声带的位置。

苏珊的一些朋友认为她可能是为了照顾别人的情绪才同意接受放疗，完全不是自己的意愿。无论如何，她同意接受33次放射治疗，一周5次，周末休息，从12月中旬开始治疗。医生们强调连续放疗的重要性，却依然选择在周末不进行治疗，巴菲特对此百思不得其解，他认为这是医生们为了自己方便而选择的做法，非常担心这样的治疗方案会影响妻子的康复。

苏珊第一次放疗一周后，巴菲特飞到布法罗宣布公司将在布法罗附近投资4 000万美元成立GEICO维修中心，以适应业务快速发展之需，并且与纽约州州长乔治·帕塔基共同召开记者招待会。新成立的维修中心可以为纽约州增加2 000多个工作岗位，部分挽回过去3年中布法罗 - 尼亚加拉地区减少的17 700个职位。²巴菲特是布法罗城卡内基式的人物，布法罗城被称为“智慧而友好之城”。

之后，他返回旧金山过圣诞节，圣诞节在苏珊放疗开始的第二周。20世纪70年代以来，苏珊第一次没有与儿女们和孙子们一起过圣诞节。但是，她还是希望全家人聚在一起，因此其他人都在奥马哈苏茜的家里度过圣诞节，沃伦和苏珊两人在旧金山度过。

作为圣诞节的礼物，沃伦和苏珊送给每个孩子600股伯克希尔-哈撒韦的股票，用来资助他们的基金会——一个惊喜，大家都非常高兴。³目前，豪伊把自己的大部分资金用于野生动物保护和环保事业。苏茜资助奥马哈当地的教育和地方事业，彼得资助环保事业、土著人和威斯康星州的地方事业。⁴考虑到将来，知道孩子们有一天可以捐出更多资金，为人父母的他们就决定通过这样一份厚礼来教育孩子们更加热爱慈善事业。在沃伦或苏珊去世后两年之内，会有300亿、400亿、500亿美元或者更多资金——根据届时伯克希尔-哈撒韦的股票价格确定——流向基金会，随后不久，根据法律要求，基金会需要每年捐出5%。巴菲特不信任永久基金会，将资金委托给未来一代代理事会随心所欲的做法。但是，巴菲特基金会只有寥寥几名员工，每年捐出10亿美元都忙不过来。⁵沃伦就这一问题考虑了很多，他认为苏珊可以选择的一个办法就是将巴

菲特基金会的一部分资金转到盖茨基金会。比尔和梅琳达·盖茨基金会自2000年成立以来已经发展为拥有数十亿美元资金的慈善机构。盖茨说全球有42亿人每天的收入不到两美元，占全球人口的极大比例。而他们的生命价值和美国人一样平等，这些人就生活在现在，而不是遥远的将来。

比尔·盖茨是最适合处理基金会工作的人选。他和梅琳达挽救了许多人的生命，他们用钱挽救的生命比别人都多。他们在基金会的工作非常辛苦。他的创意极其出色，他每年要读大量的慈善信息和医疗保健信息。再没有比他们俩更出色的基金会管理人员了。

他们完成了惊人的工作，他们考虑问题全面而周到，他们的价值观无可挑剔，他们的逻辑完全合理。

沃伦现在还是认为可以由苏珊来决定这一切。

苏珊掌握所有的钱。她全面负责一切。我的遗嘱将交给她处理，她的遗嘱将交给我处理。

完全没有必要留下复杂的文件说明，不需要那么做。现在，如果她愿意，可以将巴菲特基金会的全部资金都交给孩子们的基金会，她是自由的。苏珊不在乎她持有伯克希尔-哈撒韦的一股股票还是10万股，⁶她可能会全部投入到基金会，一股都不卖出。在最初的一两年中，在其他方面做一些提升工作的同时，如果基金会的运作和盖茨基金会相符，那么每年捐出20亿美元，而不是10亿美元，也完全可以。我不必独占基金会，我完全愿意让别人做伯克希尔-哈撒韦的所有工作。但是巴菲特基金会可能并不认同这样的做法，这样似乎缺乏创意和想象力，尽管理论上是完全合理的。

现在，移交基金会的做法是人们不愿看到的，他们通常都会反对那样做，但是那并非疯狂偏执的做法。

盖茨已经有了恰当的做法，如果我们把钱交给他，后投入的钱可以和先投入的钱一样得到合理的应用，最后一分钱和第一分钱一样不会被乱花。把钱交给其他基金会的做法不是基金会愿意做的事情，但是模仿正确的做法不是什么错误。

在巴菲特基金会发展的同时，将一部分资金转到盖茨基金会是完全合理的。在当前，完全不合理的是在目前没有第二手计划的情况下，沃

伦依然认为可以由苏珊来决定和打理这一切，而不是他自己或者女儿。尽管第二手计划可能已经在酝酿中了。

圣诞期间，苏珊又开始表示不想继续接受放疗。她发话表示要中断治疗。巴菲特又开始苦口婆心地劝她，既然已经开始治疗了，停下来就前功尽弃了。然而，不论苏珊做出怎样的决定，放疗还是中断了两次——圣诞节和新年。沃伦非常愤怒。“他们在周末和假期照常休息，让我觉得不安。她已经接受了8次放射治疗，好像时间都安排得不太合理。医生们都和我说过，一周最多只能有4天中断治疗。”

苏珊还是没有精力与前来探望的朋友见面。手术后，两个儿子都一直没有见到母亲。只是豪伊和妻子德文、儿子豪伊·B到旧金山住了几天。他只与苏珊“见了一面”。但是，其他人还是不能来看望苏珊。

和其他来探望的朋友见面对她的精力是一种损耗。坦白地讲，有许多人非常渴望前来看望她。对一些人而言，她就是他们的精神支柱，但见到他们只会让苏珊筋疲力尽，因为她会不由自主地担当别人的心理医生、专家或者别的什么。我在那儿的时候她有一种安全感，但是她知道如果开始和其他人见面，他们一定会分散她的精力。我和苏茜在身边的时候她不会有那样的感觉。但是就连我妹妹或她最好的朋友贝拉来看她，她都会不由自主地进入一种习惯角色：她付出，别人得到。

苏茜特意告诉陪在母亲身边的几个人，一定要在母亲面前保持乐观的情绪。有一些事情母亲并不知道，而且不能让她知道。苏茜一直监视着通过传真机进来的信息，不让母亲靠近传真机。苏珊不知道拉里·蒂施因癌症去世，也不知道比尔·鲁安打电话告诉沃伦他已确诊患有肺癌一事。

鲁安在纪念斯隆 - 凯特琳癌症中心进行化疗，苏珊曾经在那里做复查。一提到鲁安的名字，沃伦就满眼泪花。鲁安和苏珊的病情给他带来极大的压力，前一段时间他就放弃了每天摄入1 000卡路里的节食方案。

两周来苏珊的体重一直非常稳定。我们坚持记录她的体重变化。我吃巧克力圣代的时候，她也吃一点儿。这样的饮食容易让我发胖，然而却对她有好处。我胖了许多，而她保持稳定的体重。让

我放心的是她不会患有厌食症。

新年前夜，南希·芒格准备为查理举办大型生日晚会。巴菲特飞到洛杉矶庆祝。他确实需要放松一下，尽管独自一人参加聚会让他觉得不自在，就像只身一人去参加巴菲特集团的会议一样。

他定做了一个超大型的本杰明·富兰克林纸板像，准备在聚会的小品节目中使用，嘲笑芒格对富兰克林的迷恋。巴菲特只能提前把纸板像托运到加州。尽管他不清楚可否按时到达洛杉矶（事实确实按时到了），还是决定登台表演一番，包括演唱《查理是我的超级朋友》这首歌。

生日庆祝的最后是芒格发言。他首先送给来宾几条人生忠告，重复讲述了最近在各种典礼和其他讲座中面对不同的听众提出的忠告。查理的朋友、亲戚和巴菲特集团的成员都有这些演讲的内容实录，而且这些内容都已收录到《穷查理历书》。⁷芒格最喜欢的一种演讲方式可以借用卡尔·雅各比“反过来，一直反过来”的这句话概括。把一个事情或一个问题完全倒过来看，往回看。换了别人会怎么样？如果我们的计划全部失误会是什么情况？我们不希望去哪里，你怎么到的那里？不是列数成功，而是列数反之会失败的情形——懒惰、妒忌、抱怨、自怜、权力欲、自甘落后的心理状态。避开这些缺点就可以成功。让我知道自己会在哪里死去，那么，我就不去那里。

芒格津津乐道的又一观点就是鄙视所有学科——生物学、物理学、经济学、心理学等等——长期形成一种特定的模式，不分青红皂白地进行应用，仿佛戴着眼罩一般。他提倡“多学科模式分析”，避免落入人们常说的“拿锤综合征”——以不变应万变，把所有事情都看作钉子。芒格综合各种模式，将其发展为生活中的得力工具。忠实的崇拜者都非常喜欢他将难解的问题分开处理的风格——逐一解开戈尔迪之结，通常以一种无以言表的方式。崇拜他的人认为他的方法具有启发性；有人甚至认为芒格的才华不为人知是因为巴菲特总是站在台前。然而近年来芒格开始大力宣传自己的观点，他总是提出大量不为人知的事例。现在，他着迷于英格兰的非专业管理系统，认为可以恰当规范道德行为，在生日演讲中他从各方面广泛分析那套系统。芒格在生日聚会的发言中偏离主题的部分只是对妻子的几句夸赞，夸赞她拥有诸多美德，而后就是向人们讲述成功和幸福的生活模式，提出各种不同的建议。他似乎认为他（和巴菲特）现在只是站在高处而已。他强调他们的成功是因为各自具有独

立的人格，而且还说别人——包括他的和巴菲特的孩子们——模仿他们两个都不是明智之举。

站在巴菲特一旁的南希·芒格悄声说：“我怎么才能让他停下来啊？”

查理开始收尾。“最后，”他说，“我要说自己就是《天路历程》中年迈的‘佩真’，‘我的宝刀留给有资格持有之人’。”好家伙，巴菲特集团的一些人心里这么念叨着。

最后南希走到台上，搀扶着查理慢慢离开。

巴菲特参加完查理的生日聚会就直接回到旧金山陪苏珊，那时候放疗已经进行了12次。放疗安排激发了他保护苏珊的本能。

还有四周半的治疗时间。马丁·路德·金纪念日在1月份。那帮放疗科医生们——我说的是真的，他们每一个假期都照例休息。但是，无论如何，我还是可以说目前来讲一切都好。医生们说这一周开始她会更加痛苦，但是目前还没有出现这种状态。她喝一种自己称为“机油”的东西，是用来保护嗓子的。

但是，苏珊大部分时间都在床上躺着。“她几乎都不起来，或者睡觉，或者想着要入睡，或者睡醒躺在床上，一天24小时中我有17个小时左右不停地说话。我们约定，无论如何——要坚持每天散步走六七个街区的距离。其余的时间我就一直轻轻地搂着她。”

过去一直习惯于接受别人照顾的巴菲特开始学习照顾别人了。现在不是妻子照顾他，而是他照顾妻子。当然，巴菲特没有完全变成另外一个人，但是在价值体现方面——忠诚、影响力方面——他似乎以一种自己的方式，学习了苏珊的许多优点。

60 冰可乐

奥马哈、特拉华州韦尔明顿，2004年春

放疗结束的时候，苏珊嘴里火烧火燎，连续几天不能进食。医生又开始采用鼻饲管，她的嗓子堵着一块干厚的黏液。大部分时间她都在睡觉，但是每天都和女儿或科尔在萨克拉门托街散步，走几个街区的距离。旧金山的春天悄然而至，苏珊却依然裹着外套，戴着手套、围巾和耳罩保暖。

她不喜欢孤独。“我醒着的时候，你就不能坐在旁边的睡椅上翻翻杂志吗？”她和苏茜讲。接着她在纸上潦草地写下“WHT”，这是她父亲姓名的缩写，似乎暗指在孤独时就会焦虑的家族特点。

护士、科尔、女儿和约翰·麦凯布轮流照顾苏珊。约翰·麦凯布以前是苏珊的网球教练，搬到旧金山以来一直照顾苏珊，所以能够做到百分之百对她“付出”，而不会让她不由自主地“付出”。然而，其他人还是可能让她不由自主地“付出”，令她筋疲力尽。¹周末，沃伦在的时候，就和苏珊一起坐在电视间看老片《欢乐一家亲》，有时候他穿着睡衣在房间走来走去，看看报纸。苏珊喜欢让他待在自己身边，他让她感到安全——但是几十年来，她“付出”、他“得到”的习惯不会一时间荡然无存。有时候，苏珊因放疗极度痛苦，就连沃伦都不能接近她。但是，他一直都在努力以一种前所未有的方式关心着全家人的日常生活。为了让女儿从日复一日的照顾母亲的操劳中休息一下，从公寓走出去透透气，沃伦就带女儿到约翰尼·罗基餐厅吃汉堡。其他时间他和沙伦在一起。

他完全了解苏珊放疗治疗的细节。“她的味蕾没有完全消失。我和放疗科医生谈了这一点，他们说可能舌头的局部没有因放疗而损伤，因而保全了大量味蕾。”

沃伦·巴菲特向来不愿提及感冒一词，总是用“不舒服”来表达生病之意；一提到健康问题就不自然地转移话题、承认自己不懂许多基本的解剖学常识——现在居然开始用“放疗科医生”这样的专业词汇，并为了妻子的健康开始了解一些医学知识了。

但是，在他对苏珊的身体恢复越来越乐观的时候，自己却变得烦躁而空虚。2004年的商业活动开始让他奔走于各地，繁忙中还要每个周末到旧金山看望苏珊。不同于2003年带着荣耀的频繁差旅，这一年似乎是完全不同的一年。而且，就在2004年年初，他又失去了长期以来的支柱力量。沙伦·奥斯伯格和他的妹妹伯蒂一起去南极洲了，他们要很久之后才会回来。在南极洲穿越冰河的船上，沙伦只能偶尔发封电子邮件和沃伦保持联系。巴菲特的大部分时间都在起草致股东的信，不时通过邮件和卡罗尔·卢米斯沟通，而且在美国公司做培训，是义务的资深咨询人士，已然是一位商界元老。巴菲特一直坚持这样的观点：贪婪是长期战略，并非权宜之计。人们拥护他是因为人们喜欢他凡事直击要害的作风、相信他所作的正误判断。尽管拥有巨额财富，超越了自己最狂野的梦想，他还是不错过可以赚更多钱、可以更快地赚钱的每一个机会。这让他拥有各种权威力量，也赢得人们的广泛尊敬。他不像许多商人一样让人敬畏，而是让人崇拜。

著名人物都到奥马哈朝拜这位商界元老，或者在各种活动中找到他，要求通过他的影响力得到帮助。体育明星迈克尔·乔丹、勒布罗恩·詹姆斯、小卡尔·里平肯和亚历克斯·罗德里格斯都向他征求意见。比尔·克林顿都利用午餐时间就自己新设立的慈善组织募集资金的问题向沃伦咨询。巴菲特和迈克·布隆伯格也是好朋友，与约翰·麦凯恩关系融洽，与老布什一家和其他共和党人，如克里斯·谢伊思的关系都很好。他支持参议员约翰·克里参加总统竞选，而克里却不是候选人，不同于支持施瓦辛格出任加州州长的竞选——施瓦辛格确实是候选人——巴菲特发现自己在支持一位没有吸引力的受人尊敬的参议员。

克里平淡无奇的竞选活动表明，巴菲特在2004年的工作完全没有局限于商业活动。许多首席执行官，如通用电气的杰弗里·伊梅尔特、富士施乐的安妮·马尔卡希和J·P·摩根的杰米·戴蒙都来到奥马哈向巴菲特请教。²网络搜索公司谷歌同年夏天上市，两位合伙人谢尔盖·布林和拉里·佩奇也亲自拜访，他们非常佩服他为股东写信的做法。去年秋天，玛莎·斯图尔特因涉嫌欺骗政府、内线交易被起诉——但没有遭到指控，之后她和公司的首席执行官沙伦·帕特里克一起到奥马哈拜访巴菲特。巴菲特请斯图尔特和帕特里克一起吃了午餐，但是没能解决斯图尔特面临的法律问题。

白领诈骗案的起诉条件快速完善，部分原因是白领诈骗案越来越

多。纽约总检察长埃利奥特·斯皮策一直无情地治理商业腐败和华尔街存在的腐败现象，现在他带领美国证券交易委员会和司法部开展两人三足赛跑，看看哪一方的起诉更加狂热激情。其他人都拼命地与斯皮策的步调保持一致；他们的控告最后都整合为一个综合案件受理。事实证明，斯皮策的超级创新能力表现在应用互联网新型电子工具——尤其是电子邮件、将媒体作为超级武器和掌握神秘的纽约法令方面，通过《马丁法案》，他得到了无限的权力，只按照他个人的（其实并不存在的）观点进行起诉判决。

斯皮策利用这些工具迫使两位著名的首席执行官辞职——巴菲特的商业合作伙伴汉克·格林伯格（AIG的前任首席执行官），和他的儿子杰弗里·格林伯格（马什麦克里安保险公司的前任首席执行官）。美国公司笼罩在一片恐惧之中。斯皮策非常成功地操纵着媒体，当时流行的一个讽刺笑话就是他为政府节省了大笔起诉和审判费用。过去十分尊敬白领犯人的审判团现在像对待其他犯人一样天天送他们进监狱；在新的强制判刑程序出台后，法官开始对他们进行严肃判决。一些蓄意的破坏确实应该严肃处理。贪婪、傲慢、缺乏执行力这些行为过去从未被列入法律制裁的范围。就在股票期权和互联网泡沫以极快的速度充实高级经理人的钱包之时，人们提出了强烈的反抗。巴菲特——和其他美国公司的人们一样——还没有完全适应这种新环境；他的观念还是原始的：按照前美国证券交易委员会执法主管斯坦利·斯波金和美国律师办公室的奥托·奥伯迈克的谨慎检举标准来定义的；在所罗门公司的案例中，保罗·莫泽尔只在监狱度过了4个月的时间，因古特弗罗因德没有及时汇报他的罪状，结果险些引起整个金融体系的下滑。伯克希尔-哈撒韦自身发生的一系列问题最终让他改变了观点。

巴菲特总是亲自到机场迎接前来拜访的客人，直接到他的办公室，一路上会让客人坐立不安（如果他们根本没有引起他的注意）。他会花几个小时听客人讲述自己的问题，提出一些建议，接着请他们在Gorats's牛排店吃牛排和土豆饼。他告诉人们在年度报告中要言辞直率，付给员工的薪资要和股东的分红看齐，不要根据华尔街分析师的建议经营公司，处理问题要及时，不要有财务欺诈的行为，选择优秀的员工退休金计划规划人员。有时候人们会问如何管理他们自己的资金，他就提出一些基本观点，但从不涉及股票投资方面的技巧。

对那些坚持认为审查首席执行官的生活毫无意义的人们，巴菲特就

以一种作为首席执行官可以理解的方式讲述“98层”的道理。站在高处必须客观地审视别人。那么，如果他们不慎职位降低或者损失钱财该怎么办呢？他们还有亲人，还有健康的身体，还有机会为人类做一些有意义的事情，所以应该努力珍惜自己拥有的幸福，而不是从此带着诅咒生活。

很显然，如果我们从一座大厦的一层走到100层，再返回到98层，此时看到风景就没有开始的时候从一层走到二层可以看到更多风景那样让人高兴。但是我们也必须摆脱那种想法，毕竟还是在高高的98层。

很多时候他认为自己在高高的100层。然而，2004年春显然是退回到98层的一段时光。苏珊接受放疗的那段日子让他在等待中失去耐心，春天结束的时候她终于可以进行核磁共振检查，确认放疗是否杀死了所有的癌细胞。生意也存在诸多问题：巴菲特认为在给公司带来更多活力方面，进行新一轮并购以及股票投资方面，他已经“黔驴技穷”。伯克希尔-哈撒韦当时有大约400亿美元现金或约当现金，这不是“乐观的情形”。³

伯克希尔-哈撒韦旗下的大多数公司都运作良好——就连一直问题频出的通用再保险公司也彻底扭转败局，从2003年开始赢利。但是GEICO又卷入了一场艰难的价格战，与头号对手进取公司争抢客户。GEICO在1999年推出一段广告，塑造了颇受欢迎的新形象：GEICO壁虎。但是GEICO的网页设计落后于进取公司，在进取公司的网站上，客户可以边比较边购买。10年来巴菲特一直在考虑互联网和汽车保险的事情；他在华盛顿GEICO总部参加会议的时候，一次又一次地提到这样一句话：“制胜的关键是互联网。”他迫不及待地期待互联网发展的高潮。伯克希尔董事会新增加了一位成员，前微软公司高管夏洛特·盖曼，她是董事会的第一位女性，她的加入使董事会的平均年龄实现了年轻化。然而，巴菲特说他不是为了平衡年龄结构而选择董事会成员。他希望董事会成员“有主人翁精神、有商业头脑、关心公司发展而又真正具有独立精神”。⁴目前，巴菲特派沙伦·奥斯伯格和盖曼一起到华盛顿，帮助GEICO公司加速网站改良。“我对GEICO有信心”，他说，同时不忘强调：制胜的关键是互联网——最近习惯使用的口头禅。

巴菲特对GEICO投入的精力最多，仅仅是因为热爱GEICO。他非常

赞赏托尼·奈斯利和联合首席执行官卢·辛普森，在致股东的信中第一次夸耀他们的投资记录。过去25年中，辛普森实现了年复利回报率20.3%的水平，每年都高于市场平均水平6.8个百分点。他选择购买的股票不同于巴菲特，但方法是相同的，他的投资业绩几乎与巴菲特本人的业绩相当。显然正因为此，巴菲特才授予他更多自主权、支付丰厚的薪水。辛普森完全有资格成为“格雷厄姆——多德都市的超级投资者”。然而，竞争越来越激烈，我们必须承认超级投资者的工作也越来越难做。

尽管如此，寻找新的投资完全不及伯克希尔寻找新人的工作辛苦。可口可乐又一次陷入梦魇。戈伊苏埃塔去世后，可口可乐公司的业绩逐季逐月不断下滑。会计操纵如影随形一般出现在可口可乐的收入报表中；股价已经从80美元下跌到50美元。按比例来讲，可口可乐目前在60层上下徘徊。

道格·达夫特反复无常、诡计多端的特点尽人皆知；他上任后一些资深的人员选择了辞职离开。⁵他不断模仿笨拙的广告，为4款主要的可乐产品精心设计所谓的推广妙计，结果却收效平平。⁶2000年可口可乐并购桂格燕麦未果，而百事可乐并购佳得乐取得巨大成功。后来，有内部人士举报可口可乐为了吸引长期客户汉堡王，对一种名为冰可乐的饮料的营销测试结果进行了舞弊操纵。举报人还透露可口可乐财务欺诈，美国证券交易委员会、联邦调查局和美国律师办公室纷纷开始调查。公司的股价下跌到43美元。巴菲特对这些问题背后隐藏的“控制收入”的做法忍无可忍，华尔街的分析师对某个公司收入的预测诱使经理人为了“实现数字目标”而进行暗中操纵，以此达到或超过“舆论”期望、取悦投资者。大多数公司都努力达到甚或超越华尔街的预期，不会单纯地如实报告收入状况，就连每股一分钱的下跌都仿佛会使这些公司出问题，继而就是股票价格急转直下。因此，公司声称他们“必须”控制收入，尽管他们知道这种做法是错误的，就像自己往火坑里跳那样。但是“控制收入”其实是一种庞氏骗局，长期下去，欺诈的雪球越滚越大，结果就会酿成盗窃罪。

考虑到控制收入给人们带来的不良影响，我就恨之入骨。控制收入的做法其实就是小不改酿大错。就像从收银机里偷走5美元，对自己说我一定会还回去的。但你肯定不会还回去，而且下一次就会偷10美元。一旦开始这么做，就会吸引更多人，形成一个熟悉此道的团伙，人们偷窃的手段越来越高明，越来越娴熟，越偷越多。在

控制收入的做法暴露后，我就开始讲这样的道理，我告诉人们，“现在就除去我们心头的不快吧，不必配合分析师作什么预言。我们就坦率报告每年的收入，管它是多是少。”⁷

巴菲特希望退出。在人们问及最严重的错误选择之时，他不再列数自己的“疏忽罪”，而是说“参与董事会的工作”。他厌倦了这种束缚手脚的生活。可口可乐改变了公司政策，以前要求董事会成员在74岁退出，现在都不要求到那个年纪的董事会成员递交辞呈。离开可口可乐公司的董事会，意味着一生热衷于董事会工作的他光荣卸任了。但是所罗门公司的救星此刻对一个陷于困境的公司故意怠慢犹如在股市中亮出利刃。“我不愿意继续留在董事会了，只是不忍扔下其他几个董事会的同事”处理可口可乐的棘手问题，巴菲特说。当然他递交的辞呈还是被拒绝了。外界将此看作朋党成员为了继续安逸的日子而进行的一场权力较量。巴菲特不知道还有多少痛苦在等待着他。

股东签署的委托书将巴菲特的名字列入候选董事名单后，机构股东服务公司就告诉客户不要投票选举巴菲特。机构股东服务公司是一个强有力的机构，代表机构投资者决定股东投票、进行投票代理工作。机构股东服务公司声称巴菲特作为审计委员会成员所拥有的自主权可能会受到这样的一个事实影响——那就是Dairy Queen和麦莱恩公司等伯克希尔-哈撒韦旗下的公司购买的可口可乐产品达1.02亿美元。一旦利益冲突的丑闻动摇了各类机构（包括从教堂到军队、政府、商业领域和非营利组织）的信心，利益冲突方面的控告和管理方面的问题就会升级。可口可乐董事会的朋党成员就会受到其他方面的攻击，但是机构股东服务公司在处理利益冲突方面缺乏轻重缓急之分。而且当时处理业务也没有轻重缓急之分（公平地讲，业内许多人士都拿着高于自己能力的工资）——无论如何都是失衡。伯克希尔-哈撒韦购买的可口可乐产品相对于公司拥有的可口可乐股票来讲只是小巫见大巫。伯克希尔-哈撒韦拥有的可口可乐股票数额巨大，作为可口可乐审计委员会成员和董事会成员，他如何进行折中呢？⁸

然而，机构股东服务公司的规则建立在许多条款基础之上，不会根据实际情况进行回旋。CalPERS，强大的加利福尼亚州公共雇员养老基金，也决定不支持一半数量的可口可乐董事会成员，其中包括巴菲特，因为巴菲特任职的审计委员会同意审计做一些非审计工作。⁹CalPERS在审计委员会占有重要位置，这么做就是高射炮打蚊子。

巴菲特当众讲了自己高射炮打蚊子的笑话，说他买通CalPERS和机构股东服务公司集体投票反对他，希望借此退出可口可乐的董事会。但实际上他这么说简直就是疯了，特别是对机构股东服务公司。他明显表示伯克希尔-哈撒韦拥有的几十亿美元可口可乐股票完全胜过伯克希尔-哈撒韦购买的可口可乐产品。

如果我是街上的醉汉，他们提及的这些数目确实巨大，但是我拥有可口可乐8%的股份，我们有更多钱投在可口可乐。我怎么可能在持有这么多可口可乐股票的时候不支持可口可乐而支持Dairy Queen呢？

赫伯特·艾伦在《华尔街日报》发表了一段感人的文字，引用了萨勒姆女巫受审案中的话，说当时的情况就是“愚笨的人们指控富有智慧而天赋的人们，说他们就是施魔法的女巫，并处死他们……现在机构股东服务公司的妖怪也那么讲，没有人知道沃伦才是真正的‘女巫’”。¹⁰

在问及董事会成员的时候，他们一致认为巴菲特是他们理想的董事。“我们愿意给巴菲特洗车，只要他留在董事会……世界上没有人不愿意让他留在董事会……CalPERS的行动表明他们在治理公司方面的极端愚笨……就像NFL（美国橄榄球大联盟）的教练非要选择乙级队员中不知名的四分卫，而放弃选择超级杯队员中的四分卫那样……如果作为股东你面临着选择沃伦·巴菲特是否留在董事会，你一定希望他留下来。”¹¹《金融时报》将机构股东服务公司比作治理公司的达斯·维德^[1]，举例说明机构股东服务公司采用“限定的教条”。¹²CalPERS和机构股东服务公司溅了自己一身污水，狼狈不堪。“一帮丑恶而喜欢自我推销的平民主义者，”一位退休的首席执行官在调查中这样说，“你们怎么会认为自己可以投票反对他参加董事会呢？怎么会认为那样做是讨好股东的做法呢？多么荒唐！”¹³

为了改革审计委员会而将巴菲特逐出董事会的做法犹如病人避医一般。可口可乐董事会需要的是更多的巴菲特，而不是相反。机构股东服务公司做出的反应居然是他们没有让人们投票反对巴菲特，而是“不同意”投票支持他，只是因为他在审计委员会任职。¹⁴但是，不管怎么变换说法，不管可以摆出什么理由，不同意投票就是不投票支持巴菲特。即便机构股东服务公司浑身是嘴也无法再让人信服。

重要的问题是机构股东服务公司不仅仅是提出建议，因为许多投资者委托其进行投票，所以机构股东服务公司更像一个权力非凡的股东，控制着美国各大公司董事会20%的投票权。证券法都没有预料到不受管制的权威“股东”可以在美国公司中拥有如此强大的权力。然而事实确实如此。

巴菲特对公司董事会的职责有着明确的认识，源自他在董事会的任职经验，以利益一致为基础。

我认为公司的主人就要有主人的姿态，而且应该保持独立。这样就可以保证三局两胜。只是人们对于独立的认识或董事会的实际运作没有一点儿概念。列表法是完全不切实际的做法。如果我们在失业名单中随便找一个人，付给他125 000美元让他出任可口可乐的董事，那么这个人一定是“独立的”。而且CalPERS和机构股东服务公司也愿意投票支持他，尽管他的收入完全来自可口可乐。

研究表明董事会的独立性和公司的业绩要么没有关系，要么就是负相关。¹⁵但是可口可乐董事会要归罪于机构股东服务公司既没有证据也没有道理。“朋党董事”的指控不是没有道理。尽管内部分成几个党派，但是有的混乱，有的有条理；巴菲特承认他本来应该接手更多工作，努力扭转可口可乐的局面的。其实，如果可口可乐一直由他管理，每天只要多开支6听樱桃可乐就可能避免一系列灾难。

而现在，一群重量级的人物——还有一些超级名人，都习惯了自己身为管理者的角色——完全不能坐待一位软弱的首席执行官牵着鼻子到处走；他们组成了自己的中心。达夫特接任以来增加了公司的利润、销售和现金流量，还扭转了公司与饮料行业的不良关系，但这一切都不足以完全改变他在公司的形象。2月份，达夫特突然向董事会宣布辞职。

达夫特一直都不受人欢迎，但是他的辞职还是导致可口可乐公司当时已经受损的公众形象进一步恶化。这一次不能再草率安排下一位首席执行官了。一些董事会成员将此看作扭转公司局面的最后机会。与达夫特宣布辞职一样引起争论的就是77岁的唐纳德·基奥居然加入了董事会。基奥曾一度被人们当作“影子”首席执行官，现在居然出任猎新委员会主席。为了找到一位可口可乐的领导人，他和巴菲特长时间进行电话沟通。

原本打算利用8年时间寻找第四任首席执行官的计划突然之间成为迫在眉睫的现实问题。可口可乐总裁史蒂夫·海尔一直被认为是十拿九稳的新任首席执行官，但是董事会成员并不支持他，在提出从公司以外选择新任首席执行官后，他出任的可能性就完全没有了。新任首席执行官的挑选工作一遇挫就引起媒体幸灾乐祸的报道。侮辱性的谣言此起彼伏。或许可口可乐会并购另一家公司，或许会转嫁到雀巢旗下。

4月20日，可口可乐股东大会的前一天晚上，巴菲特飞到特拉华州威尔明顿参加董事会议，为接下来为期两天的紧张工作作一些准备。他并不期待看到董事选举的结果，显然他得到支持选票的可能性并不大。

在古老的杜邦大饭店举办的会议落幕后，巴菲特参加了审计委员会的会议，审计委员会依然在接受美国证券交易委员会开展的收入控制调查，一边接受调查，一边自我悔过。¹⁶

如果第一次发现问题没有澄清，接下来就会进退维谷。在放弃一份工作的时候也是如此。我目睹了事情发生的过程。罗伯托是一位优秀的员工，他带领公司做出了卓越的成绩，公司的其他员工也都是体面之人，一点儿都不假。

审计委员会表示这一切一直瞒着他们。巴菲特尽管可以在可口可乐董事会继任一年，但是一样没有什么切实的解决方案，除非可以彻底肃清混乱局面，从此坚决杜绝。他分别和财务委员会、执行委员会的同事碰面，发现董事会存在各种棘手的问题，艰难地熬过了那一晚。

第二天早晨，他一边整理衣服，准备前往董事会，一边考虑这几天的各种会议。运输工人可能早已聚集在酒店前面的路上，蓝色的拖车上挤满学生，他们手里挥着各种标语，“可口可乐扼杀生命、破坏生活、摧毁社区”、“杀手可乐、毒药可乐、种族歧视的可口可乐”。但是，透过窗户他没能看到运输工人是否带来了12英尺高的充气老鼠。可口可乐的股东大会演变成一次在激进分子中树立品牌形象的宣传活动。

接着酒店客房的电话响了。他拿起话筒，电话那边居然是他完全不曾想到的人——杰西·杰克逊。杰克逊只是说自己希望表达他对巴菲特的崇拜。他们谈了一两分钟就挂了电话，没有谈什么实质内容。真奇怪，巴菲特心想。其实，这是可口可乐股东大会压倒所有股东大会的第一征兆。

楼下，大堂聚集的抗议人群的人数超过了股东。制瓶工人组成的工会在到处散发保险杆贴纸，抗议公司从墨西哥采购瓶子。¹⁷抗议人群散发传单，指责可口可乐勾结哥伦比亚的准军事集团刺杀劳工领袖。大学生在校园里抵制可口可乐。巴菲特大步穿过大堂来到舞厅门口，经过身份确认，和其他董事一道走进舞厅，在前排就座。其他参会人员一一领取资料，接受安检，他们把手机、照相机、摄像机都按要求放在一边，所有的行李都经过金属探测器检查。在装修豪华并配有水晶吊灯的大厅接受安检让人觉得这儿就像前殖民时代的前哨基地经历了太多独裁统治，政府大楼严肃而拥挤。人们此行似乎来到了一个沉寂而危险的地方。可口可乐在大堂周围摆放着几类小册子，宣传公司的社区项目；在舞厅入口处摆放着供人们免费拿取的冰镇可乐和Dasani瓶装水。大家肩并肩、挺直腰背纷纷就座，股东们准备经历这次长达两小时的、现代年会式的卡夫卡小说之旅。

道格·达夫特在台上作了简单的开场白，讲台位于两张长方形的、铺着白色桌布的桌子中间，那两张桌子后面坐着公司的各位经理。他问大家是否需要就董事选举一事进行讨论。此时雷·罗杰斯站起来，冲着在过道工作的临时工作人员大喊，要求把麦克风递给他，巴菲特和在座的各位都转身盯着这位激动的总裁。雷·罗杰斯是形象广告公司的总裁，公司主要由从事工会工作、倡导就业的人员组成。罗杰斯大声说他不支持投票，“除非董事会纠正目前存在的大量严重错误”。他说，可口可乐“普遍存在践踏人权、道德败坏、腐败堕落、阴谋勾结，包括谋杀和虐待的情况”。达夫特是个撒谎精，他声嘶力竭地喊叫，公司的领导层“无节制地贪婪”，通过“大量破坏社区”赚钱，最终要成为美国社会“遭人唾弃的贱民”。在达夫特站出来以“代课教师”^[2]的身份控制会议的时候，罗杰斯继续大喊，匆匆翻阅着厚厚的一沓纸。达夫特告诉他发言时间到了，要他终止演讲，但他还是继续不停地说着。最后6位保安一起上阵才把他制止住，带到台下。大家无比惊讶，达夫特在一旁无助地站着，竭力恢复秩序，请求保安“小心、小心、轻一点啊”。后来他在一位同事耳边小声说，“我们不应该那么做。”¹⁸

在强行带走罗杰斯后，会场陷入极度安静之中。薇姬·伯坎普修女接着发言。她的演讲内容非常简短，涉及艾滋病问题，要求可口可乐公司的管理层告知股东，艾滋病在全国流行对可口可乐业务产生的影响。艾滋病与可口可乐公司的业务没有什么关系，所以管理层同意支持她的提议。而后，股东们提出管理方面需要进行大量调整，建议投票确定下一

届董事会成员。

最后，董事选举结果公布。这是让巴菲特忐忑不安的时刻。“其他被提名的董事都得到96%的支持票，”首席法律顾问说，“而巴菲特先生只得到84%的支持票。”¹⁹

在公开选举中成为可口可乐董事会最不受欢迎的董事是一种耻辱。此前还没有哪个股东大会拒绝过他。虽然CalPERS和机构股东服务公司有16%的投票反对他，而机构投资者通过多数投票压倒CalPERS和机构股东服务公司来拥护他，但这也不是什么胜利。巴菲特从来没有像现在这样后悔自己参加了董事会的工作。然而，几乎没有时间让他考虑这些不快，达夫特拿起麦克风宣布股东提问开始，牧师杰西·杰克逊很快站起来发言。

“达夫特先生，各位董事，”他开始滔滔不绝，“虽然说开始的时候……有许多人不同意第一个人做出评论……他被强制离开……但这也是对公司尊严……的一种……损害。这是……反应过度……是……滥用权力……我……希望知道，”杰克逊委婉地问，首席执行官“候选名单中是否有黑人……列入”。而此时，大学生在校园里抵制可口可乐、指控公司在哥伦比亚杀害工会领袖的运动似乎也沉寂了。达夫特迫不及待地想要结束这次可口可乐公司历史上最糟糕的股东大会，董事会发誓股东大会再也不能出现像这次一样的首席执行官无法控制局面的情形。

股东大会狼狈结束后，寻找新任首席执行官的工作迫在眉睫。内部候选人史蒂夫·海尔在上一次董事会议中被取消接任资格，现在他开始阻止公司在喜达屋酒店取得其他商业利益，而且要求一笔无中生有的巨额解雇费，这一切再度让可口可乐窘迫难堪。最后，董事会推举他们一直考虑的另一位候选人——60岁的内维尔·伊斯戴尔，几年前艾华士把他晾在一边后他选择了退休。伊斯戴尔是在南非长大的一位身材高大、魅力十足的爱尔兰人，在董事会非常受人欢迎。然而，目前为止，可口可乐还是没有什么让人欣慰的成就。“又选择了年纪大的人任职，”人们这样反应，“他们又聘请了一位达夫特。”²⁰人们认为伊斯戴尔就是董事会下一个要驱逐出局的人物，董事会因嫌恶欺诈、反复无常而臭名昭著。²¹

然而，董事会依然是谨慎从事的董事会，仿佛还是戈伊苏埃塔在位的时代。就是戈伊苏埃塔的早逝引起了董事会局面的混乱，而董事会成员大多数还是戈伊苏埃塔领导时期已经就任的成员，现在董事会成员分

裂为两派。经过6年过渡，几位董事掌控了公司的发展大权。同时，公司错过了消费趋势，做出了一些错误的战略性决策。要加速发展、解决公司存在的问题，可口可乐需要一位果断而强硬的首席执行官，可以理顺内部纠纷，在缺乏强有力的领导统一管理公司的时候可以压服员工。伊斯戴尔可以在董事会任职多久取决于他是否可以成为强有力的领导以及他的领导力是否强大。

巴菲特发言讲述了控制收入方面的问题；基奥开始帮助伊斯戴尔，就像帮助每一位新上任的首席执行官一样。伊斯戴尔诚恳地接受帮助，但事实证明，他完全不需要那么多帮助。

[1] 达斯·维德，电影《星球大战》中的天行者阿纳金，带有悲剧与矛盾色彩的人物，他的两次改变决定了光明与黑暗两股势力的消长。——编者注

[2] 达夫特此时已提出辞去首席执行官一职，故此处戏称为“代课教师”。——译者注

61 七度火苗

纽约、太阳谷、科迪，2004.3~2004.7

巴菲特在旧金山度过了26个周末。他和苏珊一起看了近100集的《欢乐一家亲》。全家人对苏珊呵护备至。她依然没有精力见前来探望的朋友。

苏珊开始吃一点儿新鲜食物。一位承办宴席的厨师朋友汤姆·纽曼想尽各种办法让她吃一点儿比较健康的食物，不再只吃冰激凌和巧克力麦芽，而是吃一些胡萝卜泥、菠菜奶油沙司、土豆泥、鸡蛋沙拉和“其他可以保证合理营养的食物”。¹

3月份，她接受了手术后的第一次核磁共振检查。巴菲特清楚这次检查意味着什么。苏珊已经说她不用再做手术了。

“她不用再到医院去，不用再去。我认为这应该是好兆头，但是……”

核磁共振检查结果显示没有阴影。巴菲特异常高兴，他说苏珊的医生告诉他，检查结果说明她复发的概率和从来没有患过癌症的人一样。然而，是苏珊让医生这么对他讲的，因为她认为这才是他需要的结果，而施米特医生对苏珊讲的实际情况是可能在一年内不复发，之后就不太好说了。²

就像小时候的那次生病一样，这次一连数月的生病休养给苏珊带来的影响可想而知。尽管身体依然虚弱，但她却迫不及待地想要重新开始自己以往忙碌的生活。“我要去看孩子们，”她说，“我要去看所有的朋友，做我想做的所有事情，直到施米特医生对我说得收敛一下了。”³

她想做的第一件事情就是去拉古纳海滩的住所，叫孙子和外孙们都到那里和她一起生活一段时间。为了沃伦，她愿意参加伯克希尔的股东大会。她还希望可以有精力参加彼得在奥马哈举办的多媒体音乐大展《魂——七度火苗》的首次公演，时间在7月份。^[1]她列出了许许多多

自己想做的事。

苏珊的头发近几年一直是淡色的，现在留着短发；脸庞还是很年轻的样子，只是略显消瘦。她说话的时候有点儿轻微的咬舌，但不会让人一下就联想到曾经发生的一切，也看不出她精力不济的样子。

巴菲特最关心的就是她能否参加5月举办的股东大会。股东大会对他来说就是显示自己受欢迎程度的时候，通过自愿飞到奥马哈参加这次盛会的人数多寡可以对此做出判断；她不是观众，而是不可或缺的角色。如果她不能参加，就好像他的女主角没有上台一样。

巴菲特夫妇合理地安排了股东大会的周末活动，阿斯特丽德（在她看来股东大会和前后的一切准备收尾工作都非常烦人，乐得推辞）只是陪沃伦参加一些幕后社交活动，就像平常一样，而苏珊以“妻子”的身份参加“正式”的公共社交活动。股东大会上她的座位在董事区，星期日下午在波仙珠宝店的大厅里，她和阿尔·奥霍乐一起登台演唱。随着时间的推移，忠实的戴西·梅尔带领的助演阵容越来越大，巴菲特同样非常希望他们可以参加股东大会。整个周末都可以不时听到卡罗尔·卢米斯叮叮当当来来去去的声音——她的手镯上配着27件纯金和珐琅饰物，她手里拿着伯克希尔-哈撒韦年度报告的复件上上下下地奔忙——每年都是她来校订巴菲特致股东的信。沙伦·奥斯伯格也在其中忙碌，负责登记愿意在星期日下午参加桥牌锦标赛的股东名单，地点在波珊珠宝店的大厅外面巨大的白色帐篷里。巴菲特还没有确定新近加入公司的黛茜·梅尔和德文·斯珀吉翁的具体工作。斯珀吉翁，之前是负责报道伯克希尔-哈撒韦的《华尔街日报》记者，秋天就要开始在法学院学习了。巴菲特把她当作一位新朋友，这是极其幸运的，巴菲特现在好几年才增加一位新朋友。他还建议她在股东大会期间举办婚礼，他愿意在婚礼上带着她走过长长的过道，把她交到新郎手上。“想想你可以得到多少波仙珠宝店的礼物啊。”他说。如此真诚的建议让斯珀吉翁非常感动，但是她细心地想到媒体会把她的婚礼描述为伯克希尔式的婚礼，于是还是和未婚夫凯文·赫利科尔决定在意大利举办婚礼。巴菲特安排她在预留区域和经理们坐在一起，奥斯伯格和卢米斯其实就是巴菲特家族的成员，他们坐在家人和董事预留区域。⁴

其他人要想不坐在角落处就必须积极争抢座位。今年，许多人都要

求取得参会资格，估计将有近两万人参加。

eBay网站出现了黑市“黄牛”，4人参加的参会证件卖到250美元。巴菲特有些吃惊，有谁听说过倒卖股东大会入场券的？eBay这样描述：“可能亲眼见到沃伦·巴菲特，也可能在大会上向他提出一个问题……中标人还可以得到一份客人指南。持有通行证还可以享受内布拉斯加家具城和波仙珠宝店的员工优惠价……参加烧烤聚会……波仙珠宝店的鸡尾酒会……一睹在巴菲特最喜欢的牛排馆进行的股东聚会……看到伯克希尔旗下的许多公司的各类展品。”

尽管巴菲特觉得黑市“黄牛”的做法没有什么大不了，但是这位老霍华德·巴菲特的儿子还是希望这样的倒卖活动不再继续上演。他不能容忍人们为了参加股东大会而任“黄牛”诈骗。这位仅仅在一两年前还（摆出充分理由）声称自己对技术一无所知的先生，开设了自己的eBay网上零售店，开始叫卖5美元两人的参会证件。人们争先恐后地发来电子邮件。要么问这些证件是“真的”吗，要么问这些证件是不是外观不同，标记说明持有人不是“真正的股东”？这样的问题说明，如果有明显的标签指明他们不是“俱乐部”成员会让人难堪。

但是，答案是否定的，只要持有证件就是真的。这样一来，伯克希尔-哈撒韦——过去只是富有的合伙人、巴菲特眼里的朋友们组成的会员俱乐部——突然之间演变为一个粉丝俱乐部，欢迎所有人加入。

奥马哈城新落成的奎斯特中心就像一座巨大的银色马戏场，矗立在密苏里河畔。正面犹如一块巨大的镜子，辉映着陈旧的市政会堂，过去4年中股东大会就在那里进行。凯莉·马奇莫尔在股东大会的前几天就带着无线电话到处忙碌，指挥叉式升降机根据设计要求在各处停放，叉式升降机满载着大包大包的干草、一箱一箱的鲜花、路灯柱和重达几吨的植被，这些材料都是用来装饰花园和展厅座位区的。建筑工人忙着搭建一排排摊位，摊位将展示帐篷、空气压缩机、各类刀具、百科全书、真空吸尘器和相框。工人们在家具展厅、厨房用品店、牛仔靴展厅、书虫书店、蜡烛商店、保险销售柜台和女装专卖区之间蜿蜒的街道和小路上竖起“伯克村”的标牌。奎斯特中心楼上，舞台工作人员已经摆好了铺着白色桌布的桌子，安放好麦克风，背景是巨大的屏幕，巴菲特和芒格将坐在那儿，负责灯光的人员打出表示节目马上开始的交叉灯光进行信号

板测试。后台特意配备了“明星”专用化妆间，是让苏珊在那里休息的。一辆装甲车载着价值25万美元、镶着珠宝的牛仔靴直奔贾斯汀展厅。电影放映机和银幕、还有大型靠垫都摆放在卡斯巴聚会大厅，大会期间几百名伯克希尔-哈撒韦的员工自愿在那里超负荷地工作，会后他们个个都精疲力竭。

巴菲特像个十几岁的小伙子一般精力旺盛，在办公室忙得团团转。包括大学生在内的来宾都纷纷前来见他。一周来他的声音越来越嘶哑，来宾也越来越多。人们都不停地劝他保护好自己的嗓子，后面还有发言呢，但是他还是无所顾忌地该怎么说就怎么说。得克萨斯州要求增加1000个参会名额、加州2000个、美国以外1.5万个。77人从澳大利亚包机飞来。

到星期五，巴菲特的声音就像得了重感冒没有恢复那样，但他依然不愿停止讲话。巴菲特从来就没有停止讲话，一生都没有。从他还是一个小男孩、早熟的个性让父母的朋友们都非常吃惊之时；从他给高中老师提出股票方面的建议之时；从在男生聚会中，大家都聚在一起听他发言之时；从他和本杰明·格雷厄姆在哥伦比亚大学的会议桌上双剑合璧之时；从他决定卖出GEICO之时；从他在夜校第一次拿起粉笔教授投资之时；从他在奥马哈的鸡尾酒会和纽约的餐会中成为焦点之时；从第一次接触合作伙伴到最后一次；从他参加西伯里斯坦顿家在破阁楼举办的最初的伯克希尔股东大会、回答康拉德·塔夫提出的问题到最近回答登门拜访的学生们的问题——只要巴菲特能教给别人一点什么，他就从来不会停止讲话。

星期五晚上彩排的时候，他面对为数不多的几个人进行了一番演讲，随后参加了查理·芒格举办的私人晚餐聚会。⁵第二天黎明时分，餐饮工作人员送来了记者们和后台工作人员的早餐，还有供应商的蜜蜂咖啡。人们有的穿着运动服，有的穿着有领T恤，有的穿着短裤、戴着泡沫塑料帽子。大家早早地排起了长队，就像感恩节翌日清晨梅西百货公司门前排着的长队一般。早上7点奎斯特中心准时开门，大家纷纷跑去抢占最好的座位。8点半，座无虚席。灯光变暗后，会场立刻安静下来。没有人互相耳语，没有人慌忙赶到。观众专心地等待着。音乐响起，短片开始。

今年股东大会开场短片的录制在春天的时候让巴菲特费尽心机，那时候他周末又要到旧金山，又要通过电话长时间讨论可口可乐公司的问

题。短片第一次采用了好莱坞的真实剧本、第一次动用专业演播室摄影技术，而且——令巴菲特激动不已的就是——第一次选择替身演员。一个与他极其相像的人！他在办公室里一次又一次地重复播放短片，想象着观众会有怎样的反应。

银幕上出现了新上任的加州州长的面孔。在一间健身房里，阿诺德·施瓦辛格穿着军官服装，坐在一张精致的桌子后面。短片模仿了《军官与绅士》中的一段诙谐剧情，阿诺德扮演小卢·戈塞特，对巴菲特的替身吹胡子瞪眼，惩罚他做折磨人的运动，原因是他在州长选举期间胡乱对《华尔街日报》讲到加州极其不公正的财产税法。巴菲特与《华尔街日报》有些积怨，因为报纸对他的话断章取义，他写信给编辑阐明自己的观点，并且把信的内容公布在伯克希尔-哈撒韦的网站，在读者中间引起强烈共鸣。此后，他就惹出了麻烦，现在只能努力通过行动改过。

“你就是不想干了！说！说你不想干了！”阿诺德咆哮着。

“不，先生！您不能让我那么说！不，先生！我没有什么地方可去！”巴菲特大声说。但是他接着开始在健身房来回踱步，就像坐在家里的椅子上读《华尔街日报》一般轻松。

场景切换到州长办公室，阿诺德头枕在桌子上，睡得正香。

助理：“州长先生。”

阿诺德：“我没有什么地方可去！……嗯？”

助理：“打盹儿的时间过了，先生。该工作了，我们还得想办法处理这个混乱的局面呢。”

阿诺德：“什么？哦，好。哇，我刚才做了一个很奇怪的梦……”

他拿起桌子上的杂志，表情开始扭曲。这本《健美先生》的封面图画是肌肉突起、一副《举重》中施瓦辛格先生模样的图片，上面叠加着巴菲特一脸得意的表情。阿诺德在椅子上直起身子，面部表情再度因恐惧而极度扭曲。⁶

这就是让巴菲特欣喜若狂的梦想。为了完成拍摄，他很是花了些时间与这位全球最佳健美运动员一起合作，再加上点儿特效制作，终于如愿。他推出了现代版的《发达肌肉》，“胖姬”斯托克顿一定会被深深打

动。

观众开始喧闹。接着放映以沃伦和查理为主角的短片，但是几乎所有的表演都将沃伦塑造为超级英雄形象。大多数滑稽短剧和卡通短片都强调巴菲特和芒格的守财奴形象。

随后，大厅灯光暗了片刻。接着舞台灯光亮起，苏珊一身粉红色套衫和裙子亮相，看上去瘦了一些，精神抖擞地从董事坐区走向台上，在前面坐下。接下来，巴菲特和芒格像头发灰白的脱口秀节目主持人那样坐在铺着白色桌布的桌子后面。大厅四周的几个巨型屏幕中出现了他们的特写镜头，所有观众都可以清楚地看到。巴菲特盯着台下黑压压的人群，人群中间相机的闪光灯不停地闪烁着，现场阵势就像内布拉斯加滚石乐队的演出现场一般。

在开始提问之前，巴菲特首先进行开场白，按照惯例利用5分钟时间就董事选举、认可审计等问题作了简单概括。今年，几乎就在他发言的同时，一位股东就站在麦克风前提出他不支持投票，声音有些紧张；他是代表参会人员提出这一建议的。他要求巴菲特考虑从旗下的公司中选择几位首席执行官加入董事会，因为这些首席执行官要比苏珊和豪伊·巴菲特更胜任董事会的工作。

整个大厅掀起了涟漪。尽管这一建议以非常尊敬的语气提出，但还是像一声巨大的异响一般破坏了股东大会的顺利进行，干扰了这次股东大会的日程。许多人感到震惊。伯克希尔-哈撒韦现在是美国第十四大公司，员工数量超过172 000人，年收入640亿美元，利润80亿美元。但是公司从根本上讲还是一个家族企业，最大的股东巴菲特可以按照自己的意愿从家族成员中挑选董事。他认为他的家族在伯克希尔-哈撒韦的角色相当于沃尔顿家族在沃尔玛的角色，是连接巴菲特基金会和公司的纽带。无疑，他选择董事完全是按照自己的意愿，尽管有几位董事确实是成功的企业家。

“谢谢，”巴菲特说，“查理，就此你有什么想法呢？”

直接把问题踢给芒格——没有提出任何敏锐或简练的评述——说明巴菲特因此完全陷入窘迫。然而，这同样让芒格无言以对，他的任何发言都可能表示他对巴菲特如何选择董事会成员有一定的影响。但他确实选择了回避，只是简单地说：“我认为我们可以继续下一个问题了。”

现场又提出一个建议。代表人类生命国际组织的汤姆·斯特罗哈就堕胎问题发表演讲，他后来写道，当时“显然”就是为了以“堕胎问题”的发言为幌子要求伯克希尔公布其进行政治性捐赠的清单。生命决策国际组织曾联合抵制伯克希尔-哈撒韦，成功迫使公司终止慈善捐赠项目。⁷

对此，巴菲特只是说伯克希尔-哈撒韦没有进行任何政治捐赠，回绝了这一问题。

到这时为止，此次股东大会的商业会议已经占去半个小时，远远超过平常的5分钟，第一次让人觉得颇似令人不快的可口可乐股东大会。此时，股东们手里攥着写好的问题，耐心地在大厅各处装着麦克风、带有编号的讲台前排队等候提问。巴菲特开始接受提问，点名“一号麦克风”首先提问。许多提问都是一些非常敏感、让他厌烦的问题。他借一个问题开始解释为什么选择家庭成员参加董事会。他说他的妻子和儿子在董事会的角色是“文化守护人，他们没有为自己谋取私利”。

这是一个非同寻常的时刻。他第一次在公众面前为自己选择的公司经营方式辩护。后来就再没有人问及相关问题了。伯克希尔-哈撒韦的股东们都乐于接受这一现状。在他们看来，巴菲特完全有资格按照自己喜欢的方式经营公司，而他们都是受命运眷顾的人们。投资环境怎么样呢？有人问。目前我们的资本利用不足，他说：这种情况让人痛苦，但不至于因此做出蠢事。

有人问到巴菲特在可口可乐董事会机构股东服务公司提出投票反对他的事情。这件事情依然没有终结。他说：“我想伯特兰·罗素曾经说过大多数人宁死也不愿思考。许多情况确实如此。”

芒格尖刻地补充道：“当激进分子提出类似这样愚蠢的建议：某个人留在可口可乐公司的董事会就会影响公司的利益之时，变革就是伤人的，不会有什么成绩。疯狂的激进分子不会对我们的事业有什么帮助。”⁸

和往年一样，有人开始问巴菲特他在几年前购买的大量白银后来是怎么处理的。他顿了一下，接着说不对此进行评论。此时芒格在后台弄出莫名其妙的噪音，那位股东悻悻地径自坐下了。其实，那些白银早就卖掉了。

巴菲特和芒格开始吃松脆花生薄片糖，人们纷纷走向地下室的展

厅，那里有37家伯克希尔-哈撒韦的子公司在销售产品，喜诗糖果店的松脆花生薄片糖瞬间就售完了。巴菲特和芒格吃Dairy Queen的Dilly棒棒糖，Dilly棒棒糖就销售一空。许多人买上成盒的糖果带到会场，坐在楼梯上边嚼边听巴菲特接下来的发言。

许多提问还是老调重弹，巴菲特认真回答了一些创新而有见解的问题，同时巧妙地引入了他愿意提及的话题。今年他借股东大会详细说明的主题是“我为什么不好看美元”。他说美国就像一个过度开支的家庭。美国人从其他国家购买大量的产品，而没有足够的收入来支付这些产品，原因就是我们没有像其他国家卖给我们产品那样卖给他们大量的产品。要弥补差额，就要借钱。而把钱借给我们的国家可能会越来越不愿意这样做。

他说，目前我们支付的国债利息就超过全部收入的2%，这说明要扭转目前的局势不是一件容易的事情。他认为极其可能的情况就是到一定程度后，外国投资者就会不接受我们的纸质债券，开始把目标指向更有优势的地产、企业及其他“地产”。我们就开始一点点卖出美国，如写字楼和公司。

“我们认为随着时间的推移，美元对其他主要币种的汇率可能会降低。”他说。因此，美国经济——过去20年中一直保持良好势头，实现了低利率和低通货膨胀——可能在一定程度上开始倒退。利率可能会提高，通货膨胀也会上升，情况不容乐观。同样，在进行预测的时候，他无法说出具体时间。然而，为了保证伯克希尔-哈撒韦避开美元风险，他已经买了120亿美元的外币。

巴菲特和芒格开始谈论债务风险，人们有的走下斜坡，有的去坐电梯，纷纷在卖鞋的专柜前排起长队等着刷信用卡。托尼·拉马皮靴和贾斯汀鞋业平均一分钟卖出一双靴子：从上班穿的普通靴子到新潮的蜥蜴型靴应有尽有。西边的波仙珠宝店卖出1 000多块手表和187枚订婚戒指。家具广场的业务订单创下1 700万美元的纪录。

会议中心有许多疯狂的场面：NASCAR赛车旁边的GEICO壁虎向过往的人们挥手。扮演成Acme泡沫砖形象的人物与戴着泡沫冰激凌圆顶帽的人物手拉手。骑术小丑踩着高跷穿梭于空气压缩机和船只起锚绞车之间。展厅南端较高处是标准尺寸的克雷顿活动房屋，正如巴菲特此前所想象的一般，整洁的前廊是刷成米黄色的过道，房间配有红黄色的百

叶窗，房屋前后是真草装饰的草坪，砖块铺成的地面上装饰着灌木丛。如他所料，人们排着长龙进去参观，犹如在迪士尼公园排队坐云霄飞车的场景。⁹

但是，最体现伯克希尔风格的是鲜果布衣展厅。鲜果布衣展厅向来都不发送免费的钥匙链或扑克牌。人们排着长队等着购买5美元一条的男士短裤，接着与穿着苹果和葡萄衣服的模特合影。一天下来，几乎所有短裤都销售一空。

黑白两色搭配的喜诗糖果店位置极其优越，就在展厅中间，过道同样挤满了人——不到三个小时就售完所有的棒棒糖、咸味坚果和松脆花生薄片糖。许多顾客都懒得花钱去买，这些偷窃的家伙直接伸手拿走大量的糖果，还偷走鞋店的许多鞋子，就在巴菲特和芒格眼皮底下干这些勾当，他们两人此时正在大厅上层谈论诚实和道德准则。

此时他们还不知道有人就在自己眼皮底下偷窃，否则可能会考虑在明年的股东大会时，在书店旁边设一个伯克村监狱，他们不慌不忙，一边回答各种问题，一边大口嚼着甜食，6个小时都在一直不停地讲话。

任何人连续6个小时不拿稿子不停地讲话都会精疲力竭，但是大会结束后，巴菲特和芒格却来到楼上的一个大厅，坐在一张桌子后面，开始了签名活动，为的是让国外来的股东有机会近距离接触他们。这是巴菲特最近提出的点子，芒格一直耐心地坚持到底，但是他确实累了，有时会说他不明白沃伦怎么想出这么个点子。他同样愿意让别人崇拜，但是从来没有像他的伙伴那样费心去想这些问题。

股东大会进行了几小时后，苏珊就去休息了。她没有参加星期日的早午餐会，但是星期一还是与沃伦一起飞到纽约，一直在酒店客房床上待到下午1点，将药片融入客房提供的免费冰激凌里服用。苏茜一直照顾着她，不让她太累。她想让母亲一天只做一件事情——见一位客人、购物一次、在酒店大堂待15分钟。¹⁰

苏珊参加了桑迪和鲁思·戈特斯曼每年特意为他们举办的传统晚餐聚会。从20世纪90年代中期开始，桑迪家的晚餐聚会就成为巴菲特集团的许多人在年度纽约之行中会见老朋友的一次机会。苏茜对鲁思·戈特斯曼说，“我母亲还是在努力做许多自己不应该去做的事情，她总是说自己很

好，在这方面总喜欢撒谎”，并请鲁思帮忙照顾她母亲。来到戈特斯曼家参加聚会的许多人去年一年都没有见到苏珊，有的可能在股东大会上见过她，但也只是匆匆一面。她和沃伦没有坐在一起，人们纷纷前来向他们问好，坐下来聊天。许多人后来回忆说那次聚会非常感人。苏珊也高兴地说自己幸好去参加聚会了，但是参加聚会确实让她精疲力竭。

沃伦还希望她可以参加查理·罗斯主持的公共电视脱口秀节目。在节目中，苏珊谈了丈夫许多感情脆弱和讨人喜欢的事情，而且说她对沃伦的爱是“无条件的爱”。她还提到了自己搬到旧金山的事情，正如她对沃伦讲的，说她离开只是“想有一个自己的空间，那样很好”。罗斯提及阿斯特丽德，“她为您照顾您的男人？”“是的，她照顾得非常好，而且沃伦感激她，我也非常感激……她帮了我大忙。”苏珊说。或许是节目现场环境使然，谈话清楚地表示苏珊将阿斯特丽德作为自己控制沃伦的工具——这一点苏珊可能不愿意如此直白地表示出来。节目之后，她对苏茜说：“我们去波道夫时尚精品店吧。”¹¹在那儿，她只是坐在椅子上看着周围的东西，过了一会儿就说累了，和苏茜一起返回酒店。

几天后母亲节到来，她的精力又恢复了许多，就应邀参加翠贝卡电影节，和女儿的朋友博诺见面。在她恢复其间，博诺一直发传真鼓励她，那时候苏茜将传真内容读给她听。据苏茜说那些信“对她极其重要”。到5月份，每天晚上都听博诺的歌入睡的她热切地期待见见这位救世主歌手。两人短暂见了一面。“我都不知道怎么形容她当时兴奋的样子。”苏茜说。

苏珊在床上休息了两天后，博诺和妻子阿里、女儿以及和博诺共同创建援助非洲慈善组织DATA的博比·施赖弗（阿诺德·施瓦辛格的妻子玛丽亚·施赖弗的兄弟）来到广场酒店，在餐厅和苏珊一起吃午餐。博诺和苏珊聊了三个小时，还送给她一幅他临摹她的一张照片创作的肖像画，上面写着U2的歌曲《One》的歌词。苏珊高兴极了。博诺还邀请她和苏茜一道去他在法国的家，苏茜当时正准备去法国参加基金会的董事会议。

苏珊回到旧金山后，立即将那幅画作放在显眼位置，重新摆放了墙上的其他艺术品、面具和装饰物品的位置，而且决心去法国。由于距离遥远，再加上她身体虚弱，全家的非洲度假计划再度取消。但是她认为自己当时的身体状况去法国没有问题。她和苏茜首先在巴黎的里兹大饭店住了4天，期间她把“下午1点起床”药片融入冰激凌按时服用，克服了

跨越6个时区引起的时差反应，每天出去做一些简单的事情。随后乘坐TGV子弹头列车前往尼斯，拜访博诺在艾日海滨区的灰泥建筑的橙红色房子。

据说甘地曾经在这座房子祈祷，通过房子可以俯瞰地中海。博诺安排苏珊住在一间天花板很高的卧室，屋内有火炉取暖，光线充足，窗户宽大，配着薄纱一般的白色窗帘，窗外就是大海。大部分时间她都在睡觉休息，有一天下午苏茜带她到楼顶的露台看海，听博诺演奏U2未发行的专辑《如何拆除原子弹》。博诺还唱了一首自己为父亲的葬礼创作的歌曲：《有时候，你不能独自承担一切》。那天晚上，他们晚餐后聊了4个小时，博诺站起来给她敬酒，说：“我遇到了知己！”

通过这次面对面的接触，苏珊对这位有着超凡魅力的摇滚明星崇拜有加，甚至在隔天的返程航班上都睡意全无，一路戴着iPod播放器，听着他的音乐。“我在那里感到舒服极了。”后来提到博诺家时，她这样描述。¹²

大约在苏珊母女从法国回来一周的时候，巴菲特一家又去了太阳谷，只有彼得和珍妮弗留在奥马哈，为彼得首次公演《魂——七度火苗》作准备。苏珊去年在痛苦中度过一年漫长的隔离生活，为了弥补失去的时光，她期待一刻不停地去每一个地方、见每一个人。在太阳谷的时候，她和大家一起度过了许多时间，见到了巴里·迪勒和黛安娜·冯·弗斯腾伯格，弗斯腾伯格患过口腔癌，过去几个月就是她的传真和建议给了苏珊极大的鼓舞。然而，她还是精力不济，错过了第一天早上的活动。那天午餐的时候，她自己慢慢走着去餐厅取一杯脱脂牛奶，结果一到那儿，一群人就围上来问候。苏茜让豪伊赶紧过去陪在母亲身边，说：“妈妈不能这样待在那儿，她一直都是在努力撑着，那是不行的。快去让她坐下。”

第二天，苏茜准备开着高尔夫球车带母亲在各处转转。然而，当她走进母亲的公寓时，却看到她抱着一个小抱枕，蜷缩在沙发上痛哭，说“我坚持不住了”。¹³尽管休息时间很长，但她还是体力不支。

全家返回奥马哈后，都积极准备参加彼得即将举办的首次公演，苏珊抽时间去了女儿新开的编织店。苏茜和一位朋友合伙在郊区购物中心开了编织创意店。巴菲特对女儿的创业精神激动不已。他对编织店兴趣浓厚，分析了经营前景，认为年度总收入可以达到百万美元。巴菲特父

女的关系也因编织店的开张而加深了许多。他对编织经营的兴趣一点都不亚于其他事情：每周专心阅读GEICO报表和分析在线销售业绩；节日期间每天关注喜诗糖果各零售店的销售业绩；每天阅读Shaw牌地毯传真过来的销售报表；圣诞节前每天审查波仙珠宝的日常报表；默记美国住房服务公司（中美洲能源旗下的房地产公司）的房产统计数值；列数奈特捷公司的喷气燃料成本和所有权统计数据；了解《布法罗新闻报》的广告起源……编织经营同这一切一样深深地吸引着他。

然而，对巴菲特来说，彼得的多媒体公演就不及编织店魅力强大。彼得基于之前推出的PBS特辑，并花了4年时间专心研究现场演出的技巧和经验，推敲音乐和故事情境。然而所有的辛苦都有可能付诸东流——除非现场演出非常成功。

巴菲特参加过彼得以前举办的现场演出，就是彼得和一支乐队，在一个帐篷模样的特殊剧院里一起弹奏，表演阵容就是几名土著人歌手和舞者，一切都简简单单的。沃伦一直建议学生们要充满激情地生活，但是他所谓的激情，如争取成为双陆棋世界冠军，都是竞技性极强的活动。而热衷于艺术，不考虑取得什么世界大奖，完全不是他的生活。那是苏珊的生活，在自己的空间寂寞地追求精神、心灵和内在的王国，是画家埋头在画布上表现自己，多年来都得不到公众认可的一种生活。不管怎么说，他自己对于投资的热情、耐心和艺术想象力就是彼得对于音乐的热情、耐心和艺术想象力。这样，巴菲特找到了唯一的最佳表达方式——艺术和商业的联姻——来表达自己期待彼得成功的真实愿望。这次演出潜在的商业成功吸引着他。“我目睹了多次这样的演出，几乎每一次都是大举成功。现场总是热情激昂，但是我不知道市场到底能有多大。在市场深度方面，彼得的音乐不及百老汇的音乐，我们期待看到结果。”

彼得在为演出募集资金的时候，巴菲特家族成员的身份使得募集工作异常艰难，在人们看来他可以轻松得到大笔基金。直到彼得把自己的房子抵押出去人们才信以为真。沃伦只答应支付10%，而其余资金由彼得自己筹集。在他筹集到200万美元的时候，父亲给了他答应给他的30万中的20万。然后，彼得自己筹集剩余资金，一大笔是通过鲁道夫·斯塔纳基金会获得的。自始至终，他都是一边排除各类障碍筹集资金，一边登台演出。而就在彼得为了筹钱各处奔波的几个月中，父亲居然不再坚持自己的“不捐赠”原则，友情支持汤姆·墨菲的救助儿童会1 000万美

元。

看起来好像有点儿冷漠——即便是为了培养儿子的自立能力——支持儿子的事业所花的钱只有1 000万美元的2%，也是太不近人情了。然而，事后回忆起来，彼得还是非常庆幸自己的演出没有成为依靠父亲资助的浮华演出——那样将无人问津。他认为父亲当时的做法就是处理复杂问题的明智之举。既让彼得得到了家庭的支持（彼得对此非常感激），又让他自己努力筹集大部分资金以证明自己的能力，所需资金共300万——尽管筹集资金本身就可能用去几十万美元。

沃伦不能完全理解儿子对土著人的迷恋，他（和家里的大部分人）认为那就是“印第安人表演”。他从来没有想过那次演出就是一种对迷失身份的象征性的追寻求索，是人类找回一些迷失或遗忘的东西的精神胜利。

《魂——七度火苗》是一个光彩夺目的故事，讲述一位土著人穿梭时空，探索自己祖先和种族根源的故事。封闭的舞台仿佛一个巨型帐篷，宽广而又隐秘、现代而又古朴。土著人穿着原始的粘满羽毛的衣服在史诗电影背景下边唱边跳，彼得的音乐让观众觉得异乎寻常而又似曾相识，流畅而又奔放。

整个春天彼得都着魔于自己的演出工作，这曾让苏珊对他非常生气。尽管彼得和父亲性格截然不同，但是苏珊认为他完全陷入了自己的音乐中，就像沃伦完全着迷于投资那样，对他和珍妮弗的婚姻是一种威胁。然而，她完全理解彼得的演出要表达的意义和情感，而且音乐令她有了共鸣。她欣赏彼得的艺术成就。沃伦也喜欢音乐，为儿子感到骄傲，但是坐在现场的他，领略着变化多端的视觉效果，心里却感到极为不安，不知道演出结果如何。他环顾四周，看到其他观众有的拍手、有的欢呼，说明演出还是很不错的。当《奥马哈世界先驱报》用这样的语言——“深刻、忧伤、振奋、激动和强大”——描述儿子的演出时，他非常高兴。一年多来他内心一直紧张地期待着这一刻的出现，彼得取得如此巨大的成功显然让他松了一口气。但是他依然担心，不是没有道理的担心，这次的成功只是因为在家乡举办的缘故，他期待着在其他地方的演出能取得同样的成功。

《魂——七度火苗》还在奥马哈继续上演的时候，苏珊就和孙子、外孙们一起去了拉古纳的房子。孩子们都习惯了苏珊宠着他们，想要什

么都可以得到，带着他们到处玩，堪称“模范”奶奶（姥姥）。现在她更是不让孩子们有一点儿失望。她带着他们去商场买东西，和以前一样，坐在那里指着周围的东西说，“我要一个那个、两个这个、一个那个。”¹⁴尽管拉古纳之行让她精疲力竭，但她还是准备前去参加每年太阳谷聚会之后赫伯特·艾伦召集的聚会。

太阳谷年会之后不久就去怀俄明州科迪高原，和许多人一起过周末，这似乎还是有些问题。家里人也不是完全支持这次旅行，但是苏珊一心想去，而且沃伦也希望一切都回到从前的样子。因此，7月的最后一周，沃伦和苏珊一起去赫伯特·艾伦的J9农场，准备过一个长长的周末。

苏珊当时看上去精力充沛，见到大家非常高兴。¹⁵晚餐时大家聚在一个大房间，房间有一个超大的火炉，驱走了高原的寒气，苏珊当时讲话很多，还建议客人们就即将到来的选举进行一次民意投票。¹⁶后来，晚餐桌子都收拾完毕，人们准备吃点心、喝咖啡的时候，她站起来向大家讲述生病期间女儿悉心照料她，她们的母女关系更加亲近了。¹⁷突然，她眨了眨眼睛说想起了一些有趣的事情。¹⁸刹那间，赫伯特·艾伦以为她在做一个滑稽的舞蹈动作，转而意识到她要摔倒了。她的腿开始弯曲的时候，他和芭芭拉·奥霍乐很快过去搀扶她，没有让她倒在地上。¹⁹

他们扶着她坐到旁边的沙发椅上，椅子是身为瑜伽教练的赫伯特·艾伦特意搬到那里供苏珊休息用的。他们叫沃伦到房间去拿药。苏珊的健康状况一直都是时好时坏，度过了许多危急关头，没有人认为这次会有多么严重。然而，他们还是打电话叫了护理人员。沃伦也打电话告诉苏茜，苏茜当时在波士顿与博比·施赖弗和比尔·克林顿一起参加民主党大会，正在听约翰·爱德华兹演讲。沃伦告诉女儿苏珊有些头疼，而且要了艾斯利医生的电话。苏茜把医生的电话号码告诉父亲后就挂断电话。她马上知道是出了什么问题，接着又想可能是妈妈伤了脚趾，父亲才打电话要艾斯利医生的电话。²⁰

苏珊躺在沙发上，连胳膊都抬不起。她吐了几次，说有些冷，头疼得厉害。人们就拿来毛毯给她盖上。她一阵一阵地失去意识，有时候努力想说什么。沃伦忙着找苏珊的用药处方，以便护理人员即时参考。他看到苏珊当时的情况后越来越悲伤；显然她可能是得了中风。其他客人都无助地等着救护车的到来。时间在漫长的等待中消磨。过了一会儿，苏珊说头疼好些了，也可以按照人们的要求动动胳膊和脚了，大家都松

了一口气。护理人员到来后做了一些简单检查就把她移到担架上，推着走向救护车，沃伦跟在后面。护理人员把苏珊抬上救护车后，他们也进去把车门关上。沃伦坐在前排座位，救护车开始在前往科迪西帕克医院的蜿蜒山路上盘旋，到医院有34英里的距离。²¹

他们进了救护车，沃伦就给苏茜打电话。“你得过来，”他说，“妈妈又生病了，我觉得可能是中风。”几分钟后他再次打电话说，“你得把两个弟弟也带上，一起到这儿来。”

苏茜打电话告诉了当时在奥马哈的彼得，他正在酒店客房准备演出。她又打电话给德文，她当时正在印第安纳的沃尔玛超市。“豪伊在哪里？”她问。“在非洲，”德文说，“他的飞机大概一小时后落地。”苏茜赶紧安排奈特捷航班首先到波士顿接她，而后再到奥马哈接彼得一起去科迪。²²豪伊刚在非洲落地，就被告知马上打电话给姐姐。他首先想到的是父亲可能有什么事，后来又想可能是彼得出什么事了。“我完全没有想到是母亲。”他说。在得知第二天才有返程航班后，他心急如焚。²³

苏茜安排这一切的同时，赫伯特·艾伦和一位朋友，雕刻家凯尔西一起开着他的车跟在救护车后面前往医院。救护车开得极慢，他们非常郁闷，一想到沃伦无助地坐在车里，忍受这样的漫漫行程，他们就格外不安。在一段路上，他们开到救护车一侧，艾伦大声问司机究竟是怎么搞的，但是没有人理会他的问题。

最后总算抵达医院，CAT扫描显示苏珊出现了大面积脑溢血。沃伦在急诊室外来回踱步。医生终于走了出来，对他说苏珊可能挨不过今晚。沃伦精神恍惚，哭着走到医院大楼外，把情况告诉凯尔西和艾伦。²⁴之后，他回到病房，坐在床头陪苏珊。他静静地等待着那一刻的到来，显得非常无助。

大约在凌晨4点30分，苏茜和彼得乘坐的航班降落。他们坐车抵达医院停车场后匆匆走进一楼大厅，首先看到了赫伯特·艾伦。当时夜幕下群山的背景颇似太阳谷，苏茜忽然想到：“哦，天哪，现在的情景和格雷厄姆太太去世的时候太像了。”

来到楼上，他们看到父亲坐在母亲身边，握着她的手。旁边桌上的樱桃可乐根本没有动过。“我在这儿5个小时了。”他说。苏珊非常安静，他们几乎看不出她的呼吸，她戴着小型的氧气面罩。沃伦去了旁边

的房间躺下，彼得就在母亲病房的地板上躺下，他们很快就睡着了。苏茜坐在母亲床边的椅子上，轻轻地抚摸着母亲。

过了一小会儿，她发现苏珊没有呼吸了，随即叫来护士，而后打起精神，叫醒父亲，告诉他这个不幸的消息。²⁵

接下来的几个小时，巴菲特一直在哭，孩子们忙着安排一些必须做的事情。他们和赫伯特·艾伦匆匆准备好新闻发布的内容，在确认去世和器官捐赠的文件上签字，安排返回奥马哈后的事项，打电话告诉阿斯特丽德、凯瑟琳·科尔和其他几位沃伦和苏珊要好的朋友，这样他们不至于通过CNN的新闻才得知苏珊去世的消息。中午时分，他们坐上了湾流IV型飞机开始了此生最艰难的一次旅程。

在飞机上坐了一会儿后，沃伦深深地叹了口气，问：“前面有卫生间吗？”“没有，在机舱后部。”苏茜对他说。他一步步挪到飞机尾部，目光避开了飞机沙发上装着苏珊遗体的拉链袋。²⁶

飞机在奥马哈着陆后，他们全家同样得到了特别关照，飞机没有在停机坪停靠，而是直接滑翔到飞机棚，灵车就等候在那里，这样避开了狗仔队跟踪拍摄他们一家悲伤的场面。沃伦径直回到家中，走进楼上的卧室，关门闭灯，一头钻进被窝。

阿斯特丽德知道该做什么，就是什么都不必做。她知道安眠药就在他手头，就没有去打搅他。她过一会儿就去苏茜家一次，在苏茜面前伤心地痛哭一阵，其他时间就待在家里照顾沃伦。

第二天是星期五，他依然躲在被窝里。罗恩·奥尔森和妻子简从洛杉矶赶来，罗恩要作一些法律方面的安排，需要处理苏珊的遗嘱，而且他是巴菲特一家非常要好的朋友，对孩子们有着深刻的影响。沃伦来到楼下，奥尔森陪他坐了一会儿。不到一个小时，电话响了，是唐·格雷厄姆打来的。“你在哪里？”苏茜问道，“就在市区的希尔顿酒店。”他说。他知道消息后就赶来了，尽管巴菲特家的人还没有来得及通知他。后来，苏茜找了几个朋友来他们家，在接下来的几天中，大家都坐在客厅帮助沃伦分散悲伤的情绪，不让他感到孤独。每天晚上9点半，他服安眠药上床睡觉。

过了一两天，沃伦开始给几个朋友打电话。电话接起后，没有声音；他说不出话来，也就不说什么，只是拿着话筒痛苦地喘息着。接

着，泪流满面，哽咽着说声“抱歉”，就把电话挂上。对方不知道打电话的是谁，其实只要沃伦可以清楚地说出“SOS”就足以让对方明白。

苏茜已经通知了所有需要通知的人。第二周，比尔·鲁安和卡罗尔·卢米斯短暂停留了几小时。沙伦·奥斯伯格、比尔·盖茨和凯瑟琳·科尔都赶来了。豪伊也经历了“最漫长的回家之路”，终于从非洲赶回来。这是他再也不愿回忆的痛苦旅程。²⁷

那一周，比尔和沙伦特意安排了桥牌比赛——和沃伦一起比赛。有一天晚上，他和大家一起在举办桥牌比赛的酒店吃晚餐，饭后看他们玩了一会儿，这样可以分散一下他的注意力。还有一天晚上，他们都聚在沃伦家，沃伦想让他们陪他一起看查理·罗斯采访苏珊的录像。阿斯特丽德不忍陪他一起看，而他又害怕自己一个人看。他们把节目录像放入DVD开始播放。过了一会儿，沃伦就开始哭。比尔离开了房间，沙伦蹲在他身边轻轻地安慰他。²⁸

只要一提到苏珊的名字，沃伦就满眼泪花。随着葬礼的临近，一直忙着安排葬礼的苏茜发现父亲还是顾虑重重。她渐渐明白是为什么。“您不必参加葬礼的。”她对他说。沃伦痛苦不堪。“我去不了。”他说。坐在那里心里一直想着苏珊，却要面对所有在场的人是他无法做到的。“我去不了。”²⁹

不同于沃伦，许多人都希望可以自己亲自参加追悼会，表达对苏珊·巴菲特的悼念。然而追悼会没有举办。只有家人、苏珊最要好的几位朋友、博诺和妻子阿里、博比·施赖弗参加了葬礼。苏珊的音乐家朋友戴夫·斯特赖克弹吉他，格莱德纪念教堂的牧师塞西尔·威廉姆斯主持葬礼。博诺唱了《有时候，你不能独自承担一切》。孙子和外孙们都痛哭流涕。

几周过后，似乎一切都恢复了正常。沃伦的世界空了。许多人——包括苏珊本人在生前——都觉得没有她，沃伦的生活就艰难无比。他一直就没有真正面对父亲的去世，依然无法面对地下室里堆放的霍华德先生生前未完成的手稿。就像沙伦说的，他过去总是站在第三者的角度看待父亲的去世。但是这一次他让自己亲历了苏珊的离去，一下子陷入了极度痛苦之中，尽管现实让他觉得害怕。

苏珊的去世让他刻骨铭心地意识到自己同样必须面对死亡的命运。74岁生日一天天近了。他希望自己打起精神，就和几个朋友说希望他们

在他生日的时候到奥马哈庆祝。几天后，苏茜打电话告诉父亲的朋友们，还是别来。³⁰沃伦完全没有准备好。其实，分散痛苦对他来说不是最好的办法。痛苦不可能缩短，必须一点点经历。

他无法摆脱悲伤，即便在梦中也是如此。每晚都做相同的噩梦。和苏珊永远分开，他们两地生活的这些年他从来没有想到过会有这样的别离，却突然成为眼前的现实。他总是梦到在科迪去往医院的漫漫路途中，困在救护车里，一点都帮不上她，不能让车停下来。7月星星点缀的寒冷夜空衬托出沉寂的大山的轮廓。救护车沉默地在蜿蜒的山路上盘旋。路在他们眼前无尽地延伸，一英里接着一英里，一排排树木仿佛从山脚向上的朝圣者。车厢后部，苏珊躺在担架上，面色苍白，极其安静。救护车的声音渐渐远去，一排排杜松就像山坡上生长的淡淡的苔藓，前方的路越来越窄，无尽地延伸。流星划过头顶漆黑的夜空。时间一点点凝固。

他曾经要求她不要离开他，而且她答应不离开他。不管她关心照顾过的人有多少，不管她内心有过怎样的挣扎，在她的人生中，不管她选择了多少不同的生活方向，她总会回到他身边。她不会让他失望。现在却得不到她的回应。他那么需要她，怎么可能是她离开了他。他要时间停止，他不让她走，她必须陪着他。

救护车在漆黑的大山里缓缓而行。氧气罐在寂静中发出点点声音，伴着他的眼泪。车厢后部只有安静，听不到她的呼吸，甚至看不出她的痛苦。

沃伦心急如焚，内心随着车轮的滚滚向前而翻江倒海。你不能离开我，你不能离开我，求求你不要离开我。

但是苏珊已经永远离开了他，她去了另一个世界。她离开他去了另一个世界，让他痛苦得撕心裂肺。

[1] 彼得是电影《魂——七度火苗》的原创音乐作者。——译者注

62 票根

奥巴马、纽约，2004~2008

苏珊去世后首先让全家感到意外的就是她留下的遗嘱，尽管其中的大部分内容并没有出乎意料。她几乎将自己持有的全部伯克希尔-哈撒韦的股票，价值30亿美元都留给了新近命名的苏珊·汤普森·巴菲特基金会，并由她的女儿管理该基金会。另外600股，当时价值5 000万美元，留给了孩子们各自的基金会。

她一直对自己关心的人们非常慷慨，尽管在丈夫的影响下，她的慷慨无疑也有所节制。孩子们各自得到1 000万美元。许多家庭成员以外的人也得到一定数目的资金，包括凯瑟琳·科尔和她的丈夫。去世前一年，她修改过一次遗嘱，增加了附录，由一位新任律师确认生效，附录中提出留给约翰·麦凯布800万美元，留给罗恩·帕克斯100万美元，罗恩·帕克斯事实上是多年来一直担任“STB公司”财务总监的一位朋友。¹

她私下增加的遗嘱附录几乎让所有人感到吃惊。苏珊生前就一直没有把握好自己生活中的轻重缓急，最后还是让人不得其解。处处为别人着想的生活就是她留下的宝贵财富，她的真实内心世界将永远不为人知，留给人们更多自我诠释的空间。

沃伦一直深爱着妻子，将她视为自己理想中的爱人。她一直是“他和外界联系的纽带”，也是“凝聚全家的强力胶”。²苏珊去世后，沃伦每次看到她的照片都要痛哭一场。但是他没有陷入长期抑郁之中，也没有寻死觅活，苏茜曾一度认为他会因绝望而不能自拔。他确实非常忧伤，有两个月的时间，陷入深深的绝望之中，后来，和大多数人一样，他逐渐恢复正常的生活。“浴缸”记忆发挥了作用，他对苏珊的爱战胜了一切。

“父母的结合让彼此成为自己生命中最重要的一部分，”豪伊说，“毫无疑问，父亲离不开母亲，但是爸爸没有因此倒下。如果有人认为父亲会因母亲的去世而倒下，那么，在我看来他们还是不了解他。他不会被任何事情打倒。他有着自己刚强的一面，或许只是不为人知而已。他不会因自己脆弱的一面而甘拜下风。”³

刚强的一面不但让巴菲特走出痛苦，而且让他学会适应和超越。“苏珊会照顾好一切的”——这个梦幻般的设想如肥皂泡一般破灭后，沃伦开始展示出崭新的自我。时间一个月一个月地过去，他越来越坦然地接受了生命终结和人生必死的现实，以一种新的方式开始和孩子们沟通。正如他的妹妹伯蒂所言，苏珊似乎把她的力量、情感和慷慨都留给了他。沃伦的内心世界似乎在突然间开阔了许多。他开始处理过去一直由妻子负责的一些情感方面的问题，开始更多地了解孩子们的内心世界，关心他们的生活，关心他们生活中重要的事情。

苏茜很快承担起母亲生前担任的领导工作，特别是在慈善工作方面，多年来她一直潜心于慈善事业。她开始招聘人员，扩大基金会的办公室，计划从现在起增加捐赠。管理着两个基金会对她来讲是极好的机会，根本不是什么负担。

彼得在华盛顿国家广场演出《魂——七度火苗》，庆祝美国印第安人国家博物馆盛大开幕。一天，他打电话对父亲说，爸爸，我们搭好演出帐篷了！之后他意识到以前这样的电话总是打给母亲的，母亲再告诉父亲儿子的活动。直接和父亲联系感觉棒极了。⁴沃伦召集了一帮朋友，飞到华盛顿参加鸡尾酒会、庆祝开幕之夜。《魂——七度火苗》此次演出之前，彼得已经发行了13张专辑和唱片，但是，这一次演出让沃伦意识到自己和儿子之间有一种特别的父子关系——不仅仅是因为彼得的⁵成功，还有就是他们各自努力融入对方生活的力量使然。

《魂——七度火苗》在费城演出的时候，取得了巴菲特可以理解的赞誉，媒体这样报道：“吉他演奏让U2的主吉他手埃奇相形见绌”，演出可以“与菲利普·葛拉斯的舞蹈表演/歌剧《屋顶上的一千架飞机》相提并论。”⁵然而，《魂——七度火苗》的演出成本高昂，即便票价很高，这样的巡演也是赔钱的。彼得中断了演出，开始录制新的CD《金星》，首次担任歌手，同时开始考虑《魂——七度火苗》的长期发展方向。

豪伊出版了摄影画册《边缘》和《人生织锦画》，还在第三世界国家举办摄影展和讲座。他的基金会办公室依然像十几岁男生的卧室，摆放着玩具吉普车、挖土机和十几岁时自己心爱的CB收音机，充满怀旧的风格。但是他在工作方面成熟了许多，现在分别担任林赛制造工厂和康尼格拉食品厂的董事，解雇了两位首席执行官。在投资方面，持有CCE股票和伯克希尔-哈撒韦的股票。投资伯克希尔-哈撒韦把他和父亲紧密联系在一起。10年来沃伦看着儿子一点点稳定下来，变得成熟。豪伊一

直和母亲非常亲密，而且强烈渴望自己和父亲的关系也一样亲密，现在终于有机会与父亲建立他们之间特别的父子关系。为了和家人密切联系，他和德文在奥马哈买了一处房子。

苏珊去世后发生的一系列事情，深深地打动了阿斯特丽德。她失去了自己心中最亲密的朋友，还发现苏珊的生活完全是另一番景象——她从来都没有真正了解。多年来生活在幕后，遵从苏珊的意愿，遵从这段不合传统的“婚姻”，看起来也还理想，却突然发现其实都是建立在虚假基础之上的。她知道苏珊对沃伦有多么重要，也目睹了沃伦的“浴缸”记忆多次发挥作用，但是她恼火的是沃伦居然接受了这一切，她认为沃伦背叛了她、利用了她。后来，沃伦意识到她为他和苏珊的生活付出了无比巨大的代价，这也是他们这些年一直避而不谈的一个现实。他愿意承担责任，努力弥补阿斯特丽德为他们而失去的一切。渐渐地，在他从妻子去世的忧伤中一步步走出来的时候，他开始频繁带着阿斯特丽德参与自己的公众生活。

12月，作为圣诞礼物，沃伦送给所有的孙子和外孙们一大笔钱。他一直支付每个孩子的大学学费，但是以前从来没有不附加任何条件就给他们钱。他给每个人写了一封信，提出花这笔钱的建议。他要求孩子们做一些有趣的事情，而且要按时支付贷款。“即使你们要是乱花这些钱，我也不会加以评判。你们明年还会得到一笔钱。”⁶

巴菲特的圣诞礼物支票没有送给两个孩子——妮科尔和埃丽卡·巴菲特，彼得收养的两个女儿。苏珊喜欢妮科尔和埃丽卡。两个孩子在她的葬礼上穿着长长的套装，哭得伤心极了，仿佛两个褐色头发的小幽灵。苏珊在遗嘱中留给每一个“收养的孙女”，即妮科尔和埃丽卡，10万美元，表示“关爱”。但是，就在苏珊的葬礼结束10天之后，沃伦就对彼得讲：“我要说，我认为这两个女孩不是我的孙女。我不希望她们在我死后得到什么。”彼得觉得很费解。“您真的要这么做吗？”他问道。父亲就是这个意思，非常坚定。苏珊在遗嘱中留给那两个孙女钱，而且表明她们和其他孙子的地位是平等的，这似乎激起了沃伦对钱的忠实守护之情。彼得没有再说什么，但是他这样推断：如果父亲的遗嘱中真的没有留给这两个孩子什么，她们永远也不会明白为什么。确实，在圣诞节，她们没有收到他送的支票，她们不知道为什么。⁷

沃伦和阿斯特丽德在加州马林县沙伦·奥斯伯格和大卫·史密斯夫妇家中度过新年。他、奥斯伯格、盖茨和其他几位客人尽情玩儿桥牌的时

候，阿斯特丽德就去乔氏超市采购食品。11月初，巴菲特终于打消了之前的顾虑——盖茨强大的个性可能令其在伯克希尔董事会支配一切，转而开始邀请盖茨加入董事会。沙伦和比尔就巴菲特基金会面临的问题谈了许多。要在沃伦去世后每年捐赠几十亿美元，就必须对基金会进行大量调整。历史上还没有哪个基金会经历过规模浩大的成功转型，甚至从来都没有进行过这样的尝试。只有一个例外——盖茨基金会——再没有其他慈善机构拥有如此巨额的资金。

沃伦也一直在考虑这个问题。秋天，他和基金会的理事录制了问答讨论的音像材料，确保他们明白他的心愿，保证这些记录他的心愿的音像材料代代流传，就像沃尔特·安嫩伯格一样，他希望自己死后被捉弄的可能性小一点。毕竟，“男儿之城”还是捉弄了佛拉纳根神父。如果连佛拉纳根神父都得不到敬重，那沃伦·巴菲特如何保证自己不被捉弄呢？

早在2005年，奥斯伯格就“提出一些假想”，而且特意到奥马哈对巴菲特讲了。她说，既然他对盖茨非常欣赏，为什么不考虑一下在他去世后将他的资金留给盖茨基金会呢？尽管巴菲特当时没有表示什么，⁸其实早在苏珊去世之前，他就开始考虑至少可以留部分钱到盖茨基金会。

查理·芒格也支持这一做法。“如果最终由盖茨基金会管理那些资金，我不会感到吃惊。”苏珊去世后不久他这样说。“我一点都不会吃惊。沃伦不喜欢那种爱摆架子的人，而盖茨在他看来就不是那种类型的人，况且盖茨只有50岁，而不是74岁。”⁹

有很长一段时间，巴菲特认为钱留在他手里实现复利增长，要比直接捐赠出去对社会更加有益，因为这样他就有更多的钱可以回报社会。但是直到他死后才进行捐赠也意味着白王后的“明日果酱”——他一直努力避开终结、损失、死亡、放弃，所以捐赠一直在延期。多年来，他从一个偷姐姐自行车的小男孩、一个向别人兜售杠铃的小男孩、一个孩子们伸手要钱的时候永远说“不”的父亲，逐渐蜕变为一位每5年就在孩子们生日的时候送出百万美元的父亲，一个细心为女儿挑选粉红色心形钻戒的父亲。但是他在处理钱的问题上还是有一些棘手，例如苏珊的遗嘱就让他有些不满。无论如何，一个巨大的思想转变就是他已经开始考虑是否要在今天兑现明日果酱。

然而，这并不代表他可以轻松面对时间的流逝。苏珊去世一年后，巴菲特发现自己还是对即将到来的又一个生日备感吃惊。他真的走过大

半个世纪的漫长岁月，进入75岁了吗？他还是表示难以置信，而且喜欢举一些事例说明自己身体健康，一定会长寿：他的母亲92岁去世，凯蒂婶婶97岁去世，沃尔特·施洛斯90岁了还在打网球，当然还有他的偶像B夫人。

他的75岁生日聚会在沙伦和大卫夫妇家里举办，阿斯特丽德、比尔·盖茨、妹妹伯蒂参加了生日聚会。生日蛋糕是用白色巧克力做成的100美元钞票的样式。星期六早上，史密斯安排巴菲特和9岁的美籍华裔乒乓球选手邢延华对战，摄像机记录了小女孩打败他的情景。第二天早上激烈的桥牌锦标赛后，奥斯伯格和史密斯请来的一位艺术家教巴菲特和盖茨画山水画，为的是让他们娱乐一下。巴菲特大胆尝试，在颜料盒中用力挥动着毛画笔，油画不同于乒乓球，没有节奏性和重复性，所以游戏进行得非常轻松。他完成了一幅风景油画作品，上面画着像棒棒糖一样的树木。就在此时，前一天的乒乓球比赛让他们想到一个主意。为什么不在股东大会的短片中增加邢延华痛战巴菲特的录像呢，短片内容可是一直在不断被丰富啊。

2003年之前，巴菲特期待被关注的愿望通过每年接受几次采访和股东大会实现。他和媒体的合作一直都非常小心、讲究战略（他并不是随时配合媒体的采访报道）。但是大概从苏珊生病开始，不知什么原因，他总是希望媒体关注，特别是喜欢参加电视节目的录制，仿佛有瘾一般。采访越来越频繁，他还参加了纪录片的制作，和查理·罗斯一起录制了很长时间的谈话，成为CNBC的常客，一些朋友开始不解地问他为什么这么做。

渴望自身得到关注的巴菲特和照旧密切关注伯克希尔-哈撒韦的巴菲特形成了鲜明的对比。看着他瞬间从一个状态转入另一个状态，让人眼花缭乱。邀请比尔·盖茨加入董事会后，他开通了“检举热线”，保证每一位员工都可以汇报公司的错误决策。考虑到总有一天，董事会必须在他缺席的情况下做出决策，他迈出了重要的一步——主张召开董事会的时候他不出席。但是他依然像年轻的时候那样关注着投资。“9·11”事件之后美联储大力调低利率，在市场出现泡沫之前稳步挽回损失。巴菲特在2004年致股东的信中写道：“我希望完成几宗万亿美元的并购，在我们目前的收入基础上再增加大笔新的收入来源。但我还是决定放弃。还有就是我发现可以选择的优良证券寥寥无几。因此，伯克希尔去年只有430亿美元约当现金，情况不容乐观。”第二年，伯克希尔出资收购了以

下4家小型公司——医疗保护保险和应用承保两家保险公司；娱乐休闲汽车制造商森林之河以及一家针对企业发布公关资源的公司美国商业资讯——还有一宗大型并购，即中美洲能源对一家大型发电厂PacifiCorp的并购。中美洲能源并没有按照巴菲特的期望进行大量并购，然而并购PacifiCorp发电厂显然是明智之举。油价持续上涨，中美洲能源在替代能源方面拥有不小的优势。其首席执行官大卫·索科尔是人们公认的巴菲特的继承人之一，尽管巴菲特本人一直在继承人确定方面守口如瓶。

巴菲特还借此再次提到他依然不看好美元，认为美元一定会走低。他的第一篇相关文章发表后，美元就开始走高，财经新闻现在大力批判他的观点。他通过购买美国以外的股票降低自己的投资风险，没有什么可以改变他的观点。而且他又一次谴责公司高管薪酬过高。关于金融衍生产品，巴菲特现在每年都要提到的一个话题，在致股东的信中他这样描述：

很久以前马克·吐温就说过：“拖着猫尾巴走的人会得到无比深刻的教训。”……考虑到两方面的原因，我每年都要提到我们在金融衍生产品方面的经验教训。一方面是我们自己的一些不愉快的经历。我和查理都知道通用再保险公司当时推出衍生产品是一个错误，而且告诉管理人员我们希望终止这些产品的相关业务。我有责任确保监督他们终止衍生产品，然而，我当时没有直接处理这一问题，导致后来用了几年的时间才将那项业务脱手。那是一段痛苦的挣扎，没有什么现实的解决方案可以让我们摆脱关系到几十年的如迷宫般错综复杂的债务。我们的债务尤其让人担心，因为无法预测债务猛然暴涨的风险。再者，如果发生严重问题，我们知道可能会连带引起金融市场的其他问题。

“我没有在事情恶化之前选择退出，同时还增加了金融衍生产品的交易量。”巴菲特指的是他聘用了一位经理，暂时允许金融衍生业务扩展的时期。后来证明，其中的一些交易耗费许多成本才最终了结。

都是我优柔寡断惹的祸。（查理说那就是“吮拇指”。）当问题出现的时候，不管是个人生活中的问题还是经营公司中的问题，都要当机立断。

我之所以经常提及我们在这方面遇到的问题，另一方面的原因就是希望我们的经验教训可以为经理、审计和监管机构的工作提供

借鉴。在某种意义上，我们就是商业煤矿中的金丝雀，自己气绝身亡的代价是给别人进行提醒警告……通用再保险公司在金融衍生品领域只有很小的份额，本来准备在良性市场环境下清算流动资金，始终因为没有财务压力和其他方面的压力而导致清算工作未及时有效地进行。我们过去一直采用传统会计标准，非常保守。此外，我们没有出现不良会计行为。

对于其他公司来讲以后的情况就不仅如此了。我们可以想象一下，在混乱的市场环境下，压力无处不在，一家公司或更多公司（问题总会扩散）面临着高于我们数倍的流动资金，进行清算是一种怎样的情形。考虑新奥尔良的防洪大坝是否结实，进行加固工作的时机是在“卡特里娜”飓风袭来之前。¹⁰

然而，人们还是认为金融衍生产品可以降低风险。在低息贷款和金融衍生产品日渐增多的市场环境下，低利率和抵押贷款“证券化”演变而来的金融衍生产品将在2006年导致房市高峰。据估计，在不到10年的时间中，全球总杠杆（债务）将翻两番。¹¹巴菲特偶尔会担心的问题就是，可能再也不会出现像20世纪70年代那样可以胜券在握的投资环境。但是他从来都没有停止探索，从来都没有停止钻研。

2004年的一天，他从经纪人手里接过一本厚厚的书，有几本电话号码簿订起来那么厚，内容是韩国股票的详细列表。他一直在研究全球经济，寻找一个被忽略、被低估的国家和市场。最后，他锁定了韩国，开始一宿接一宿地翻阅那本大部头的书，研究一列一列的数字，一页一页耐心地钻研。但是那些数字和术语让人迷惑不解，他发现还是需要学习一套不同商业文化中的商业语言，所以又开始阅读另一本书，了解关于韩国会计领域的一切重要知识，这样就不会轻易被那些数字迷惑。

掌握了基本内容后，他开始了筛选工作。仿佛回到了过去在格雷厄姆 - 纽曼合伙企业工作时的情景，穿着自己心爱的灰色夹克坐在自动收录机后面。他从几百页的数字中挑出了一些重要的数字，研究其中的关联性，很快就从几千只股票中精选出一些可用作比对选择的股票；经过进一步在黄线拍纸簿上标记研究，最终确定出为数不多的几只可选股票——筛选工作就像翻阅《穆迪手册》那样，从废物中搜索宝石。

精简出来的列表非常简练，一页标准打印纸就可以全部列出。和一

位客人坐下后，他拿出了那张最多列着二三十家公司的纸，上面只有少数几家大公司——属于全球大公司——但多数都是很小的公司。

看，这就是我列出来的股票，报价都是韩元。打开韩国股票交易所的网站，可以看到这些股票的交易数字，而不是订单符号，除优先股外这些股票交易结算都是零，这是在点击5的情况下，如果持有次级优先股，不要点击6，点击7。每天晚上特定时间打开那个网站都可以查询一些问题，而且分别显示当日交易买进最多和卖出最多的5家经纪公司。还需要在韩国开通一个特殊的银行账号。这对我来说不是一件轻而易举的事情，我在一点点学习。

对我来说这就像认识一个女孩子。

这些公司都非常不错，而股票价格依然很低。股票比5年前低，但是业务却更有价值了。这些公司中的一半都有一个听起来像色情电影一样诱惑人的名字。他们生产基础产品，如钢铁、水泥、面粉和电力，都是人们10年后依然要购买的东西。这些公司在韩国占有很大的市场份额，这一点是不会变的，其中的一些公司向中国和日本出口产品。然而，出于一些原因，这些公司没有得到足够的重视。看，这家面粉公司拥有的现金超过其市场份额，销售额是收益的3倍。我不会买许多，只是持有少数股票。还有一家，是乳制品行业。我个人的投资组合中可能会全部都是韩国证券。

其实我不是外币方面的专家，但是我觉得现在持有以韩元为单位的证券是不错的选择。

主要风险，也是股票之所以便宜的原因就是朝鲜。朝鲜是一个真正的威胁。如果朝鲜入侵韩国，全世界就会陷入灾难之中。中国、日本、整个亚洲都将陷入战争，结果简直不堪设想。朝鲜很有可能拥有核武器。我认为朝鲜就是全世界最危险的国家。但是我可以保证世界其他国家，包括中国和日本在内，都不会在短期内让局势恶化到朝鲜利用核武器攻击韩国的地步。

他找到了新的游戏，新的钻研对象。他希望了解更多，坚持继续寻找机会，就像小时候弯腰在赛马场捡中奖的票根一样满腔热情。

2005年12月，在哈佛商学院的一次座谈中，有人问他希望巴菲特基金会对社会有怎样的影响，该基金会将是全球资金实力最为雄厚的基金

会。巴菲特回答说，他觉得自己继续保持基金会的复利增长不是在对社会作贡献，所以他现在考虑更多的是要把这些钱捐赠出去。

没有人对此做出评价，没有人发现巴菲特的目标出现了大转变。

就在那次讲座中，他后来谈到了盖茨基金会。他说比尔和梅琳达·盖茨是他最佩服的两位慈善家。他们的基金会是他见过的运作最合理、基金会政策落实得最有效的基金会。他喜欢他们不希望以慈善宣传自己、不希望以自己的名字命名什么大厦的风格。

2006年年初，他的想法开始具体化。他对孩子们各自的基金会工作非常满意，苏珊曾经带给他的安全感不会再有了。这样的情感力量超越了意识水平。他曾经决定让她负责管理他留下的资金，却从来没有理智或客观地考虑过她是否适合做一位慈善家。随着他们的夫妻关系在几十年岁月长河中不断强化，他确实非常信任妻子的判断力和智慧，也习惯了对她无比信任。现在她离开了，一切都不同了。在汤姆·墨菲女儿的婚礼上，他对墨菲提到了自己内心的变化，而且突如其来地告诉沙伦·奥斯伯格自己的新想法。他准备早些把钱捐赠出去，但是依然只是一个想法，还没有形成具体的计划。

计划是复杂的，细节方面需要几个月的时间来完善。第二年春天，他开始直接与基金会相关的工作人员谈起自己的想法。“振作起来，”他和卡罗尔·卢米斯坐下来谈的时候这样说，卡罗尔·卢米斯是巴菲特基金会的一位理事。“那个消息确实让人震惊。”她写道。¹²

“我遇到了很多问题，”在提到他开始通过谈话告诉人们这个决定的时候他这样说，“而且有些人一听到这个计划就觉得疑惑不安，这是一个巨大的转变，和人们一直以来所期待的基金会模式完全不同。”¹³另一方面，他的姐姐和妹妹知道这个决定后随即投以极大的热情。“这是你那次假装患了哮喘，让人们从弗雷德里克斯堡把你送回家以来想出的又一个好主意。”后来伯蒂这样写道。¹⁴多丽丝认为这是一个明智的决定；通过自己的阳光女士基金会，她知道即使合理捐赠几百万美元都需要投入大量的工作。¹⁵

2006年6月26日，巴菲特宣布在未来几年中逐步向其他基金会捐赠伯克希尔-哈撒韦股票的85%——当时共计370亿美元。慈善事业首次出现如此规模的捐赠。其中5/6将捐赠给全球最大的基金会比尔和梅琳达·

盖茨基金会，为了世界更加美好，两位财富巨头将进行历史性的联手。¹⁶他要求自己捐赠的资金必须通过各基金会造福于人类，而不是供各基金会维系自身的长期生存之需。全家一直都在期待他们的家庭基金会有朝一日成为全世界最大的基金会，而父亲突然之间决定的大笔捐赠让孩子们颇为吃惊，为了安慰孩子们，巴菲特决定将余下的资金，共计价值约60亿美元，送给孩子们各自的基金会，每个基金会分别得到10亿美元，苏珊·汤普森·巴菲特基金会得到30亿美元。孩子们都没有想到各自的基金会可以达到这样的规模，特别是在父亲依然健在的时候。捐赠当日，盖茨基金会得到的第一年的捐赠是15亿美元，孩子们各自的基金会得到5 000万美元，苏珊·汤普森·巴菲特基金会得到1.5亿美元。根据伯克希尔-哈撒韦的股票价格，每年的捐赠数额会有所不同。实际情况是，每年的捐赠数额都会增加，增加许多。¹⁷

这位当时的全球第二富翁在进行捐赠的同时没有考虑为自己留下任何名利。他一生都在孜孜不倦地“滚雪球”，似乎是对自己人生的一种丰富；然而却没有建立什么沃伦·巴菲特基金会、巴菲特医院辅楼，没有一项大学奖学金或一座大楼冠以他的名字。进行捐赠的同时没有用自己的名字命名任何项目，没有对资金去向辅以个人意向——而是将资金放到了另一家基金会的金库中，而另一家基金会正是他权衡竞争实力和工作效率精心挑选的一家基金会；没有选择创造自己的慈善王国——彻底颠覆了传统的捐赠模式。此前没有哪位巨款捐赠人做出这样的壮举。“这是全球慈善史上历史性的一刻，”洛克菲勒慈善顾问机构的道格·鲍尔如是说，“他为别人进行慈善捐赠树立了榜样，推出了新的标准。”¹⁸

沃伦·巴菲特此举既令人惊讶又在预料之中。一位不俗的思想者、一位解决问题的能手，勇敢挑战慈善领域的浪费和夸大现象。盖茨基金会得到了资金，但是必须一笔一笔地花出去——而且速度要快。他的决定非同寻常、出于自愿，有言传身教之功——自然引来极大关注。然而，在另一方面，这是典型的巴菲特的万无一失之举。他把自己的大部分资金用作捐赠让世界震惊，而在他实际支付之前自己依然持有这些资金。无论如何，这一次他选择了放手，改变了自己一生对钱的坚守——开始数十亿数十亿地大笔捐赠。这位自己存硬币的衣橱连家人都不准碰一下的小男孩，历经蜕变，现在终于可以自如地将数百亿美元交给别人打理了。

在宣布捐赠的发言中，巴菲特这样说：

在50年前，我与几位家人和朋友坐在一起，他们把10.5万美元以合伙的方式交到我的手里。他们断定我会比他们自己在积累财富方面做得更好。

50年后的今天，我坐下来考虑谁在分散财富方面可以比我自己做得更好。这确实非常合理。人们总是没有时间坐下来想这个问题，总是说谁可以经手我的钱？而且总是愿意把钱交给某位专家。但是，他们似乎想都没想要在慈善方面做点什么。他们选择自己生意上的亲密朋友或其他人在自己离开后管理他们的财富，而他们本人甚至不知道这些钱用在哪里。

所以，我是幸运的，慈善工作要比经营管理复杂得多。你们负责处理的将是过去智慧而富有的人们绞尽脑汁而难得其解的重大问题。因此，寻找慈善方面的人才要比寻找投资方面的人才更加重要，相比之下投资没有那么费力。

我非常幸运，生于20世纪30年代的美国，出生的那天就中了彩票，有优秀的父母，得到了良好的教育，在这个特别的社会中我得到了特别的恩赐。如果我出生得更早，或者出生在其他国家，就不会得到这样的恩赐。但是在市场体系下，资本分配至关重要，不同于其他体系下的资本分配。

我一直认为钱就是一把票根，应该投放到社会中去。我不支持朝代财富，特别在我们的资金可以有助于60亿比我们贫穷的人们之时。而且我的妻子支持这样的观点。

显然比尔·盖茨就有着明确的目标，他全身心地投入到改善全人类生活的伟大工作中，不分性别、宗教、种族或地域。他为人类做出了杰出的贡献。所以我在决定资金去向的时候就容易多了。

盖茨基金会和巴菲特有着同样的信念：“相信每个生命都有平等的价值”，致力于在全球健康和教育领域“减少不平等，改善人类生活”。盖茨夫妇将自己当作“号召人”，号召人们群策群力，彻底解决整个社会存在的重大问题。¹⁹

尽管苏珊去世后，巴菲特改变了许多、完善了许多，但是在某些方面他依然如故。管理着巴菲特基金会的艾伦·格林伯格发现自己将接管只有60亿美元的基金会，而不是他一直期待的450亿美元规模的基金会，而且不再是巴菲特管理下的基金会，而是他的新任老板、前妻苏茜代管的基金会。沃伦没有勇气亲自告诉格林伯格他的计划，没有勇气告诉他

需要考虑未来如何运作一个比预期规模小很多的基金会。苏茜必须让艾伦相信这绝不是因为他的工作表现而作的决定。开始艾伦非常生气，说自己不相信这是事实，但后来他还是接受了这个变化，愿意继续接管依然列属全球十大慈善组织的基金会，最终坦然地接受了变化。

所有相关的工作人员都有充分的理由认真工作。尽管巴菲特计划捐赠大笔资金，但是这些资金是逐年捐赠的。没有用作捐赠的股票价值估计在当时就已经超过60亿美元，他还有许多资本可在未来用作捐赠。

巴菲特的捐赠计划片刻间带来了声势浩大的影响。中国香港演员成龙宣布捐赠自己的一半财产。亚洲首富李嘉诚承诺将190亿美元资产的1/3留给自己的基金会。墨西哥通信垄断巨头卡洛斯·斯利姆曾嘲笑巴菲特和盖茨的慈善之举，但是，几个月后还是宣布他自己也将开始慈善捐赠。盖茨夫妇在他们的基金会设立了一个新的部门，专门接待有意向基金会捐赠的人们——比如一个7岁的小女孩要向盖茨基金会捐赠自己攒下的35美元。

经过资金充实的盖茨基金会对整个慈善事业产生了结构性的影响。其“全部资产捐赠法”，与巴菲特的集中理念非常相似——还有他的投资风格——集中处理仔细挑选出来的几个重大问题。完全不同于其他许多大型基金会和社区基金，那些基金会总部管事的经理人身边围着许多前来请求帮助的人们，他们一边悠闲地掰着手指头念叨“掐掐算算，鸡毛乱转……”一边一点一点地进行少量资金发放。2006年年末，包括洛克菲勒基金会在内的一些慈善组织开始修订相关政策，开始逐步接受盖茨夫妇的做法。²⁰

在宣布将大量资金投放到盖茨基金会后，巴菲特办公室一下子收到了3 000封需要帮助的人们发来的邮件，每天都有大量的邮件寄来。他们没有保险、背负着沉重的医疗负担、工伤没有得到救治、住房被收回。他们的孩子患有严重疾病，需要特别救治，导致他们失去了偿还抵押贷款的能力。或者是男朋友让她们怀孕后，骗走了钱，她们不得不代之偿还债务。他们没有赢得“卵巢彩票”。沃伦把这些信转交给姐姐多丽丝。10年来，多丽丝的阳光女士基金会得益于父亲霍华德·巴菲特的信托收益，帮助了几千名家庭暴力的受害者、生活贫困的人们和面临危机的家庭。他把那些信件转交给姐姐多丽丝的时候，还拿出了500万美元资助她的工作。

她请了几位50岁以上的女士帮助筛选来信，他们选择的救助对象是“非常不幸的人们，而不是做出错误选择的人们”，而且选择那些要求少量资金帮助走过不幸的人们。他们经常为那些嗜赌、深陷信用卡债务和不愿工作的人们提供咨询建议，但是只要人们有其他办法解决困难，他们就不选择资金救助。多丽丝从来都不是给钱了事的类型，“我不希望自己只是付钱给人们。”她说。她要求得到资助的人们写感谢信。她的慈善之举同时教给人们感恩和自尊。²¹

巴菲特继续坚持大额捐赠。他每年都给泰德·特纳的核威胁倡议(NTI)组织捐赠500万美元，在他看来NTI组织是美国致力于全球核威胁事业的最重要的组织，他愿意增加捐赠。前参议员萨姆·纳恩负责管理NTI，曾提出一项核燃料库建议，允许各国转化核浓缩项目，但不进行项目开发，以降低核扩散的可能性。巴菲特认为这一观点有极大的优势，只要该组织可以筹集一定资金，他就愿意捐赠5 000万美元。他愿意大额资助任何反对使用核武器的项目，在他看来似乎这样做可以解决核威胁的现实问题。

巴菲特还资助前总统吉米·卡特成立的卡特中心。卡特不是一位受人爱戴的总统，但是在卸任、退回到98层的时候他继续努力向前看，为人们树立了榜样，在全球健康、民主和人权方面做出杰出工作，赢得诺贝尔和平奖。“欢迎您参加我们于2007年2月6日至8日在加纳开展的麦地那龙线虫病防治工作。”卡特接到捐赠后热心回信邀请。²²巴菲特把卡特当作朋友，但是没有任何人——包括豪伊、苏茜乃至比尔——能让他坐飞机到遥远的非洲看什么麦地那龙线虫。²³

这样一来，巴菲特的非洲之行第三次未果。许多事情依然没有改变，但是随着时间的推移，其他方面还是有一些改变的。

阿斯特丽德现在是沃伦在奥马哈之外参加各类活动的正式伴侣。她还是原来的样子——同样言辞直率、谦逊质朴——但是她的世界以惊人的速度扩展。她现在经常接触比尔·盖茨夫妇。2005年秋天，她和沃伦飞到大溪地参加比尔·盖茨的50岁生日聚会，聚会在保罗·艾伦豪华的“章鱼号”游艇上举办。“章鱼号”是当时全球最大的游艇，是全球富翁榜排行第六的亿万富翁儿时的梦想，游艇上配备一个影院、一个音像录制室、两架直升机、一只63英尺的补给船和一艘小型潜艇，潜艇可容纳8个人在海底生活两周。聚会期间，她和沃伦住在保罗·艾伦母亲的特等舱里，是客厅带大壁橱和图书室的大套房。“哦，我的天哪，”阿斯特丽德说，“真

不敢相信。这可能是我此生第一次也是最后一次体验如此豪华的生活了。”

“这儿比家里强。”沃伦这样对她说。回家的飞机上他一直在谈游艇上的桥牌比赛。²⁴

苏珊去世两年后，在巴菲特76岁生日的时候，他和阿斯特丽德在苏茜家举办了简单的婚礼，没有邀请客人，只有家人出席。阿斯特丽德身穿天蓝色的上衣和白色裤子，沃伦穿着西服。当他把一枚大大的白金婚戒戴到她的无名指上时，她激动得泪流满面。接着，他们去波仙珠宝店旁边的北梭鱼烧烤店吃晚餐。随后两人飞到旧金山参加婚礼聚会，在沙伦·奥斯伯格和大卫·史密斯夫妇家中享用传统结婚蛋糕。盖茨夫妇也参加了他们的婚礼庆祝。

品味非凡、成就不俗的沃伦·巴菲特过着简单的生活，他向来喜欢简单朴实的生活——一个妻子、一辆车子、一座多年没有翻新装修的房子、经营一家公司，和家人在一起的时间越来越多。²⁵

巴菲特一直都说参天大树只是一个比喻，但小树苗在茁壮成长。

谁来接替他的工作一直是股东们关心的问题。

他有时候开玩笑说伯克希尔将由一位每周工作5天的人来接管，或者由集中了本杰明·富兰克林智慧的查理的半身像，或一个纸板像接管。他还喜欢开玩笑说自己死后也要控制公司：“嗯，我的第二手计划就是想办法看看如何通过幽灵管理公司。”没有人相信他的玩笑。还有些时候，他会这样告诉人们：“我的灵魂已完全融入了伯克希尔。”在伯克希尔工作的人们和投资伯克希尔的人们都领会了巴菲特的精神。他是不可替代的，那么那些资金会怎么样呢？他去世后随即面临的一个问题就是，那些资金是分红还是大量进行股份再购入。他的继任者必须做出一些改变——伯克希尔的模式部分需要保留，部分应该变革。总部员工——少得出名——可能会随着外包工作的回归而增加。同时，人们还是认为所有的继任候选人都是在伯克希尔-哈撒韦工作的。但也未必如此。其实，董事会也会考虑在时机成熟的时候选择外部候选人接任。

巴菲特曾经说过，如果他去世30年后伯克希尔-哈撒韦依然吸引着

现在的股东，将是他最高兴的事情。他正是这样安排的。他创建的一流机构可以永远运转，在他身后代代相传、生生不息。然而，做到这一切本身就是一项不俗的成就；他是这个机构的灵魂，无论如何，没有他就是一个空白。只有巴菲特可以把一切安排得完美无瑕，就像他自己的人生那样。

历史上还没有哪个公司的股东对公司首席执行官的眷恋之情胜过伯克希尔-哈撒韦的股东对巴菲特的眷恋之情。没有人像伯克希尔-哈撒韦的股东那样认为公司首席执行官就是自己的良师益友。富可敌国的他感动了无数人，许多人都觉得他是自己的故交，尽管彼此不曾谋面。但是，让人十分奇怪的就是不管巴菲特收到多少粉丝来信，不管曾经多少次亲笔签名，他从来不真正了解自己有多么受人崇拜。阅读每一封来信、每一次亲笔签名都让他兴奋不已，仿佛还是第一次。

2007年7月，道琼斯指数创下14 000点的新高，接着开始下跌。早已达到高峰的房价开始持续走低，和每一次泡沫高峰时期一样，部分原因是美联储开始提高利率所致。重新贷款困难，房主无法偿还抵押贷款，形势愈演愈烈，越来越多的人还不起贷款，出现了史无前例的贷款拖欠。

8月，出现了全球追加保证金通知现象。8个月之后，金融界爆发历史性的信用危机。大萧条以来首次出现如此严重的信用扣押。1907年的金融恐慌过后，年迈的J·P·摩根本人出面干预缓解恐慌以来，再没有出现像2008年这样的金融市场非正式干预。

危机间歇性地不断深化，往往是几周乃至几个月的平静之后再次大规模爆发，受害者犹如海滩上散落的贝壳一样无处不在。事实证明，金融衍生产品确实导致风险扩散——银行报告损失数十亿美元；澳大利亚一家医院管理公司的投资组合损失1/4；8个挪威商业中心区推测认为安全的住房抵押证券都损失了百万美元；估计各行各业的综合损失都达几百亿美元，有的甚至达到一万亿美元。像长期资本管理公司那样的优先投注全部选错了方向。人们假想出一个理性而“有效”的市场，认为头脑冷静、精于计算的买方可以阻止降价。

他们声称所有这些衍生产品都可以促进世界安全，分散风险，

但是不会分散人们对特定的刺激做出的反应所引发的风险。现在，你完全可以认为只持有5个运转良好的银行的信用就非常不错，完全胜过持有全球范围内数千个银行的信用，这些银行可能在同时出现问题。

美联储再次降低利率，与其他中央银行合作激活其他金融应急资源。²⁶然而，信用卡危机还在扩散。

借贷现象出现蔓延。道琼斯指数下跌17%，从10月份的水平下降到11 740点。每次公告有公司减价出售、破产或倒闭，谣言和恐慌就开始扩散。越来越多的人开始悄悄出售房产，却找不到买方，越来越多的贷方拼命收回贷款。

2008年3月13日星期四，新一轮危机爆发，这一次是投资银行中最弱的贝尔斯登，贷方开始拒绝续贷。仿佛重新上演17年前所罗门公司的一幕，第二天星期五，贝尔斯登险些因为融资短缺而倒闭。但是这一次美联储迈出了史无前例的一步，居然拿出300亿美元担保贝尔斯登的债务——美联储第一次花钱帮助一家投资银行走出困境。星期五下午，贝尔斯登收盘价为30美元。那天晚上巴菲特仔细分析了形势。长期资本管理公司此举花钱保释贝尔斯登只是一个开头彩排——规模还很小——此时此刻。

随之出现的是恐慌迅速扩散——没有人必须持有贝尔斯登的账户，没有人必须贷款给他们。这正是我在所罗门公司所做的事情，其实与电子银行挤兑的做法相差无几。银行不能容忍挤兑。美联储此前没有花钱帮助投资银行走出困境，那正是我1991年在所罗门公司所做的事情。如果所罗门公司的情况继续，谁知道会有怎样的多米诺骨牌效应。至于美联储该怎么做，我没有什么正确的答案。市场的某些方面几近瘫痪。人们不希望灾难蔓延到本应该很好的机构；如果贝尔斯登倒闭，两分钟后人们就开始担心雷曼倒闭，再过两分钟就开始担心美林倒闭，人们的担忧会这样无限扩散。

巴菲特非常理智地分析了美联储做出风险选择的原因。确实没有别的办法，要么就是眼睁睁地看着金融灾难爆发，要么就是促进美元贬值，提高通货膨胀。

如果整个系统充斥着大量的流动资金，一切就会立即结束，但后患无穷。如果流动资金过量就会立即引发严重的通货膨胀，发生许多意料之外的情况，导致经济惨败，那不是我的选择，但是如果必须做出抉择——其他人都会说倒退可能只是短期的，不会多么严重，但我要说，这是长期而严重的。

人们一定不愿意面临这样的情况：第二天一觉醒来你的钱袋子居然跑到了陌生人手中。我花了很长时间考虑这个问题，确实不希望自己翌日清晨必须付10亿美元。嗯，10亿我可以接受，但是可能会是更大数目，一切都是不确定的。人们必须考虑到过去从来都没有发生过的一些情况，而且总是希望手头可以有大量资金。

整个周末监管机构和银行都在不停地辛苦工作着，就像他们早些年处理所罗门公司的情况那样。然而，这一次显然是银行的失败会引起全球金融体系的全面瘫痪。贝尔斯登是否咎由自取已不是问题所在。就在东京股市周一开盘之前，美联储宣布其出于大局考虑，支持摩根大通以很低的价格收购投资银行贝尔斯登。巴菲特曾经考虑收购贝尔斯登，但是他认为其中有太多不设限的风险因素存在。

就在宣布贝尔斯登得到保释的当天，美联储为了平息恐慌，防止雷曼兄弟发生同样的情况，确实开始大量发放流动资金：允许最大的投资银行通过“贴现窗口”借款2 000亿美元，将抵押贷款证券作为担保证券。使用贴现窗口过去只是商业银行的一种特权，从来没有在投资银行实施，通过贴现窗口可以避免在申报和资本监管方面被认为是一种借款补偿。然而，恐慌没有平息；政府这样的做法没有终了。政府开始将不良贷款认做抵押品；开始推出各种史无前例的做法努力取消对抵押贷款市场的管制，帮助陷入困境的贷方。市场权威人士称美联储救助贝尔斯登、对商业银行的投资是防止危机蔓延的唯一办法，但是也对这些做法是否可以加速经济恢复提出质疑，或许只是延缓阵痛，诱发下一次泡沫。经历7个月的时间考验，事实证明金融灾难日渐显露，美元价值——一段时间以来持续贬值——依然一路下滑。同时，油价开始上扬：到2008年7月，现货原油交易价格达到每桶144美元。

“不可思议的年代。世界完全不同了，没有人知道会发生什么，但是我和查理不看好未来趋势，没有人乐观预期。”减债是一个痛苦的过程，

银行、对冲基金、金融服务机构、市政当局、建筑和旅游行业、消费者，确切说是整个经济开始倒退——快速而痛苦，抑或慢速而痛苦——低息贷款之毒浸入不浅。资产回报可能长期低于标准水平——查理·芒格称之为“4%回报的环境”。芒格说要当心各类骗子，他们可能风行于市，因为将4%的回报提高到16%，最轻松的办法就是谎言。

2008年春天一片混乱，巴菲特坐下来认真考虑了自己近60年的职业生涯中未曾改变的价值和风险。总有人说规则变了，但是他说只是短期来看如此而已。

巴菲特仿佛回到了童年，又开始弯腰捡“烟蒂”。他不会幸灾乐祸，但是在投资生涯中，每个人都有自己侧重的一面。这样的就是他最能施展才华的时候，做着自己喜欢的事情，展示一个真实的自我。

我们开始售出一些信用违约互换(针对存在破产风险的公司推出的保险)，当时的情况是这些存在破产风险的公司的股票价格非常之低。我坐在那里，膝上放着当天的日报《债券买家》。有谁会认为我每天都读《债券买家》吗？不，订阅一年的《债券买家》高达2400美元，我愿意选择按日订阅。我们把这些出价归入免税货币市场基金的失败拍卖和其他拍卖利率债券，一直都在想办法处理。同样的基金同一天同一时间在同一家交易商的利率分别是5.4%和8.2%，简直不可思议，但事实就是这样，而且优先贷款有极大优势。没有什么理由说明为何以820点交易，但是我们出价820就可能取得一笔基金，然而就在同时别人却以540点进行同样一笔基金的交易。如果有人告诉我10周前事情就是这样，我会说这和我成为男性脱衣舞者一样荒唐。我们投入了40亿美元，这可能是我一生中做得最荒唐的事情。如果说这就是有效的市场，那么字典必须重新定义“有效”一词。

是谁说免税货币市场基金可以成为“烟蒂”呢？

但是信用市场中即刻出现的所谓可行的机会更让人不可思议。最大的机会居然是抵押贷款。但是我不明白，尽管我一直在努力了解这一切。如果我认为取得了足够的安全边际，我可以去做。

不，股票是应该长期持有的东西。生产率提高，股价随之上涨。只有少数事情可以容忍错误。在错误的时间买进或卖出或者付高价，都无异于自寻短见。避开这两方面的最好办法就是购买低廉

的指数基金，而且要长期购买。别人恐慌的时候贪婪，别人贪婪的时候恐慌，但切勿企图智取市场。

如果长期来讲，美国社会各行各业都会好转，那又为何费力挑选投资对象，还认为自己干得好呢？只有少数人应该成为积极的投资者。

如果说沃伦·巴菲特的人生向我们展示了什么教训，这就是其中的事实。

尽管参天大树只是一个比喻，但巴菲特认为自己可以帮助小树苗生根发芽。他从来没有不关注商业，但是在考虑如何有意义地度过自己的余生时，他又一次急切地希望给人们以谆谆告诫。一段时间以来他一直在美国大学生中间发表演讲，亲自到各学校，或者欢迎大学生到奥马哈来。他喜欢对学生们提出忠告，因为他们没有形成顽固不化的习惯思维，依然年轻，有机会实践他的忠告。

我很早就开始滚雪球了，如果起步晚了10年，就完全没有现在这样站在山顶看风景的优势。所以，我建议学生们要蓄势待发——这样做其实非常简单，但结果完全胜过起步晚拼命追赶的情形，而且信用卡确实会导致他们落在后面。

早在2002年，强烈的紧迫感驱使之下，他就开始频繁地为大学生演讲。所到大学包括西北部的麻省理工学院、艾奥瓦大学、内布拉斯加大学威斯里安分校、芝加哥大学、韦恩州立大学、达特茅斯学院、印第安纳大学、密歇根大学、圣母大学、哥伦比亚大学、耶鲁大学、休斯敦大学、哈佛大学、拉德克利夫学院、密苏里大学、田纳西大学、加州大学伯克利分校、莱斯大学、斯坦福大学、艾奥瓦州立大学、犹他大学、德州农工大学。他的多数发言表示，致富不是人生的终极目标。然而有意思的是，正是他的财富和名声吸引着人们关注他的发言。到奥马哈拜访的大学生越来越多。

2008年，他首次荣膺全球首富。那时候，来自亚洲、拉丁美洲的学生，两三个学校一组纷纷前往奥马哈，有时候一次到达人数超过200人，有时候一个月有好几天他都要接待学生们。

前来朝圣这位奥马哈圣人的学生都得到了盛情款待（只是巴菲特现

在不必凌晨4点30分亲自到他们所在的酒店，把供学生们翻阅的厚厚的年度报告送到前台了。互联网结束了他的这项使命)。大家在B夫人的内布拉斯加家具城参观，在波仙珠宝店的柜台前流连忘返。巴菲特在办公室和学生们见面。他已经有一段时间不再穿那套灰西服配高领衬衣的正装了，穿着休闲装看起来非常轻松。学生们的的问题往往不限于商业领域。人生的目标是什么？一些人希望他回答这样的问题。他回答这个问题的时候和回答商业领域的问题一样——以精密的数学方式描述。

正如苏珊手术后住院康复期间，他对佐治亚理工学院的学生们所讲的：“人生的目标就是，在你期望得到关爱的人中间最大限度地争取自己受人爱戴。”

理想的社会应该是什么样子呢？他讲述了“卵巢彩票”理论。我如何找到合适的另一半呢？他说结婚。（他不谈金钱。）我如何判断正误呢？按照内部记分卡。我的职业应该怎么规划呢？找与自己性情相投的人。我只与我喜欢的人一起工作。如果你每天早晨上班都觉得反胃，就没有找对自己的职业方向。

他给大家讲述精灵的故事。对待自己的身体要像对待自己此生拥有的唯一一部车子那样：小心呵护，每天晚上都开到车库，修复每一点凹痕，每周都要换油。他还带学生们在Gorat's牛排店吃午餐或晚餐，大家都坐在磨砂漆布桌子前大口吃着咸味排骨和双份的土豆饼，仿佛精灵赦免他们暂时不拘礼节一样。席间，大家非常活跃、抢着站在沃伦·巴菲特身边合影留念。某一天，或许40年后，他们的孙子辈就会相信他们讲述的自己和这位奥马哈传神谕者曾经一起聊天、一起用餐的故事。

他教给学生们的正是自己用一生的时间演绎的经验教训。

在他的人生中，他承认自己有过狂野的追求，但否认自己精心规划出现在的一切成就。他觉得很难说就是自己的妙笔创做出了这幅徐徐展开的油画巨作。在他讲述的故事中，许多幸运的事情成就了伯克希尔-哈撒韦，这样一个生钱机器只是在不经意间锋芒毕露的。公司有着一流的组织架构，志趣相投的股东们组成了芒格所称的“值得信赖的完美网络”，投资组合融合了各类相关行业，资本可以随意转移，彻底弥补了浮存金的不足——他说这一切都真实反映了他的个性。最终产品是一个人们可以分析理解的模型，然而没有几个人确实理解，更多的情况是根本没有人可以仿效。人们所关注的是他的富有。实际情况是，尽管巴菲特

希望人们研究他的模式，但有时候还是在不经意间让人泄气，觉得研究也是毫无意义的；他同样希望人们认为自己只是每天抱着愉快的心情工作而已。

但那不是什么故意吹嘘。

事实如此。

沃伦小时候在纸上列出大量数字、在地上捡瓶盖的时候，完全不知道自己将来会有怎样的成就。他骑着自行车穿过春谷，日复一日地送报纸，在威彻斯特县的大楼里跑上跑下，努力将报纸准时送到人们手中，如果你问他想不想成为世界上最富有的人——他会非常认真地回答，“想！”

期待致富的热情驱使之下，他研究了大量股票，一头钻进图书室和地下室认真研究别人动都不想再动的陈旧的股票记录。他一宿一宿地研究别人看来只觉得眼花缭乱的成千上万个数字。他每天早晨要认真阅读几份报纸，就像痛饮百事可乐、可口可乐那样贪婪地品读《华尔街日报》。他亲自拜访各大公司，花几小时与经营格赖夫兄弟桶业公司的女士详谈桶类业务，或者和洛里默·戴维森谈论汽车保险业务。他阅读《新杂货商》杂志，了解如何开一家肉店。度蜜月时，他在车子后座塞满了《穆迪手册》和会计分类账。他花几个月的时间阅读一个世纪以来的报纸，了解商业循环模式、华尔街的历史、资本主义的历史和现代公司的历史。他密切关注全球政局，分析其对商业的影响。他分析经济策略，顽强地让自己彻底搞明白那些经济策略的意义所在。从小时候开始，他就不错过自己崇拜的人们的每一部传记，从他们的人生中吸取经验教训。他依赖可以帮助自己的每一个人，追随自己发现的每一位聪明人士。他几乎不关注商业以外的任何事情——艺术、文学、科技、旅游、建筑——因此可以完全专注于自己的所爱。他明白竞争的范围所在，努力避免错误。为了控制风险，他从不大额举债。他从来没有停止思考商业领域的事情：什么可以促成好的商业模式，什么可以导致不良的商业模式，如何参与竞争，什么可以保证客户忠于自己而不选择其他竞争对手。他处理问题的解决方案非同寻常，他的洞察力无人能及。他拥有这样的人际关系网——出于对他的友谊和他本人的睿智——大家不仅愿意伸手相助，而且在必要的时候自觉保持距离。无论生活艰难还是轻松，他从来没有停止思考赚钱之道。他的全部精力和热情都推动着自身智慧、性情和技能的不断完善。

沃伦·巴菲特热爱金钱，赚钱的游戏就是他生命中活力的源泉。对金钱的热爱让他不知疲倦：购买美国国民银行的少量股票，卖掉GEICO来买一些较便宜的股票，参加桑伯恩地图等公司的董事会，为股东的利益做出正确的决定。对金钱的热爱也让他变得独立而竞争力十足，拥有了自己的合伙企业，拒绝成为本杰明·格雷厄姆的老牌公司中一个身份卑微的合伙人。对金钱的热爱同样让他果断而强硬，适时关闭丹普斯特的物流中心，解雇李·戴蒙；决心解散西伯里·斯坦顿的董事会；同样也磨炼了他的耐心，尽管听从别人有违他的本性，但在查理·芒格坚持并购一些大型企业的时候他还是选择了听从；也磨炼了他的意志，坚强地挺过了美国证券交易委员会开展的关于蓝筹印花公司的调查，果敢镇压《布法罗新闻报》的罢工；促使他成为毫不留情的并购巨头；令他在自己的优势不占上风的时候一次次地降低标准；同样让他坚守自己的安全边际，避免了重大损失。

沃伦·巴菲特性格内向，不喜欢抛头露面，生活中需要别人帮助来渡过困境。他的恐惧只是个人情感方面的，不是经济方面的；涉及钱的时候他从来没有羞怯退缩。渴望致富的热情让他在春谷勇敢地骑着自行车经过恶狗狂吠的人家，送出最后几份报纸；让他在遭遇哈佛拒绝后，勇敢地前往哥伦比亚大学拜师本杰明·格雷厄姆门下；让他迈开双脚到处说服人们订阅报纸，尽管一次又一次地被拒绝；让他在第一次丧失勇气后找到力量去求助于戴尔·卡内基；让他在所罗门危机中顶住压力做出让步；让他优雅地面对了网络泡沫时代长达几年的苛刻批评，没有选择任何回击。他一生都在权衡、限制和规避风险，但最后他勇敢无比，连自己都不曾意识到。

沃伦·巴菲特从来不说自己勇敢，只是说自己精力充足、做事专一、善于推理。首先，他愿意将自己称作一位教师。长大后，他一直按照父亲给自己灌输的价值观要求自己：他说父亲教给他生活中事情“如何”要比“多少”重要得多。不断地检讨自己，毫不留情，并不是一件容易的事情。这让他非常诚实——而且急切地希望对人们提出自己的谆谆告诫。“他故意不去赚更多钱，”芒格说，“沃伦如果不选择让公司拥有大量股东，不去维持长期合伙关系，而是选择代销佣金，他就可以赚到更多钱。”33年利滚利多赚的钱可以让他再拥有几十亿，甚至几百亿。²⁷他完全可以不顾及人们的感受，冷静分析投资回报，买进和卖出伯克希尔-哈撒韦旗下的各类业务。他完全可以在各种商业投机中宣传自己或以自己的名义牟取利益。“终究，”芒格说，“他还是不希望那么做。他有实力

参与竞争，但是从来不去没有准则地参与残酷的竞争。他有自己的生活方式，拥有良好的名声和展示自己的公共舞台。而且我可以肯定的一点就是沃伦的生活因此而更加精彩。”²⁸

正是他期待与大家共享知识的愿望让他不惜每年花几个月时间完成致股东的信；正是他喜欢引起公众注意的性格促使他在股东大会的时候展出活动房屋；正是他顽童一般的性格让他接手了床垫生意。他的内部记分卡保证他不偏离安全边际。是单纯的热爱促使他成为芒格所讲的“学习机器”。是他克服困难的本领让他做到了用自己掌握的知识推断未来。是他急于向人们提出告诫的愿望让他向世界警示危险即将发生。

沃伦77岁生日的时候，思忖着自己走过的岁月已经长达美国建国时日的1/3。毕竟年龄不饶人，像过去那样整天阅读已经越来越困难，一只眼睛视力有些下降，所以他开始保持高效阅读。他终究还是选择了助听器。他的声音比过去更加沙哑，而且身体容易疲劳，但是他的商业判断力依然敏锐。

他希望自己在未来10年依然可以像现在这样阅读每天送来的报纸。未来的时日已然不多，但或许可以有幸多活几年。尽管他常说参天大树只是一个比喻，但自己还是在努力向上生长。他依然期待认识新朋友、完成更多投资、继续多方出谋划策。未知的世界是无限的，他的学识依然远远不够。

只有找对了雪地才可以滚雪球，我就是这样做的。我所指的不仅仅是赚钱方面，在认识世界、结交朋友的时候同样如此。我们一生中要面临诸多选择，要争取做一个受欢迎的人，其实就是让自己的雪球在雪地上越滚越大，最好是一边前进一边选择积雪皑皑的地方，因为我们不会回到山顶重新开始滚雪球，生活正是如此。

他精心滚起来的雪球现在已经非常之大，然而他对待滚雪球的态度依旧。不管度过多少个生日，日历每翻到那一天他都感叹不已，永远都会如此，他一直认为自己就是早晨八九点钟的太阳。他从不回望山顶。

世界无限宽广，他才刚刚启程。

后记

2006年10月23日，伯克希尔-哈撒韦成为美国股票市场首家股价高达10万美元的公司。到2007年年末，伯克希尔的股票以每股14万美元交易，以此计算，伯克希尔-哈撒韦价值超过2 000亿美元。《巴伦周刊》杂志调查显示，伯克希尔-哈撒韦是全球最受尊敬的公司。¹巴菲特的个人资产超过600亿美元。

10年来，伯克希尔-哈撒韦股票的增长率略高于12%——远远不及巴菲特早些年实现的投资增长率，那时候他的年均回报率高达27%。参天大树只是一个比喻，他总是这样讲；伯克希尔-哈撒韦的资本增长也越来越难。但伯克希尔的投资者们对“较低”的回报也非常感激。选择购买市场指数股的投资者们经历了《华尔街日报》所谓的“失落的10年”，标准普尔500指数没有什么增长，回落到1999年4月的水平。²巴菲特在太阳谷年会上的发言一点点得到证实，1999年股市泡沫过后，目前的状况是几百年来罕有的第三次长期市场衰落。巴菲特依然声称股票是最好的长期投资选择——前提是以合理的价格低成本买进。到2008年初，他依然在买进股票，但是热情有所减退。不论早晚，市场称量器都要赶上市场表决器。与此同时，他继续进行大量并购。

继比尔·盖茨和夏洛特·盖曼加入董事会之后，巴菲特又增加了几位新的董事会成员。在2002年致股东的信中，他欢迎股东们拟定自己在董事会的职位。随后收到大量来信，巴菲特当然会一一阅读；他觉得非常有趣，有几个人对自己的提名给他留下了深刻印象。但最终他还是选择了唐纳德·基奥和汤姆·墨菲在那一年加入董事会，而没有从自己提名的股东中选择董事会的新成员。显然这样的选择完全是出于个人情感——就是说得好听一些——也是伯克希尔-哈撒韦的管理方式。响应美国证券交易委员会号召，伯克希尔同意顾及股东的利益，任命董事会成员的时候采取正式程序。2007年，伯克希尔-哈撒韦的董事会又增加了一位女性，雅虎的财务总监苏珊·德克尔，又一次自然降低了董事会的平均年龄。

与此同时，巴菲特发现他喜欢这个主意：让人们自己选择在董事会的角色。他一直喜欢人们主动向他提出问题，而不愿意自己占据主动角

色。2006年致股东的信中，在比尔·盖茨的推动下，他指出如果卢·辛普森和自己发生什么意外的话，就会危及辛普森的“一流”记录，因而提出公开选拔辛普森的继任者。欢迎各位发送简历，巴菲特说。他和芒格最看重的能力就是深谙风险。全球范围内共有700人应聘接任辛普森的职位。其中的一位这样说明，“大家都说我自私无情”；许多人只是详细、非常详细地讲述自己与巴菲特的共同之处——没有对自己胜任这项工作的能力做出任何说明；还有许多人来信说他们没有相关工作经历，但是愿意师从巴菲特学习、到他的公司实习或者做他的门徒。人们的来信被放在会议室的一个大盒子里面，他都要亲自阅读，而后归类存放。最后，他选择了四位业已非常成功、从事资金管理的人士；他们已经作好接任准备。

伯克希尔-哈撒韦完成了许多新的并购。最大的一宗是2006年并购伊斯卡公司，一家以色列高度自动化的金属切削刀具公司，也是伯克希尔并购的首家美国之外的公司。他还为鲜果布衣公司并购了罗素体育用品；而且以70亿美元的保险浮存金收购了承接伦敦劳合社保险业务的Equitas保险。伯克希尔还并购了电子元件分销商TTI。2007年巴菲特投资BNSF铁路公司，引起了铁路股的小幅火爆。巴菲特没有选择的一项投资就是《华尔街日报》。他决意不购买自己最喜欢的报纸的股票，即使2007年媒体大亨鲁珀特·默多克本人表示希望他可以持有该报的股票。一些《华尔街日报》的编辑和员工都希望他能够以挽救一份优秀刊物的名义帮助该报走出困境。但是他不会选择为富人的奖杯支付溢价，即便可以成为优秀刊物的救星。很久以前，面对《华盛顿月刊》的时候，巴菲特就毫不留情地决定，不会从自己的钱包里拿出钱来支持各类刊物。没有什么可以改变他的观点。

2008年，糖果生产商玛氏公司宣布以230亿美元并购箭牌糖类有限公司。巴菲特通过伯克希尔-哈撒韦借款65亿美元资助玛氏公司的并购，是在他认可的高盛投资银行家拜伦·特洛特的推动下进行的资助。特洛特曾经负责伯克希尔-哈撒韦的几宗并购。他明白巴菲特的想法，巴菲特说他内心铭记着伯克希尔-哈撒韦的利益。“我做了70年的品评试验。”巴菲特这样评价自己和箭牌的关系。在他小时候拒绝向弗吉尼亚·麦考布里销售单片口香糖的时候就开始维护箭牌品牌了。

决定借款给玛氏公司后，他首先想到的是打电话告诉凯莉·马奇莫尔·

布洛兹，在伯克希尔的股东大会上留出一小块地方，为玛氏和箭牌向股东们销售糖果提供方便。股东大会演变为一场糖果和口香糖的迷你盛会。参加人数创下新的纪录：31 000人到会。

同样在2008年，伯克希尔还并购了Marmon集团，一家生产电子元件、铁路罐车、平台卡车、工业设备和原材料等的小型集团公司，耗资70亿美元。卖掉集团的是普里茨克家族，他们之所以决定解散是为了平息杰伊·普里茨克1999年辞世后引发的家族纠纷，杰伊·普里茨克是巴菲特的偶像。

巴菲特目睹了许多家族企业在创始人去世后爆发纠纷。他自己所作的安排已然避开了这一点，为此他感到非常欣慰。在处理完苏珊的遗嘱和对盖茨基金会进行捐赠后，巴菲特家族还是出现了小小的问题。豪伊和苏茜做着自己喜欢的事情：经营农场、负责捐赠工作。彼得在和罗伯特·雷德福协商，准备将《魂——七度火苗》作为雷德福的圣丹斯度假村的夏季年度盛会。他还与德国和中国的赞助商协商海外演出事项，而且在忙着发行最新的CD专辑《幻想王国》。

打破和谐的只有彼得收养的女儿妮科尔·巴菲特。2006年，妮科尔参加了杰米·约翰逊和尼克·库佐的纪录片《百分之一》的拍摄，该纪录片讲述富裕家庭的孩子们的故事。在纪录片中，她极不明智地将自己定位成巴菲特家族中没有被宠坏的孩子。纪录片就在巴菲特向盖茨基金会捐赠之后上演，美国有线电视新闻网和美国国家公共电台进行了后续采访，妮科尔还出现在反映美国社会阶级差别的一期奥普拉访谈节目中。巴菲特对此反应强烈，他直接告诉妮科尔他不承认她是自己的孙女，就是有人直接问到，回答也是否定的。妮科尔对奥普拉说：“我来自美国最富裕的家庭之一，在一个非常富有的家庭中生活是不可思议的。”她说自己“非常坦然地”接受了没有继承财富的事实——显然是指苏珊留给孙子们的那一小笔资金中她没有拿到自己的一份——但又补充道，“我觉得自己如果可以用那笔钱为他人做点什么是非常有意义的，可是我完全被排除在外了。”采访中表现出一副“卑微的自我”是她的又一个错误。

随后，她写信给巴菲特直接问他为什么不承认她。2006年8月，他回信对她表示祝福，告诉她应该为自己的成就感到自豪，而且给她提出一些宝贵的建议。³把自己定位成巴菲特家族的成员是一个错误，他写

道：

如果你那么做，那就是你给别人的第一印象。人们在认识你的时候就会以那个“事实”为基础，而不去考虑你是谁，抑或你取得了怎样的成就。我既没有从法律上也没有从情感上把你作为孙女，我们家里的其他人也没有把你当作他们的侄女或是堂表姊妹……一个简单的事实就是你的母亲不是我的儿媳妇，所以她的孩子不是我的孙女。

尽管回信采用非常客气的话语，但妮科尔毕竟还是触痛了他的软肋——他的身份和全家的身份。或许他愿意重新考虑一下信的内容，那封信着实给他带来了不利的影响。妮科尔或许做得不对，但她似乎是无辜的。拒绝承认妮科尔的信没有让她有所收敛，相反她又开始接受一些采访，仿佛巴菲特就是埃比尼泽·斯克罗吉^[1]；而且《纽约邮报》的花边专栏也就此事进行了报道（《巴菲特的亲戚：你被解雇了！》），称巴菲特因妮科尔参加纪录片的录制而对她采取报复。⁴对于一位一生辛苦、从不排挤他人的人来说，这是一种带着伤痛的讽刺——但是，或许某一天故事还是会有一个皆大欢喜的结局。巴菲特可以与B夫人重归于好；或许随着时间的推移， he 可以和所有他愿意和好的人们不计前嫌，握手言欢。

2008年，可口可乐的股票走出低谷，上涨45%，达到每股58美元。在首席执行官内维尔·伊斯戴尔管理下公司利润稳步增长。他解除了美国司法部的调查，耗资两亿美元结束了一场种族偏见引起的歧视诉讼。巴菲特于2006年2月退出可口可乐董事会，他参加的最后一次股东大会是激进分子的又一次狂欢大会，但没有发生针对性的搏斗。2007年的股东大会在平淡中结束，伊斯戴尔宣布自己将选择退休。新任首席执行官穆赫塔尔·肯特负责公司成功转入非可乐饮料的生产，可口可乐在非可乐饮料推出方面一直滞后，而且是选择了战略性的推迟。

我一直和盖茨讲火腿三明治一定会推动可口可乐的销售，事实证明非常成功，如果不是因为这一策略的成功，多年前我们可能都不会走出困境，获得新生。

通用再保险公司是伯克希尔的另一个爱惹是生非的孩子，“9·11”事件之后得益于保险市场的火爆，2007年的年度报告显示利润创下新的纪录，税前营业利润达22亿美元，⁵而且挽回了过去损失，相比巴菲特并购时的情况，资产负债表已经明显优化。1998年末拥有140亿美元浮存金，10年后拥有230亿美元浮存金和125亿美元资本；员工减少了近1/3，公司得到了彻底扭转。⁶从2001年起，通用再保险公司的年均资本回报率达13.4%；如果没有“一系列影响名声的遗留问题”，这一数字可能还会更高，首席执行官乔·布兰登在给巴菲特的信中这样描述。⁷那些“遗留问题”包括前些年高达23亿美元的保险和再保险损失，以及处理公司的金融衍生产品、通用再保险证券所损耗的4.12亿美元。无论如何，通用再保险公司没有重蹈所罗门公司的覆辙，恢复了形象。巴菲特终于在2007年致股东的信中表达了自己对通用再保险公司和高层经理们的赞赏，他作了这样的描述，“他们以一流的工作态度取得了一流的业绩”，“终于恢复了公司过去的荣誉”。⁸

然而，通用再保险公司依然存在一个大的遗留问题。2001年管理改组之前干的最后一件蠢事，类似于所罗门公司的丑闻，违背了巴菲特绝不“损失公司名声”的原则。事实证明，这一事件让巴菲特全面认识了全新的执法环境，要求被告完全悔改和积极配合，原告可以随意对待被告公司。完全悔改和积极配合现在是最低标准——部分原因是所罗门公司所致。任何没有完全忏悔和积极配合的行为——例如公司为自己或员工辩护——都可以算做起诉的理由。

2004年，纽约总检察长埃利奥特·斯皮策开始调查保险行业的“有限”再保险业务之时，通用再保险公司就卷入了法律和监管问题。“有限”再保险的概念存在已有多年，简单说就是一种客户的融资或会计再保险——或者支撑资本，或者提高收入总额/延长赢利期限。有限再保险尽管合法、某种意义上讲也合理，但其普遍存在的弊端还是导致会计准则制定者花几十年的时间对其进行控制。

到华尔街工作之前，我就是参与控制有限再保险的人员之一，在进行会计准则制定的财务会计准则委员会(FASB)担任项目经理一职。我参与起草了如何进行有限再保险定义的规则。离开财务会计准则委员会后，我做了财务分析师。在普惠公司^[2]注工作期间，我负责报道了伯克希尔-哈撒韦并购通用再保险公司之时通用再保险的股票，第一次与沃伦见面是谈论并购事宜，后来一直负责报道伯克希尔-哈撒韦。沃伦此

前从来没有接待过华尔街的分析师，但对我破例。他对《纽约时报》说他喜欢我的思维方式和我写的报道。

2003年，我开始创作本书之时，通用再保险公司和阿吉特·贾殷领导下的伯克希尔再保险公司都因销售有限再保险而要求接受特别调查，有限再保险业务涉嫌导致澳大利亚HIH保险公司破产。⁹两年后，通用再保险公司被控与弗吉尼亚州的一家医疗事故保险公司——美国互惠保险公司的破产关联，参与诈骗保险监管机构和保险客户。尽管美国司法部进行了广泛的指控调查，但没有发现关于通用再保险公司或其员工的任何指控。¹⁰同年，埃利奥特·斯皮策进行的保险行业调查推进了伯克希尔的法律调查工作，芒格、托尔斯和奥尔森通过调查发现，6位员工包括通用再保险公司前任首席执行官罗恩·弗格森和前财务总监伊丽莎白·蒙拉德，与客户美国国际集团共谋唆使会计诈骗。涉嫌诈骗的办法就是通过再保险交易欺骗投资者和华尔街的分析师（包括我本人），将5亿美元储备金转入美国国际集团，以粉饰美国国际集团的资产负债表。2005年6月，其中的两位同谋理查德·内皮尔和约翰·霍兹沃斯进行了辩诉和起诉做证，其他5人——4位通用再保险公司的高管、一位美国国际集团的高管——被控共谋和诈骗勒索。

审判于2008年1月和2月在康涅狄格州哈特福德联邦法院进行，原告利用电话录音资料证明被告采用华丽的词语反复商谈交易，引起广泛关注。被告声称“巴菲特参与”，说巴菲特同意那些交易模式，而且参与确定了交易价格。巴菲特没有被控有任何错误行为，原告声明与他无关。通用再保险公司的首席执行官约瑟夫·布兰登，在此案中被列入未起诉之共谋共犯，被告律师频繁提到他了解交易内幕。他没有申请豁免权就与联邦检察官协作工作。被告还称通用再保险公司的首席运营官塔德·蒙特罗斯也是未起诉之共谋共犯。他们三人都没有就此案做证。

我本人也受传讯，以事实见证人和专家的身份证实2000年年初，我了解公司的实际财务状况之时，“确确实实”没有对美国国际集团做手脚以进行“强势买进”。在法院再三盘问之下，我证实自己与所有被告熟识。他们中的几位是我比较了解的人，但我一直认为他们都是值得尊敬的人。我还证实自己和沃伦的关系，说明我正在创作本书，还有从1992年开始和乔·布兰登就是很熟的朋友。传讯中没有提到塔德，但我和他也非常熟悉。

2008年2月，5位被告全部被宣判有罪。本书即将印刷的时候，他们

就要面临审判；审判结果最重的可能要被判终身监禁，但事情也许不会那么严重。宣判有罪的被告称他们将继续上诉。

目前，我依然在受传讯，涉及纽约总检察长办公室对美国国际集团的前首席执行官汉克·格林伯格提起的控诉一案。此时，伯克希尔-哈撒韦与美国证券交易委员会和美国司法部的纠葛都没有终结。2008年4月，通用再保险公司的乔·布兰登辞职帮助解决公司与政府部门之间的纠葛。

至此，我已不便对此案进行更多评论。然而，沃伦·巴菲特的个性已了然于本书。希望读者可以通过阅读本书，对他是否会参与此案，是否会与伯克希尔-哈撒韦的客户共谋唆使诈骗有自己的看法。

最后要说的是，发起此次调查的纽约州州长埃利奥特·斯皮策，在美国国际集团的审判宣布被告有罪仅仅一个月后也辞去了州长职务。后来披露他曾经庇护一个名为皇家俱乐部的三陪服务组织。

[1] 埃比尼泽·斯克罗吉是《圣诞欢歌》中一位脾气暴躁、可怜、吝啬的老头儿。——译者注

[2] PaineWebber，美国的一家投资银行，2001年被瑞士联合银行集团收购。——译者

资料搜集说明

为了准备撰写《滚雪球》的资料，我花了5年多的时间采访沃伦·巴菲特，有当面采访，也有电话采访。那时候我一连几周坐在他的办公室实地采集资料，或者跟随他到各地出差，观察他在工作中的一举一动。许多重要的观点源自我本人对沃伦的了解。我还采访了他的家人、朋友、同学、商业伙伴等等——采访对象总计250人。其中一些采访持续数天，而且许多人都多次接受了采访。

沃伦确实给我很长时间着手本书的创作，让我随便翻阅他多年积累的许多细致的资料，包括档案资料和来往信件；非常幸运的一点就是他本人与许多朋友和家人一直保持着信件往来的习惯。伯克希尔-哈撒韦的大量资料帮助我确定了本书的时间轴，得以栩栩如生地展示许多细节。我本人对沃伦的理解也在一点点加深，一些内容源自我的亲身经历。资料中一些存在争议的内容在本书的尾注中作了说明。

全书所用的引用内容是为了生动描述细节。许多引用内容由录音资料整理而成，考虑到行文流畅和篇幅长短作了些许编辑。引用都注明了出处，只有采访人要求匿名的部分没有注明出处。

采访过程中，许多人努力回忆过去的一些谈话内容，有些是发生在几十年前的事情，所以引用的内容不可能是一字不差地记录当时的谈话。不管怎样，对一些事件或谈话的再现对我创作本书非常有益。采访资料来源在尾注中作了说明。

最后，是我本人和沃伦的广泛接触以及许多人提供的大量点点滴滴的资料促成了本书的完成，向读者呈现了这位魅力十足、睿智深邃的时代巨人。

致谢

没有许多人的热心帮助就没有本书，它的面世主要依靠许多人的慷慨相助。他们当中我首先要感谢的当然是沃伦·巴菲特。他非常慷慨地给了我大量时间，让我接触他的朋友、家人以及档案资料，他的勇气值得一提——在长达5年多的创作过程中都没有干涉本书的创作风格——一直到最后印刷都没有插手。他坚信一个理智的人可以完成这一切，而且是他温和而又固执的卡内基式的风格给了我写作的勇气和做人的勇气，改变了我的人生。他对我的影响不是一段话或几页纸可以表达的——但这一切的一切，我都要说：沃伦，谢谢你。

我的出版经纪人，出类拔萃的大卫·布莱克，对本书作了无懈可击的指导。我非常信任他——是他提出了我不愿意面对的一些问题——站在朋友的角度提出了最宝贵的建议。他的谈判技巧也曾经让沃伦沉默而一时无语，堪称不小的成就。

非常幸运的是此书由睿智精明的欧文·阿普勒鲍姆负责出版，他是Bantam Dell出版社的总裁兼发行人，本书完成过程中是他的支持和智慧鼓舞了我。提供大力帮助的还有我的编辑安·哈里斯，是她鼓励我以完整再现主人公一生的方式创作《滚雪球》，对本书基调、前后关系和细节之处作了精细入微的编辑。后来，贝丝·拉什鲍姆进行了修订，客观地删除了第一手作者不忍自己删除的一些内容，对本书进行了无以量化的改善。《滚雪球》离不开他们两位的辛苦，我非常感激自己碰到了两位如此资深的编辑。当然，任何错误疏漏都是我个人的责任。

我还要感谢Bantam出版社的洛伦·诺弗克，负责这本巨作推出的许多具体事项；弗吉尼亚·诺雷负责设计工作；安的助理安吉拉·波利多罗；还有其他人齐心协力推出了《滚雪球》：副发行人妮塔·陶布利比；发行总监吉纳·瓦赫特尔；律师马修·马丁；发行专家汤姆·莱迪、玛吉·哈特和玛格丽特·本顿；创意市场总监贝齐·赫尔斯博施和她带领的团队；销售市场总监辛西娅·拉斯基和发行总监巴布·伯格。

我创作本书的时候还担任摩根士丹利公司的顾问总监，非常感谢各位朋友和同事以及公司的支持。自始至终，我的朋友兼助理莉萨·爱德华

兹都负责进行资料整理、采访安排，为我策划年度伯克希尔-哈撒韦的晚餐聚会，处理大量的其他事务，保证我的生活井然有序。劳伦·埃斯波西托帮助我进行资料研究，她也是摩根士丹利的员工，总是非常娴熟地研究重要的资料，她的财务知识大大促进了本书的完成。艺术家马里昂·埃特林格在本书创作的最后阶段给了我极大的帮助，在此我非常感谢。

多丽丝·巴菲特、罗伯塔·巴菲特·巴雷克（即伯蒂），沃伦·巴菲特的孩子们苏茜、豪伊和彼得，查理·芒格，比尔·盖茨和唐·格雷厄姆都提出了宝贵的意见，不惜为此花费时间，我非常感谢他们的帮助。

创作过程中，沃伦和我非常信任的人——沙伦·奥斯伯格、维纳亚·萨齐和德文·斯珀吉翁——都提供了各方面的大量帮助，包括撰写财经评论、消除我的紧张情绪。我的姐妹伊丽莎白·戴维和我父亲肯·戴维的关爱和支持促进了本书的完成。大卫·莫耶总是在我需要的时候及时出现，深深体会了与一个抓紧时间写作的人在一起生活的滋味，开玩笑说自己是“流放中的未婚夫”，我累了的时候可以在他肩膀上靠一靠，他的建议、笑声、爱和浪漫无处不在。他和沙伦·奥斯伯格、贾斯廷·贝内特是本书最早的读者，没有他们的评论和建议，《滚雪球》就会拙劣许多。

许许多多的个人和组织为本书搜集资料提供帮助、授权使用照片和复印资料，以各种不同的方式为本书的推出提供了直接或间接的帮助。非常感谢卡罗尔·艾伦、赫伯特·艾伦、埃德·安德森和琼·帕森斯、简和布赖恩·巴比亚克、布鲁姆金一家、哈尔·博思威克、戴比·博赞科、贝齐·鲍恩、乔·布兰登、菲尔·布鲁克斯、凯莉·布洛兹、简和约翰·克利里、卡洛·科尔克、罗伯特·康特、杰拉德·科里根、迈克尔·达利、利·安·伊莱赛、斯图尔特·埃里克森、保罗·菲什曼、辛西娅·乔治、乔治·吉莱斯皮、里克·格林、马克·汉堡、卡罗尔·海耶斯、利兹·希尔顿、马克·扬科夫斯基、豪伊·杰森夫妇、格拉迪丝·凯泽、唐纳德·基奥、汤姆和弗吉尼亚·纳普、玛格丽特·兰登、阿瑟·兰利、大卫·拉勒贝尔、斯坦福·利普西、杰克·梅菲尔德、约翰·迈克法兰、迈克尔·麦吉夫尼、维恩·麦肯齐、小查尔斯·芒格、莫利·芒格、温迪·芒格、托尼·奈斯利、多萝茜·奥伯特、罗恩·奥尔森、查克·彼得森、苏珊·雷恩弗、罗德·拉思本、德布·雷、埃里克·罗森菲尔德、奈尔·罗西妮、弗雷德·莱因哈特、迈克·鲁德、加里·罗森伯格、埃迪丝·鲁宾斯坦恩、迈克尔·拉戴尔、理查德·斯坦图利、沃尔特·施洛格、卢·辛普森、卡罗尔·斯克萊卡、斯坦利·斯波金法官、玛丽·斯坦顿·普洛登·沃德劳、克里斯·斯塔罗、鲍勃·沙利文、杰弗里·瓦伊塔尔、马歇尔·温伯格、

希拉·韦策尔、布鲁斯·惠特曼、杰基·威尔逊、阿尔·扎内，以及许多要求匿名的人们。

我还要感谢以下公司和组织：道格拉斯县历史学会、GEICO、格林尼治急诊医疗服务中心、Greif公司、哈佛商学院、哈佛法学院、梅里克图书馆、小马丁·路德·金的华盛顿公共图书馆、摩根士丹利、美国国家档案馆、美国国家赔偿公司、内布拉斯加家具城、新贝特福德免费公共图书馆、新贝特福德捕鲸博物馆、纽约公共图书馆、奈特捷、奥马哈媒体俱乐部、《奥马哈世界先驱报》、《杰出投资人文摘》、劳斯莱斯基金会、罗斯希尔学校、鲁安·坎尼夫-戈德法布公司、证券交易委员会、威彻斯特县各部门。

注释

Chapter 43

1. From \$89 million at the end of 1978 to \$197 million in August 1980.

2. Interview with Charlotte Danly Jackson.

3. Interview with Verne McKenzie.

4. Affiliated Publications——bought for \$3.5 million , jumped to \$17 million after nine years. The *Washington Post*——bought for \$10.6 million , now worth \$103 million. GEICO——bought for \$47.1 million , now worth almost seven times that , \$310 million. Berkshire's total common stock portfolio was worth double its cost.

5. Buffett and Munger took out a loan of \$40 million from Bank of America National Trust and Savings Association for Blue Chip to protect against a rush of redemptions , according to Munger's testimony in the Blue Chip case.

6. In 1976 , the U.S. District Court in Los Angeles had said that Blue Chip no longer had to dispose of one third of its business , recognizing that it was impractical after management contacted more than eighty potential buyers and had no serious bids. Sales shrank from \$124 million to \$9.2 million. The woes of the *Buffalo News* , which Blue Chip owned , made valuing Blue Chip problematic until 1983 , given Buffett's proportional interests in the different companies versus other shareholders , principally Munger.

7. Berkshire Hathaway 1983 annual report.

8. In 1984 , during a period of relatively high inflation , the

union agreed to a wage freeze.

9. The Bank Holding Company Act of 1956 placed restrictions on bank holding companies (those owning more than 25% of two or more banks , i.e. , the J. P. Morgans) owning nonbanking interests , in order to avoid monopolistic control in the banking industry. It was amended in 1966 and again in 1970 to further restrict the nonbanking activities of one-bank holding companies (such as Berkshire). In 1982 , it was amended to further forbid banks from engaging in insurance underwriting or agency activities. In 1999 , the Gramm-Leach-Bliley Act repealed parts of these acts.

10. Interview with Verne McKenzie. According to him and Buffett , Associated was never able to recover from the disintegration of urban centers after the 1960s and adapt to the new culture required to sell discount dresses in shopping malls.

11. Interview with Charlie Munger.

12. Interview with Howie Buffett.

13. Interviews with Dan Grossman , Peter Buffett.

14. Interview with Peter Buffett.

15. Interviews with Marvin Laird , Joel Paley.

16. Interview with Howie Buffett.

17. Ibid. As Susie Jr.says , “When Howie dies , it will be no ordinary death. It will probably be by falling out of a helicopter into a polar bear’s mouth.”

18. For a four-hundred-acre farm.

19. Interviews with Howie Buffett , Peter Buffett.

20. Peter Kiewit Sons’ Inc. was founded by the original Peter Kiewit , a bricklayer of Dutch descent , in 1884. Dave

Mack , “Colossus of Roads , ” *Omaha* magazine , July 1977; Harold B. Meyers , “The Biggest Invisible Builder in the World , ” *Fortune* , April 1966.

21. When Kiewit died , Buffett got the chance to take an apartment in Kiewit Plaza. He would have loved to do it , but Astrid didn’t want to leave her garden. So they stayed on Farnam Street.

22. “Peter Kiewit: “Time Is Common Denominator”” *Omaha World-Herald* , undated , approximately November 2 , 1979; Robert Dorr , “Kiewit Legacy Remains Significant , ” *Omaha World Herald* , November 1 , 1999; Harold B. Meyers , “The Biggest Invisible Builder in the World”; interview with Walter Scott Jr. , Peter Kiewit’s successor , who also had an apartment at Kiewit Plaza.

23. Interview with Walter Scott Jr.

24. Peter Kiewit died on November 3 , 1979. Warren Buffett , “Kiewit Legacy as Unusual as His Life;” *Omaha World-Herald* , January 20 , 1980.

25. Buffett read Flexner’s autobiography three or four times and gave copies to his friends.

26. \$38, 453 for the year ended June 1980 , of which \$33, 000 went toward colleges , the rest toward local organizations. Five years earlier , in June 1975 , the foundation had assets of \$400, 000 , with gifts of \$28, 498 to similar organizations.

27. Rick Guerin letter to Joe Rosenfield , October 1 , 1985.

28. Warren Buffett letter to Shirley Anderson , Bill Ruane , and Katherine (Katie) Buffett , trustees of the Buffett Foundation , May 14 , 1969.

29. Richard I. Kirkland Jr. , “Should You Leave It All to the Children?” *Fortune* , September 29 , 1986.

30. Larry Tisch as quoted by Roger Lowenstein , *Buffett.: The*

Making of an American Capitalist. New York Doubleday , 1996. Tisch is deceased.

31. Kirkland , “Should You Leave It All to the Children?”

32. Warren Buffett letter to Jerry Orans , cited in Lowenstein , *Buffett*.

Chapter 44

1. *The Dream that Mrs. B Built* , May 21 , 1980 , Channel 7 KETV. Mrs. Blumkin’s quotes have been rearranged and slightly edited for length.

2. Ibid.

3. “The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original , ” *Omaha World-Herald* , December 12 , 1993.

4. Ibid.

5. Minsk , near Moscow , is relatively close to the Eastern European border of Russia , which would have been a difficult passage during the war. Her route created a longer trip than traveling between San Francisco and New York by train three times , then winding back to Omaha.

6. “The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original.”

7. This and most of the other details of Mrs. B’s journey are from a Blumkin family history.

8. *The Dream that Mrs. B Built*.

9. Around 1915 , roughly 6, 000 Russian Jews lived in Omaha and South Omaha , part of a general migration beginning in the 1880s to escape the pogroms (anti-Jewish riots) that began after the

assassination of Czar Alexander II. Most started out as peddlers and small-shop owners , serving the large immigrant working class drawn by the railroads and stockyards. Until 1930 , Omaha had the largest percentage of foreign-born residents of any U.S. city. Lawrence H. Larsen and Barbara J. Cottrell , *The Gate City*. Lincoln: University of Nebraska Press , 1997.

10. Interview with Louis Blumkin. His father was comparing the pawnshop to the many banks that failed during this period.

11. *The Dream that Mrs. B Built*.

12. Ibid.

13. Louis Blumkin , who says she sold for \$120 coats that cost her \$100 and retailed for \$200 else - where in town.

14. *The Dream that Mrs. B Built*.

15. "The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original."

16. Interview with Louis Blumkin.

17. Ibid. They were carving out a piece of their allotments for her.

18. "The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original."

19. Interview with Louis Blumkin.

20. James A. Fussell , "Nebraska Furniture Legend;" *Omaha World-Herald* , August 11 , 1988.

21. Interview with Louis Blumkin.

22. "The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original."

23. Joyce Wadler , "Furnishing a Life , " *Washington Post* , May 24 , 1984.

24. “The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original.”

25. *The Dream that Mrs. B Built.*

26. “The Life and Times of Rose Blumkin , an American Original.”

27. Joyce Wadler , “Blumkin: Sofa , So Good: The First Lady of Furniture , Flourishing at 90 , ” *Washington Post* , May 24 , 1984.

28. Buffett , in a letter to Jack Byrne in 1983 , noted that Levitz stores averaged about 75% the size of NFM and did 10% the volume of NFM.

29. Buffett noted in the 1984 annual report that NFM operated with exceptional efficiency. Its operating expenses were 16.5% of sales , compared to 35.6% at Levitz , its largest competitor.

30. Warren Buffett letter to Jack Byrne , December 12 , 1983.

31. Frank E. James , “Furniture Czarina , ” *Wall Street Journal* , May 23 , 1984.

32. Speech given at Stanford Law School on March 23 , 1990. “Berkshire Hathaway’s Warren E. Buffett , Lessons From the Master , ” *Outstanding Investor Digest* , Vol. V , No. 3 , April 18 , 1990.

33. Chris Olson , “Mrs. B Uses Home to Eat and Sleep; ‘That’s About It , ’ ” *Omaha World-Herald* , October , 28 , 1984.

34. Joyce Wadler , “Furnishing a Life.”

35. “Mrs. B Means Business;” *USA Today* , April 1 , 1986.

36. Bella Eisenberg letter to Warren Buffett , June 8 , 1984.

37. “I can hear my mother [saying it] now;” said Louis Blumkin in an interview.

38. *The Dream that Mrs. B Built.*

39. In the documentary *The Dream that Mrs. B Built* , Blumkin refers to this incident and said Buffett didn't want to give her the price she wanted and she told him he was too cheap.

40. Interview with Louis Blumkin.

41. Possibly it might have had something to do with her early years of sleeping on straw on a bare wood floor.

42. Joyce Wadler , "Blumkin: Sofa , So Good: The First Lady of Furniture , Flourishing at 90."

43. James A. Fussell , "Nebraska Furniture Legend."

44. Berkshire Hathaway 1983 chairman's letter. Initially , Berkshire bought 90% of the business , leaving 10% with the family , and optioning 10% back to certain key young family managers.

45. Contract for sale of Nebraska Furniture Mart , August 30 , 1983.

46. Robert Dorr , "Furniture Mart Handshake Deal , " *Omaha World-Herald* , September 15 , 1983.

47. Buffett's sentimental fondness for Mrs. B is notable in light of her similarity to his mother in the sense of her outbursts of abuse toward her family and employees. Only rarely did he take the risk of associating with anyone who could blow up on him.

48. Warren Buffett letter to Rose Blumkin , September 30 , 1983.

49. From a retired Berkshire employee (not Verne McKenzie , the star of this anecdote).

50. Interview with Verne McKenzie.

51. Several Buffett Group members swear to the exact number.

52. Adam Smith , *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* , Book IV , 1776.

53. Interview with Stan Lipsey.

54. “A Tribute to Mrs. B , ” *Omaha World-Herald* , May 20 , 1984; John Brademas , President , New York University , letter to Rose Blumkin , April 12 , 1984.

55. Interview with Louis Blumkin.

56. Joyce Wadler , “Blumkin: Sofa , So Good: The First Lady of Furniture , Flourishing at 90.”

57. Interview with Louis Blumkin.

58. Warren Buffett letter to Larry Tisch , May 29 , 1984.

59. Beth Botts , Elizabeth Edwardsen , Bob Jensen , Stephen Kofe , and Richard T. Stout , “The Corn-Fed Capitalist , ” *Regardie's* , February 1986.

60. Robert Dorr , “Son Says No One Wanted Mrs. B to Leave , ” *Omaha World-Herald* , May 13 , 1989.

61. Andrew Kilpatrick , *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett/More in '04* (California edition). Alabama: AKPE , 2004.

62. Robert Dorr , “Son Says No One Wanted Mrs. B to Leave , ”

63. Sonja Schwarzer , “From Wheelchair , Mrs. B Plans Leasing Expansion;” *Omaha Metro Update* , February 11 , 1990; James Cox , “Furniture Queen Batfies Grandsons for Throne , ” *USA Today* , November 27 , 1989.

64. Robert Dorr , “Garage Sale Is Big Success for Mrs. B , ” *Omaha World-Herald* , July 17 , 1989.

65. Andrew Kilpatrick , *Of Permanent Value*.

66. Bob Brown , Joe Pfifferling , “Mrs. B Rides Again: An ABC 20/20 Television News Story , ” 1990.

67. “A Businessman Speaks His Piece on Mrs. Blumkin , ” *Furniture Today*. June 4 , 1984 , Berkshire Hathaway 1984 annual report. Buffett used a line like this with great frequency as a tag to label a person or situation so that other parts of the bathtub could drain.

68. Linda Grant , “The \$4-Billion Regular Guy: Junk Bonds , No. Greenmail , Never. Warren Buffett hvests Money the Old-Fashioned Way , ” *Los Angeles Times* , April 7 , 1991.

69. Interview with Louis Blumkin.

70. Harold W. Andersen , “Mrs. B Deserves Our Admiration” *Omaha World-Herald* , September 20 , 1987; Robert Dorr , “This Time , Mrs. B Gets Sweet Deal , ” *Omaha World-Herald* , September 18 , 1987.

Chapter 45

1. Interview with Peter Buffett.

2. Interview with Doris Buffett.

3. Witnessed by a source close to the family who described it in an interview.

4. AIDS had first been discovered among homosexual men in the summer of 1981 , but it was reported as pneumonia and as a rare , fatal form of cancer. President Reagan made his first mention of AIDS in September 1985 after his friend , the actor Rock Hudson , announced that he had been diagnosed with the disease.

5. Interagency Coalition on AIDS and Development. Also see *And the Band Played On* (New York: St. Martin’s Press , 1987) by journalist Randy Shilts , who covered AIDS full-time in the early ’80s for the *San Francisco Chronicle*.

6. Interview with Marvin Laird and Joel Paley.

7. This story was pieced together from conversations with a number of sources.

8. Alan Levin , “Berkshire Hathaway to Close , ” *New Bedford Standard-Times* , August 12 , 1985.

9. A four-year-old loom that had cost \$5, 000 went for \$26 as scrap. Some of the equipment went to a textile museum.

10. Buffett used the term “disaster” in the 1978 chairman’s letter , discussing NICO workers’ comp businesses’ bad performance , which he laid largely at the door of industry problems.

11. Interviews with Verne McKenzie , Dan Grossman. The man was an agent who allegedly embezzled from Berkshire.

12. Interview with Tom Murphy.

13. Interview with Verne McKenzie.

14. Interview with Dan Grossman.

15. Several reinsurance managers presided during a short-lived interregnum: Brunhilda Hufnagle , Steven Gluckstern , and Michael Palm. For various reasons , none of them stuck.

16. Sir Arthur Conan Doyle , *The Memoirs of Sherlock Holmes: The Adventure of Silver Blaze*. London: George Newnes , 1894. (The story in Mark Haddon’s prize-winning novel *The Curious Incident of the Dog in the Night-time* [New York: Doubleday , 2003] kicks off with a dead poodle speared with a garden fork.)

17. Rob Urban , “Jain , Buffett Pupil , Boosts Berkshire Cash as Succession Looms , ” *Bloomberg News* , July 11 , 2006. While the author has been acquainted with Jain for years , he declined repeated requests to be interviewed.

1. The Dow was sitting at 875 on the first day of 1982. It had hit that level for the first time back in September 1964.

2. Corporate profits reached what would become the second-lowest point in a fifty-five-year period in 1983 (the lowest was 1992) , according to Corporate Reports , Empirical Research Analysis Partners. Data 1952 through 2007.

3. Banks lost their fear of bad credit through the combination of an emerging asset bubble , simple greed , the advent of securitization , and an eagerness to find toehold ways to fund equity transactions , a signal that the wall between commercial and investment banks erected by the Depression-era Glass-Steagall Act was beginning to break down.

4. Eric J. Weiner , *What Goes Up: The Uncensored History of Modern Wall Street as Told by the Bankers , Brokers , CEOs , and Scoundrels Who Made It Happen*. New York: Little , Brown , 2005.

5. They started out as investment-grade bonds , but when their issuers cratered , the bonds became so cheap that they paid a higher rate; e.g. , a bond that yielded 7% would yield 10% if the price of the bond dropped to 70% of par.

6. See Connie Bruck , *The Predators' Ball: The Inside Story of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders*. New York: The American Lawyer: Simon & Schuster , 1988.

7. Typically the deals worked either by giving shareholders who sold a higher price but leaving a much weakened company for those who didn't , or by offering a premium that was only a fraction of the value the buyer would create through actions the former management should have taken themselves. Or both.

8. Leonard Goldenson with Marvin J. Wolf , *Beating the Odds*. New York: Charles Scribner's Sons , 1991.

9. Everyone from Saul Steinberg to Larry Tisch had taken a stake

in the company. Meanwhile , management's first-choice buyer was IBM. In the end , Cap Cities proved a strong fit because of the complementary TV license and the minimum divestiture required.

10. Interview with Tom Murphy.

11. Ibid. Details are also recounted in Leonard Goldenson with Marvin J. Wolf , *Beating the Odds*.

12. Buffett paid sixteen times earnings for Cap Cities , a 60% premium to its recent price , and , on banker Bruce Wasserstein's insistence , threw in warrants that gave the seller a continuing equity stake in ABC. These terms , arguably , are the most lenient Buffett ever struck and suggest how badly he and Murphy wanted to buy ABC. Charlie Munger wrote to the Buffett Group on January 11 , 1983 , that Tom Murphy at Cap Cities had "compounded the value of his original 1958 investment at 23% per annum for 25 years." Donaldson , Lufkin & Jenrette report February 26 , 1980: "Earnings per share growth has compounded at 20% annually over the past decade and this rate has accelerated to 27% over the last five years."

13. Geraldine Fabrikant , "Not Ready for Prime Time?" *New York Times* , April 12 , 1987.

14. Murphy and his #2 , Dan Burke , picked and chose to make divestitures required by the FCC. They kept eight TV , five AM radio , and five FM radio stations. Geraldine Fabrikant , Marc Frons , Mark N. Vamos , Elizabeth Ehrlich , John Wilke , Dave Griffiths , and Christopher S. Eklund , "A Star Is Born—the ABC/Cap Cities Merger Opens the Door to More Media Takeovers , " *BusinessWeek* , April 1 , 1985; Richard Stevenson , "Merger Forcing Station Sales , " *New York Times* , April 1 , 1985.

15. With 1984 sales of \$3.7 billion , ABC earned \$195 million , whereas Cap Cities , one third its size , earned \$135 million on sales of \$940 million. The disparity in profitability was mainly due to the different economics of network affiliate stations versus the network

itself but also to Murphy and Burke's management skills.

16. According to "Extortion Charge Thrown Out; Judge Cancels \$75,000 Bond , " *Omaha World- Herald* , March 19 , 1987 , charges against Robert J. Cohen were dismissed after the case was referred to the Douglas County Board of Mental Health and Cohen was moved to the Douglas County Hospital from the Douglas County Corrections Center. Terry Hyland , in "Bail Set at \$25,000 for Man in Omaha Extortion Case , " *Omaha World-Herald* , February 5 , 1987 , refers to the kidnapping plan.

17. Interview with Gladys Kaiser.

18. Ibid.

19. Based on examples of actual letters received.

20. Interview with Gladys Kaiser.

21. Interviews with Howie Buffett , Peter Buffett , Susie Buffett Jr.

22. Interview with Susie Buffett Jr.

23. Alan Farnham , "The Children of the Rich and Famous , " *Fortune* , September 10 , 1990.

24. Interview with Howie Buffett.

25. Interview with Peter Buffett.

26. Billy Rogers letter to Warren Buffett , August 17 , 1986.

27. Warren Buffett letter to Billy Rogers , August 22 , 1986.

28. Billy Rogers letter to Warren Buffett , undated.

29. Interviews with Tom Newman , Kathleen Cole.

30. Richard I. Kirkland Jr. , "Should You Leave It All to the

Children?" *Fortune* , September 29 , 1986.

31. Interview with Kathleen Cole.

32. Interview with Ron Parks.

33. Interview with Peter Buffett. He was so shaken that he dialed "0" instead of "911 , " as if taken back to childhood.

34. "Billy Rogers Died of Drug Overdose , " *Omaha World-Herald* , April 2 , 1987; "Cause Is Sought in Death of Jazz Guitarist Rogers , " *Omaha World-Herald* , February 21 , 1987.

35. Interview with Arjay Miller.

36. Interviews with Verne McKenzie , Malcolm "Kim" Chace III , Don Wurster , Dick and Mary Holland.

37. Interview with George Brumley.

38. Louis Jean-Baptiste Alphonse Bachelier , *Theory of Speculation* , 1900. Bachelier applied the scientific theory of "Brownian motion" to the market , probably the first of many attempts to bring the rigor and prestige of hard science to the soft science of economics.

39. Charles Ellis , *Investment Policy: How to Win the Loser's Game*. Illinois: Dow-Jones-Irwin , 1985 , which is based on his article "Winning the Loser's Game" in the July/August 1975 issue of the *Financial Analysts Journal*.

40. The modern-day equivalents of Tweedy Browne's Jamaica Water warrants still exist , for example.

41. Burton Malkiel , *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W. W. Norton , 1973.

42. Aside from the *Superinvestors* article , Buffett did not write about EMH directly until the Berkshire 1987 shareholders letter , but he had led up to it with related subjects such as excessive trading

turnover since 1979.

43. Transcript of Graham and Dodd 50th Anniversary Seminar. Jensen at the time was professor and director of the Managerial Economics Research Center of the University of Rochester Graduate School of Management. Within a year , he would be at Harvard , where he remains as professor of business administration emeritus.

44. Stanley Perimeter and the *Washington Post* pension fund. Although , as this book illustrates , Buffett shared ideas with some of these investors in the early days—for example , when he was short on capital—more often the use of similar rules led them to similar veins of ore.

45. One subtle underpinning of EMH was a free-market , quasilibertarian philosophy that aligned with the spirit of deregulation and Reaganomics , under which investors could fend for themselves as free agents in an unfettered self-regulating market. Thus one side effect of EMH was to subtly build support for other types of market deregulation and for government and Federal Reserve actions that arguably contributed to later asset bubbles.

46. Beta can be a godsend in helping manage an unmanageably large portfolio. Criticism of beta could also , therefore , be directed at the investors who put money into unmanageably large funds that are diversified this way , and then expect them to outperform the market every year , if not every quarter.

47. Hedge funds in this form , pioneered by A. W. Jones , preceded popularization of the randomwalk academic theory.

48. In a worst-case scenario , both sides of an arbitrage go the wrong way—the short rises , the long falls. This is the “earthquake risk” of the arbitrageur.

49. Buffett , speaking at the 1994 Berkshire annual shareholder meeting. Munger made the “twaddle and bullshit” comment at the 2001 shareholder meeting.

50. The model with junk bonds was based on average credit history , not the behavior of the stock or bond market. The two models are not only related , but have the same basic flaw , which is that “earthquake events” are never factored in correctly—because if they were , the model would reveal a prohibitively high cost of capital.

51. With the introduction of equity index futures in 1982 , Buffett started trading these instruments as a hedge. Nevertheless , he wrote Congressman John Dingell , chairman of the House Energy and Commerce Committee , warning about their risk , and likewise wrote to Don Graham , “So much for the many claims as to hedge and investment type utilization; in actual practice , virtually all contracts involve short-term highly leveraged gambling—with the brokers taking a bite out of every dollar of public participation.” Letter from Warren Buffett to Mr. and Mrs. Don Graham , January 18 , 1983.

52. Berkshire Hathaway annual letter , 1985. The deal was \$320 million in cash and the rest in assumed debt and other costs. “Scott Fetzer Holders Clear Sale of Company , ” *Wall Street Journal* , December 30 , 1985. In Berkshire’s 2000 annual report , Buffett points out that BRK netted \$1.03 billion from its net purchase price of \$230 million.

53. Interview with Jamie Dimon.

54. Berkshire had \$4.44 billion of assets on its books at the end of 1986 , including \$1.2 billion of unrealized gains on equities. Liquidating before the reform , Berkshire itself could have avoided paying any taxes , with the shareholders paying their 20% tax on the gain , or \$244 million. If BRK liquidated after the Tax Reform Act took effect , Berkshire would be paying \$414 million in corporate taxes (more than \$185 million of which would have accrued to Buffett) , before handing over the net proceeds to investors to pay a double tax , adding up to a maximum of a 52.5% tax on the \$1.2 billion unrealized appreciation , or \$640 million. Thus the total effect was \$400 million. See also James D. Gwartney and Randall G.

Holcombe , “Optimal Capital Gains Tax Policy: Lessons from the 1970s , 1980s , and 1990s , ”A Joint Economic Committee Study , United States Congress , June 1997.

55. Berkshire Hathaway annual report , 1986. Notably , Buffett phrases the statement in terms of the costly consequences if Berkshire liquidated after the act , not the huge benefits that would have resulted from liquidating before the act went into effect.

56. This measuring stick has pros and cons , which are covered in investing books. Bottom line , it is a reasonable , conservative measure that can be distorted by acquisitions (something Buffett had discussed; see General Re).

57. Interviews with Walter Scott Jr. , Suzanne Scott; also Jonathan R. Laing , “The Other Man From Omaha , ” *Barron's* , June 17 , 1995.

58. Interview with Walter Scott Jr.

59. Interview with Clyde Reighard.

60. Jerry Bower , in *National Review* , August 11 , 2006 , wrote that Reagan’s “supply-side policies have helped Warren Buffet [sic] amass the world’s second-largest pile of wealth , which he routinely uses as a stage on which to stand and denounce the very supply-side measures that helped lift him to incredible prosperity.” It is true that like any investor , Buffett has benefited from the supply-side policies that reduce his personal taxes on investment income and capital gains. Notably , much of that benefit is effectively offset by Berkshire Hathaway’s taxes. Since the Reagan years , Citizens for Tax Justice and the Institute on Taxation and Economic Policy have been studying the annual reports of the top 250+ companies in the U.S. , always coming to the conclusion that they are severely underpaying. See Robert S. McIntyre and T. D. Co Nguyen , *Corporate Taxes & Corporate Freeloaders* (August 1985) , *Corporate Income Taxes in the 1990s* (October 2000) , *Corporate Income Taxes in the Bush Years*

(September 2004). The top 250 companies in the U.S. , while growing profits substantially , have consistently been shown to pay a fraction of the actual corporate tax rate throughout the 1980s , '90s , and today , due to breaks for depreciation , stock options , research , etc. Berkshire , however , has averaged a 30% effective tax rate (net earnings before taxes , divided by the taxes paid currently) since 1986 —offsetting Buffett's personal tax benefits. Regardless , Buffett's taxes are irrelevant to whether he is entitled to criticize supply-side policies.

61. Robert Sobel , *Salomon Brothers 1910~1985 , Advancing to Leadership* , Salomon Brothers , Inc. , 1986.

62. In other words , current partners were paid a premium above their invested capital by Phibro , in which retired partners who had already withdrawn their capital did not share.

63. Anthony Bianco , “The King of Wall Street—How Salomon Brothers Rose to the Top—And How It Wields Its Power , ” *BusinessWeek* , December 5 , 1985.

64. In the “Night of the Long Knives , ” June 30~July 2 , 1934 , Hitler executed at least eighty-five perceived enemies of his regime and arrested a thousand others.

65. James Sterngold , “Too Far , Too Fast: Salomon Brothers' John Gutfreund , ” *New York Times* , January 10 , 1988.

66. Paul Keers , “The Last Waltz: He had the power , she craved the position. Life was a ball until he had to resign in disgrace and an era ended , ” *Toronto Star* , September 1 , 1991.

67. Roger Lowenstein , *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Doubleday , 1996 , who did not identify the executive giving this description.

68. Paul Keers , “The Last Waltz”; Carol Vogel , “Susan Gutfreund: High Finances , High Living , ” *New York Times* , January

10 , 1988; David Michaels , “The Nutcracker Suit , ” *Manhattan , Inc.* , December 1984; John Taylor , “Hard to Be Rich: The Rise and Wobble of the Gutfreunds , ” *New York* , January 11 , 1988.

69. As Mrs. Bavardage.

70. Paul Keers , “The Last Waltz”; Cathy Horyn , “The Rise and Fall of John Gutfreund; For the Salomon Bros. Ex-Head , a High Profile at Work & Play , ” *Washington Post* , August 19 , 1991.

71. Robert Sobel , *Salomon Brothers 1910-1985* , Advancing to Leadership.

72. The combative , powerful banker Bruce Wasserstein , a merger specialist , was supposedly going to run the firm. Gutfreund and his key lieutenants knew they would be instantly replaced by Wasserstein. And Perelman as the largest shareholder might scare clients away.

73. Salomon bought the Minorco block itself at \$38 , a 19% premium to the stock’s \$32 market price. It then offered Buffett the stock at the same price. The premium was typical for similar deals at the time (which were also criticized). The stock conveyed 12% voting power in the firm. Perelman offered \$42 and said he might raise his stake to 25%.

74. Salomon made a number of missteps. It took on a buyout of TVX Broadcast Group that ultimately failed , muffed a leveraged buyout of Southland Corporation , and wound up holding the bag on a problematic Grand Union buyout. After five unsuccessful years , Salomon exited the merchant-banking business in 1992.

75. Sarah Bartlett , “Salomon’s Risky New Frontier , ” *New York Times* , March 7 , 1989.

76. Buffett viewed his investment in Salomon as being like a bond. If he had wonderful stock ideas like GEICO or American Express , he would not be looking at bond equivalents and would not

have done this deal.

77. Interview with John Gutfreund.

78. Interviews with John Gutfreund , Donald Feuerstein. Fenerstein's son went to school with one of Perelman's children. He knew Perehnan was observant and parlayed for a critical delay past the holiday.

79. According to Graham and Dodd , preferred stocks marry the least attractive features of equity and debt. "As a class , " they wrote , "preferred shares are distinctly more vulnerable to adverse developments than are bonds." Benjamin Graham and David L. Dodd , *Security Analysis , Principles and Teaching*. New York: McGraw-Hill , 1934 , Chapter 26. Preferreds are often described as "bonds with a kicker , " combining the safety of a bond with the upside of a stock. However , as Graham and Dodd note , this is not really correct. If a company gets in trouble , preferreds lack an enforceable claim to the interest and principal. When things go well , unlike a common stock , the investor has no right to the company's profits. Speaking at the University of Florida in 1998 , Buffett said , "*The test of a senior security is whether you are getting an above-average return , after tax , and feel certain of getting your principal back.*" Here , the preference to the common was meaningless.

80. Beginning October 31 , 1995 , in five installments over four years , it was mandatory to either convert into Salomon stock or "put" it back to the company for cash. Perelman offered to beat Buffett's deal—and Gutfreund and several other managers told the board they would quit. He offered a conversion price of \$42 , much more attractive from Salomon's point of view. He would have owned only 10.9% of Salomon , compared to Buffett's 12%.

81. If a potential buyer for his block of convertible preferred appeared , Buffett was obliged to offer Salomon first refusal. Even if it did not buy back the shares , he was prohibited from selling his entire block to any one purchaser. Berkshire also agreed to limit its

investment in Salomon to no more than 20% for seven years.

82. Michael Lewis , *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street*. New York: W. W. Norton , 1989.

83. Interview with Paula Orlowski Blair.

Chapter 47

1. Berkshire Hathaway letter to shareholders , 1990; Michael Lewis , “The Temptation of St. Warren , ” *New Republic* , February 17 , 1992.

2. At the University of Notre Dame , spring 1991. Cited in Linda Grant , “The \$4-Billion Regular Guy: Junk Bonds , No. Greenmail , Never. Warren Buffett Invests Money the Old-Fashioned Way , ” *Los Angeles Times* , April 7 , 1991.

3. In “How to Tame the Casino Economy , ” *Washington Post* , December 7 , 1986. Buffett advocated a 100% confiscatory tax on profits from the sale of stocks or derivative instruments that the holder has owned for less than a year.

4. Linda Grant , “The \$4-Billion Regular Guy.” Buffett hosannaed Gutfreund in his shareholder letters as well.

5. The principal conflicts inherent in Salomon's business were the undisclosed bid-ask spread that Buffett had objected to while working for his father's firm in Omaha , the conflict between proprietary trades for the firm's account alongside customer trades , the investment banking business built off equity research stock ratings , and the arbitrage department , which could trade on the firm's merger deals. As a board member who made Berkshire's investment decisions , Buffett says he either recused himself from discussions involving deals or did not invest on information he had , yet his board membership did create the appearance of a conflict of interest.

6. The Standard & Poor's 500 index was used as a proxy for the market.

7. Berrie would never make this bet. Since childhood , Warren had beaten her at every game they ever played; never once had he let her win. She would have known that he would eat a potato chip just so she would have had to pay up.

8. Letter from Warren E. Buffett to the Honorable John Dingell , U.S. House of Representatives , March 5 , 1982.

9. In the interest of brevity , the history of portfolio insurance has been shortened considerably. The rout began as the Federal Reserve raised the discount rate over Labor Day weekend 1987. Over the next month , the market wavered and showed signs that investors were nervous. On October 6 , the Dow broke a one-day record when it fell 91.55 points. Interest rates continued to climb. The Dow dropped another 108 points on Friday , October 16. Professional money managers spent the weekend pondering. On Black Monday , October 19 , many stocks failed to open at all in the early hours of trading and the Dow fell a record-breaking 508 points. The exact cause of the crash remains in dispute. Program trading and equity index futures accelerated the decline , but economic factors , military tensions , comments by Federal Reserve Chairman Alan Greenspan about the dollar , a slowing economy , and other factors have been blamed.

10. Interviews with Ed Anderson , Bill and Ruth Scott , Marshall Weinberg , Fred Stanback , Tom Knapp.

11. Interview with Walter Scott Jr.

12. In this case , the way to be hedged would be to short a broad group or index of stocks.

13. This account is based on both Doris's and Warren's versions of the story.

14. James Sterngold , "Too Far , Too Fast: Salomon Brothers'

John Gutfreund , ” *New York Times* , January 10 , 1988.

15. Salomon supplied its clients' debt needs along all points of the maturity ladder. For a bond shop to eliminate its commercial paper department was a baffling decision.

16. Four past option grants to Gutfreund were about to expire worthless and a fifth would have yielded only a trivial gain. The revised exercise price reaped Gutfreund an estimated \$3 million. The impact of swapping all stock options for new options affected 2.9% of outstanding shares. Salomon's 1987 proxy did not disclose the repricing and instead contained an additional \$4.5 million or 3.4% stock-option grant (Graef Crystal , “The Bad Seed , ” *Financial World* , October 15 , 1991).

17. Interview with Bob Zeller.

18. Ibid. Zeller says that Buffett represented the shareholders' interests on the compensation committee with integrity , while trying to determine which employees genuinely deserved reward.

19. John Taylor , “Hard to Be Rich: The Rise and Wobble of the Gutfreunds , ” *New York* , January 11 , 1988.

20. Interviews with John Gutfreund , Gedale Horowitz.

21. Interview with Tom Strauss.

22. While technically the terms of the preferred stock didn't work that way , if Buffett wanted to , he could have found a way to get out.

23. Carol Loomis , “The Inside Story of Warren Buffett , ” *Fortune* , April 11 , 1988. Buffett stated these rumors were false in the article.

24. Katharine Graham letter to the members of the Buffett Group , December 14 , 1987. She added a personal note to Warren's copy: “Here is what I sent out. Hope it is ok and I don't get lynched.”

25. Investors use different periods to estimate cash flows—from ten years to forever (“perpetuity”)——as well as different interest rates. Buffett’s margin of safety , however , was big enough to essentially eliminate the differences in methods; his view was that debating such precision mattered less than applying a big haircut. The key assumption is what growth rate the business is assumed to have ——and for how long.

26. Robert L. Rose , “We Should All Have an Audience This Receptive Once in Our Lives , ” *Wall Street Journal* , May 25 , 1988.

27. Or 14, 172, 500 KO shares costing \$593 million at an average price of \$41.81 (or \$5.23 split adjusted for the three 2-for-1 stock splits that occurred between 1988 and 2007). All shares and prices are adjusted for subsequent stock splits.

28. Interview with Walter Schloss.

29. At that point , KO’s market value represented 21% of the total market capitalization of Berkshire Hathaway——by far the biggest bet , in dollar terms , that Buffett had ever made on a single stock. Yet in percentage terms , this fit his past pattern.

30. Interview with Howie Buffett.

31. Michael Lewis , *Liar’s Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street*. New York: W. W. Norton , 1989.

32. BRK received a 9.25% coupon from the Champion preferred , above the going rate of 7% , and raised debt at 5.5% to fund this \$300 million purchase. Champion called the preferred early , but Berkshire was able to convert its shares prior to the call and sell them back to the company at a small discount. Berkshire booked a 19% after-tax capital gain over the six years it held Champion.

33. Linda Sandier , “Heard on the Street: Buffett’s Special Role Lands Him Deals Other Holders Can’t Get , ” *Wall Street Journal* , August 14 , 1989.

34. From an interview with a friend who said this to Munger.

35. Speech at Terry College of Business , the University of Georgia , July 2001.

36. Interview with John Macfarlane.

37. Interview with Paula Orlowski Blair; Michael Lewis , *Liar's Poker*.

38. Many contracts required posting of collateral or margin , but this did not compensate for the risk of mismarking in the model.

39. Buffett and Munger , 1999 Berkshire Hathaway annual shareholder meeting.

40. Salomon held on for eight years. Phibro sold its share in the JV in 1998. Alan A. Block , “Reflections on resource expropriation and capital flight in the Confederation , ” *Crime , Law and Social Change* , October 2003.

41. Roger Lowenstein , *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House , 2000.

42. Interview with Eric Rosenfeld.

43. Meriwether characteristically exempted himself from this lucrative deal.

44. Report to the Salomon Inc. Compensation & Employee Benefits Committee , “Securities Segment Proposed 1990 , Compensation for Current Managing Directors.”

45. This pay deal was still one-sided; the arbs could only break even or win. Buffett's partnership had exposed him to unlimited liability to share in losses if he performed poorly—i.e. , his incentives were *truly* aligned with his partners.

46. Michael Siconolfi , “These Days , Biggest Paychecks on Wall

Street Don't Go to Chiefs , " *Wall Street Journal* , March 26 , 1991.

47. Interview with Deryck Maughan.

48. Using different terms. The casino/restaurant analogy was Buffett's. Even if the customer businesses had become profitable , they would have demanded even larger amounts of capital in later years , despite bigger scale and market share , and it is questionable whether their returns would ever have satisfied Buffett.

49. Interview with Eric Rosenfeld.

Chapter 48

1. Michael Lewis , *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street*. New York: W. W. Norton , 1989.

2. Feuerstein had worked in several senior roles at the SEC , including acting as counsel on Texas Gulf Sulfur , a landmark insider-trading case.

3. Interview with Donald Feuerstein and many others , who confirmed his role and the POD nickname.

4. Interviews with Donald Feuerstein , Tom Strauss , Deryck Maughan , Bill McIntosh , John Macfarlane , Zach Snow , Eric Rosenfeld.

5. Interview with Bill McIntosh.

6. Interview with John Macfarlane.

7. Roger Lowenstein , *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Doubleday , 1996 , quoting Eric Rosenfeld.

8. Lowenstein , *Buffett* , quoting John McDonough.

9. Interview with Eric Rosenfeld.

10. Interview with Donald Feuerstein.

11. Feuerstein went back into the conference room after talking to Munger and repeated the “thumb-sucking” comment to another lawyer , Zach Snow , without further context. He did not seem to have grasped its significance , according to Snow in an interview. Feuerstein says Munger said , “Warren and I do that all the time.” Whatever the wording , neither Feuerstein nor Buffett took alarm at Munger’s remark.

12. Interview with Gerald Corrigan.

13. Feuerstein had had breakfast with one director , Gedale Horowitz , and told him much the same story , slightly more informatively , on the morning of August 8. But Horowitz says he also felt misled.

14. Carol Loomis , “Warren Buffett’s Wild Ride at Salomon , ” *Fortune* , October 27 , 1997.

15. Munger’s later statement that he dragged this out of Feuerstein differs from Feuerstein’s recollection. Both agree that Munger was given a clear description. There is no question that Buffett and Munger’s overall interpretation of the actions of both Feuerstein and Gutfreund grew harsher as more information came to light.

16. Statement of Salomon Inc. , submitted in conjunction with the Testimony of Warren E. Buffett , Chairman and CEO of Salomon , before the Securities Subcommittee , Committee of Banking , Housing and Urban Affairs , U.S. Senate , September 10 , 1991.

17. Mercury Asset Management (an affiliate of S.G. Warburg) and the Quantum Fund. When the Federal Reserve contacted Salomon , it was initially because S.G. Warburg had bid in its own name as a primary dealer (Statement of Salomon Inc. , September 10 , 1991).

18. Charles T. Munger testimony before U.S. Securities &

Exchange Commission , “In the Matter of Certain Treasury Notes and Other Government Securities , ” File No. HO-2513 , February 6 , 1992.

19. Ibid.

20. Michael Siconoffi , Constance Mitchell , Tom Herman , Michael R. Sesit , David Wessel , “The Big Squeeze: Salomon’s Admission of T-Note Infractions Gives Market a Jolt—Firm’s Share of One Auction May Have Reached 85%; Investigations Under Way—How Much Did Bosses Know?” *Wall Street Journal* , August 12 , 1991.

21. Buffett later said Wachtell , Lipton shared some blame , noting that Wachtell declared effective on August 8 a shelf registration for \$5 billion of medium-term notes using a prospectus that was “purporting to state all material facts about Salomon” as of that date but contained no reference to Mozer’s activities or management’s inaction. “*If this relaxed position was one that Wachtelt , Lipton was conveying to the government and the public through official filings , it is not unlikely that they were conveying something similar to John , although I don’t know what ,*” Buffer said.

22. Interview with John Macfarlane.

23. Interview with Bob Denham , who discovered this when he moved into Feuerstein’s old office.

24. Charles T. Munger testimony before U.S. Securities & Exchange Commission , “In the Matter of Certain Treasury Notes and Other Government Securities , ” File No. HO-2513 , February 6 , 1992.

25. If its lenders failed to renew the firm’s loans , Salomon would be forced to liquidate its assets almost overnight. In such a fire sale , assets would sell for a fraction of their carrying value. The apparently invincible balance sheet of Salomon would melt into bankruptcy’s black hole immediately.

26. Interview with Bill McIntosh.

27. Interviews with Donald Feuerstein , John Macfarlane.

28. Mozer didn't report an existing net“long , ”“when-issued” position in Treasury bonds that put it over the limit , and he also submitted another false bid in the name of Tiger Management Company.

29. Mozer denied intentionally manipulating the market. He was suspected of“repo-ing out” the bonds by borrowing cash from customers with the bonds as collateral and making verbal side agreements with these customers that they would not relend the bonds to anyone. That froze the supply of bonds , squeezing the short-sellers. Suspicions of price-fixing dogged Salomon long afterward. There was little doubt that Mozer and his customers had cornered the bonds and created a squeeze. According to Eric Rosenfeld , Salomon's own arb desk was short Treasuries and got burned.

30. Constance Mitchell , “Market Mayhem: Salomon's ‘Squeeze’ in May Auction Left Many Players Reeling——In St. Louis , One Bond Arb Saw \$400, 000 Vanish and His Job Go with It——From Confidence to Panic , ” *Wall Street Journal* , October 31 , 1991.

31. Feuerstein didn't find this out right away , even though it was known internally. He blames this omission for his failure to press for a more thorough investigation of the squeeze. Several people , including Meriwether , apparently knew about the “Tiger dinner” (named after one of the hedge-fund customers). However , the “Tiger dinner” did not prove collusion.

32. Interview with John Guffreund.

33. Or whatever the price was; this is Buffett's general recollection.

34. While this was taking place , Salomon filed a shelf registration statement in connection with a \$5 billion senior debt

offering , which the directors signed. The filing of a registration statement under these circumstances potentially put the firm in violation of securities laws.

35. Some thought the squeeze may have been simply a matter of timing to make a bet that the Fed was about to ease interest rates , according to Eric Rosenfeld , rather than defiance of the Treasury.

36. Various viewpoints within the firm are drawn from interviews with a number of the principals.

37. Interviews with Donald Feuerstein , Zachary Snow. Feuerstein says he happened to be taking his son on a college visit at Cornell University that day and was “furious” when he found out later what happened.

38. Interview with Donald Feuerstein. Feuerstein referred to his failure to influence Gutfreund as the result of Gutfreund’s yessing him to death , saying , “It is difficult to have an argument with someone who purports to agree with you” (Donald M. Feuerstein letter to William F. May , Charles T. Munger , Robert G. Zeller , and Simon M. Lorne , Munger , Toiles & Olson , January 31 , 1993).

39. Interview with Zach Snow. Snow says that the dream haunted him long afterward. Feuerstein does not recall this incident but says that if something like this happened it did not come across this way to him.

40. Philip Howard , Gutfreund’s lawyer , speaking to Ron Insana on CNBC *Inside Opinion* , April 20 , 1995.

41. John Gutfrennd speaking to Ron Insana , CNBC *Inside Opinion* , April 20 , 1995.

42. The auctions of December 27 , 1990 (4-year notes) , February 7 , 1991 (the so-called “billiondollar practical joke”) , and February 21 , 1991 (5-year notes) contained false bids. The April 25 , 1991 , auction included a bid in excess of the amount authorized by a

customer. In the May 22 , 1991 (2-year-notes) auction , Salomon (Mozer) failed to report a net“long” position to the government , as required , which fueled suspicions of a cover-up of market manipulation , but proof of market manipulation was never found.

43. Interview with Zach Snow , who also testified to this under oath in 1994.

44. Interview with Deryck Maughan.

45. Interview with Jerry Corrigan.

46. Even though he was Mozer’s boss , Meriwether did not have the authority to fire him; one managing director could not fire another. Only Gutfreund could do that.

47. Interview with Bill McIntosh.

48. Interviews with John Macfarlane , Deryck Maughan.

49. McIntosh , by his own admission , had been no fan of Gutfreund’s prior to this event.

50. Interview with Bill McIntosh.

51. Spread-widening of ten to twenty basis points only attracted more sellers. As the afternoon wore on , the traders widened the spread until finally they were offering only ninety cents on the dollar for the notes. The price implied a reasonably high probability of default.

52. The firm would still do business as an “agent , ” which meant it would buy only if it had another buyer in hand to which it could resell the notes.

53. Kurt Eichenwald , “Wall Street Sees a Serious Threat to Salomon Bros.—ILLEGAL BIDDING FALLOUT—High-Level Resignations and Client Defections Feared—Firm’s Stock Drops , ” *New York Times* , August 16 , 1991.

54. Interview with Jerry Corrigan.

55. Strauss later related this to Buffett.

56. Interview with Jerry Corrigan.

57. Interview with Jerry Corrigan.

58. Interview with Jerry Corrigan. He says that Strauss and Guffreund had had more than one routine conversation with him between April and June without mentioning anything , and he no longer trusted them.

59. Buffett arrived in New York between 2:30 and 3:00 p.m. , during which time the press release would have been drafted and ready to go.

60. From Salomon press release dated August 16 , 1991: “In order to give the Salomon Inc. , board of directors maximum flexibility , they are prepared to submit their resignations at a special meeting of the board.”

61. Interview with Eric Rosenfeld.

62. Interview with Bill McIntosh , Tom Strauss , Deryck Maughan.

63. Interview with Tom Strauss.

64. Interview with Jerry Corrigan.

65. Interview with Ron Olson.

66. Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Guffreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 & 14 , November 29 , 1993.

67. This is Buffett’s recollection of Gutfreund’s remarks. (From Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc.”

68. Interview with Tom Strauss.

69. On October 8 , 1991 , he was displaced when the Walton family , owners of Wal-Mart stock , took over spots 3–7; Buffett became number 8. Entertainment mogul John Kluge and Bill Gates occupied the top two spots.

70. Through a routine letter to Mercury Asset Management when the Treasury Department discovered that Mercury , together with its affiliate S. G. Warburg & Co. , had submitted bids for greater than the 35% limit rule for the auction. Mozer had submitted one of these bids without Mercury's authority. Mozer was copied on this letter and covered it up by telling Mercury that Salomon had mistakenly submitted this bid in its name—and was going to correct it , so no need to bother responding to the Treasury. (Statement of Salomon Inc. , submitted in conjunction with the Testimony of Warren E. Buffett , Chairman and CEO of Salomon. Before the Securities Subcommittee , Committee of Banking , Housing and Urban Affairs , U.S. Senate , September 10 , 1991.)

71. Interview with Deryck Maughan.

72. Speech to students in 1994 at University of North Carolina Kenan-Flagler Business School.

73. The one exception was Stanley Shopkorn , who ran the equities division and , by others' recollections , thought he should get the job.

74. Michael Lewis , *Liar's Poker*.

75. Ibid.

76. Swope fired them all and turned the firm into a radical Black Power , "Truth & Soul" agency.

77. Interview with Deryck Maughan.

78. Interview with Eric Rosenfeld , who says no threats were made. But because Meriwether was not bound by a noncompete , it was obvious that the whole arb team would leave sooner or later.

79. Gutfreund told Buffett that Susan was telling him he was unemployable.

80. Interview with Philip Howard. Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 & 14 , November 29 , 1993.

81. Interview with Warren Buffett; Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 & 14 , November 29 , 1993 , cited this remark as evidence that Gutfreund knew he did not have a deal. (Munger’s version of the quote was “I won’t let you guys screw me.”)

82. Interview with Philip Howard.

83. Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 & 14.

84. Warren Buffett , Charles T. Munger , testimonies , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc.” Sessions 13 & 14 , 33 & 34.

85. Charles T. Munger testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 33 & 34 , December 22 , 1993.

86. Interview with Gedale Horowitz.

87. The Japanese bond market would not open until 7:30 P.M. EST , but Japanese over-the-counter trading would begin as early as 5 P.M. , at which point lenders would start selling Salomon’s paper ,

effectively calling its loans.

88. Interview with John Macfarlane.

89. Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 & 14 , November 29 , 1993.

90. Interview with Jerry Corrigan.

91. Jerry Corrigan and Paul Volcker contributed insight to this topic.

92. At the time , it was well understood that Buffett had “parlayed his considerable reputation into a partial rescission of the order , ” although what that meant to him was not obvious. (Saul Hansell , Beth Selby , Henny Sender , “Who Should Run Salomon Brothers?” *Institutional Investor* , Vol. 25 , No. 10 , September 1 , 1991.)

93. Interview with Deryck Maughan.

94. Interview with Charlie Munger.

95. Interview with Deryck Maughan.

96. Hansell , Selby , and Sender , “Who Should Run Salomon?”

97. Ibid.

Chapter 49

1. Interview with Paula Orlowski Blair.

2. Interview with Bill McLucas.

3. This is Buffett’s recollection of the quote , but Brady’s view that Buffett would not leave was corroborated by other regulators.

4. Interview with Paula Orliowski Blair. She thought it funny that her new boss wanted to turn her into a private eye.

5. Interviews with Donald Feuerstein , Bob Denham. Denham says only that they agreed a change was needed.

6. Warren Buffett testified to this in “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 & 14 , November 29 , 1993.

7. During John Gutfreund’s arbitration hearing.

8. A number of sources said this to the author but were afraid to be quoted.

9. The firm became Munger , Tolles & Olson in 1986.

10. Law-firm sources and former employees give Buffett all of the credit for this idea , despite the law firm’s putative role.

11. Drexel Burnham Lambert had failed after its indictment. Kidder , Peabody was sold to PaineWebber. Salomon’s highly leveraged balance sheet put the firm in even greater jeopardy.

12. Interview with Ron Olson.

13. Ibid.

14. Ibid.

15. interview with Frank Barron. Rudolph Giuliani , U.S. Attorney for the Southern District of New York , had pressed for Drexel Burnham Lambert to waive the privilege , but the firm did not.

16. Charlie Munger later acknowledged the morally fraught—at best , ambiguous—situation , saying he and Buffett had no choice but to assist in criminal investigation and prosecution of potentially innocent employees. “When the final Chapter is written , the behavior evinced by Salomon will be followed in other , similar cases , ” be

said. “People will be smart enough to realize this is the response we want—super-prompt—even if it means cashiering some people who may not deserve it.” Lawrie P. Cohen , “Buffett Shows Tough Side to Salomon and Gutfreund , ” *Wall Street Journal* , November 8 , 1991.

17. Warren Buffett letter to Norman Pearlstine , November 18 , 1991.

18. Buffett testified to this in “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc. , ” Sessions 13 and 14 , November 29 , 1993.

19. “I didn’t fire them on the spot , ” said Olson in an interview. “I was a little more subtle than that.”

20. Interviews with Carolyn Smith , Warren Buffett. He added Smith to his collection of people , writing to the head of the hotel about her , corresponding with her , and putting her on his Christmas list.

21. Interviews with Gladys Kaiser and Bob Denham.

22. House Committee on Energy and Commerce—Telecommunications & Finance Subcommittee , September 4 , 1991 , regarding securities trading violations by Salomon Brothers and implications for government securities market reform legislation.

23. Maughan had to go back to Washington a few weeks later to testify by himself. “The sea did not part , ” he says , “and I got thoroughly wet.”

24. “Our goal is going to be that stated many decades ago by J. P. Morgan , who wished to see his bank transact ‘first-class business in a first-class way.’” Warren Buffett , “SALOMON INC—A report by the Chairman on the Company’s Position and Outlook.” (This wording was also used in a letter to Salomon Inc. , shareholders as reprinted in the *Wall Street Journal* , November 1 , 1991.)

25. Senate Subcommittee on Securities Committee on Banking , Housing , and Urban Affairs—— Hearing on the Activities of Salomon Brothers Inc. , in Treasury Bond Activities , Wednesday , September 11 , 1991.

26. At the time , sixty-five lenders had stopped entering into repurchase agreements with Salomon , and the firm's commercial-paper balance was falling toward zero. One major counterparty , Security Pacific , was refusing to do daylight foreign-exchange trades without posting of collateral. Buffett says this was his absolute low point. The news media never picked up this story , which , if reported , could have kicked off a panic.

27. Interview with John Macfarlane. The cost of funds motivated traders to run off uneconomic trades. Ultimately the rate went to 400 basis points over Fed Funds rate. The short-term capital-intensive trades like the “carry-trade” (interest arbitrage) ran off.

28. Interview with John Macfarlane.

29. Senate Subcommittee on Securities Committee on Banking , Housing , and Urban Affairs—— Hearing on the Activities of Salomon Brothers , Inc. , in Treasury Bond Activities , Wednesday , September 11 , 1991.

30. By then , many other people , including Denham and Munger , had found out about the Sternlight letter , but they say everybody thought somebody else had told Buffett or that he somehow knew. Buffett and Munger were also incensed to learn that at the June audit committee meeting , with Feuerstein present , Arthur Andersen represented that no events had taken place that were required to be reported to the SEC or the New York Stock Exchange. While Wachtell , Lipton had indeed taken that position , this statement , with hindsight , was manifestly untrue.

31. Employees asked how much Buffett and Munger understood about the workings of Salomon before August 1991 , while serving on

the board , uniformly said “not much , ” or words to that effect , and that information was skillfully meted out to the board so that much of the firm’s messiness never surfaced.

32. Lawrie P. Cohen , “Buffett Shows Tough Side to Salomon.”

33. Interview with Gladys Kaiser.

34. Buffett cannot remember who did this—although it was neither Astrid , who retires early , nor someone from the office. He thinks it must have been some other local friend or neighbor.

35. Although securities underwriters sell service , price , and expertise , ultimately they are financial guarantors. Salomon’s financial-strength ratings had been downgraded. With a criminal indictment and its primary dealership threatened , that the firm managed to retain any banking clients remains one of Wall Street’s great survival stories. It did so by giving up lead positions and switching to co-lead , in effect taking on a supporting-cast-member role. Nevertheless , its market share fell from 8% to 2%.

36. Interview with Eric Rosenfeld.

37. Interview with Paula Orlowski Blair. Morse Shoe filed for bankruptcy in July 1991 just weeks after Berkshire agreed to buy H. H. Brown Shoes. Berkshire acquired Lowell Shoe , a subsidiary of Morse Shoe , at the end of 1992 , and also bought Dexter Shoe in 1993.

38. Smith Barney , Shearson Lehman , and UBS Securities. The ensuing witch-hunt atmosphere also caused Morgan Stanley to put out a statement denying it was the subject of a government investigation.

39. The Treasury Department/Fed study also revealed that , over a period beginning in early 1986 , Salomon had bought more than half the bonds issued in 30 out of 230 auctions (Louis Uchitelle , Stephen Labaton , “When the Regulators Stood Still , ” *New York Times* , September 22 , 1991).

40. Warren Buffett testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon Inc. , and Salomon Brothers Inc.” Session 13 & 14 , November 29 , 1993.

41. Contracts differ by employee , by company , and by state , and the indemnification provisions use broad wording that is subject to interpretation , but in general , corporate officers accept the legal risk that goes with their position on the condition that their employers pay legal fees unless they are convicted of fraud or other criminal wrongdoing or have engaged in willful misconduct. Salomon’s action was highly unusual at the time and remains unusual. In 2005 , KPMG’s refusal to pay its partners’ legal fees became the subject of lawsuits. In July 2007 , a U.S. federal judge dismissed a case against thirteen KPMG employees for promoting aggressive tax shelters , because he determined that the government had strong-armed KPMG into denying them legal payments.

42. Transcript of Federal Open Market Committee meeting , October 1 , 1991.

43. Interview with Gary Naftalis.

44. Interview with Otto Obermaier.

45. Ibid.

46. Interview with Gary Naftalis.

47. Interview with Otto Obermaier.

48. Letter to Salomon Inc. , shareholders as reprinted in the *Wall Street Journal* , November 1 , 1991.

49. Interview with Paula Orlowski Blair.

50. Ibid.

51. Salomon advertisement in the *Wall Street Journal* , November 1 , 1991. All of Salomon’s growth in earnings for several years had

been given back to employees. Salomon performed in the bottom third of stocks in its market-cap class. The third-quarter-income statement would have been drenched with red ink had not the lower bonus pool reversed it. The previous “share the wealth” approach subsidized money-losers so that everyone was richly paid. Buffett’s biggest change was to link bonuses to individual and division performance. For the five years ending December 31 , 1991 , Salomon Inc.’s stock ranked 437th in performance among S&P’s top 500 stocks. (1991 Salomon Inc. , 10K)

52. Interview with Deryck Maughan.

53. Interview with Jim Robinson.

54. For decades , as a partnership , it had—literally—been run for the employees. It was the inherent separation of capital and labor at a publicly owned investment bank that was the problem.

55. Otto Obermaier. He later wrote “Do the Right Thing: But if a Company Doesn’t It Can Limit the Damage , ” *Barron’s* , December 14 , 1992.

56. The same was not true of the May two-year note squeeze , in which several small firms were bankrupted. Had it ever been proven that Mozer colluded with the hedge funds to corner the market or submitted false bids in that auction , Salomon’s and the individuals’ penalties doubtless would have been more severe; the whole story might have ended differently.

57. Interviews with Frank Barron and Bill McLucas. McLucas confirms the gist but can’t recall the exact words.

58. Interview with Otto Obermaier.

59. Mozer served his four months after pleading guilty to lying to the Federal Reserve Bank of New York. The SEC and prosecutors took no action against Feuerstein.

60. Gutfreund was also barred from heading a firm without SEC approval.

61. Interview with Paula Orlowski Blair.

62. In fact , Jerry Corrigan did not lift the full ban on Salomon until August 1992.

63. *CNBC Inside Opinion* , Ron Insana interview with Gutfreund , April 20 , 1995.

64. Interview with John Gutfreund.

65. Interview with Charlie Munger.

66. The arbitrators were John J. Curran , Harry Aronsohn , and Matthew J. Tolan.

67. Interview with Frank Barton.

68. Those who have spent any significant amount of time with Munger will instantly recognize the sensation of talking to him when his head is turned off , while something occasionally pierces his band of indifference. “*It’s hard to pierce Charlie’s band of indifference* , ” says Buffett. “I can tell you that.”

69. Charles T. Munger testimony , “In the Matter of Arbitration Between John H. Gutfreund against Salomon , Inc. , and Salomon Brothers , Inc. , ” Sessions 33 & 34 , December 22 , 1993.

70. Interview with Sam Butler , Frank Baron.

71. Interview with Frank Barron.

Chapter 50

1. Michael Lewis , “The Temptation of St. Warren , ” *New Republic* , February 17 , 1992.

2. Ron Suskind , “Legend Revisited: Warren Buffett’s Aura as Folksy Sage Masks Tough , Polished Man , ” *Wall Street Journal* , November 8 , 1991.

3. Patricia Matson letter to Peter Kann , Norman Pearlstine , Paul Steiger , James Stewart , and Lawrence Ingrassia of the *Journal* , November 18 , 1991 , and attached chronology of events , in which Tom Murphy recalls explaining to Suskind before publication that he was misquoting and misportraying the conversation; Bill Gates letter to Warren Buffett , November 13 , 1991 , which says , “The quote is wrong. I never suggested anything of the kind to the reporter.” Gates said he called the *Journal* before publication to ensure the incorrect quote would not be published and was “shocked” to see the quote in the article. Memo from Patty Matson , official spokesperson of CapCities/ABC , to “Those possibly interested , ” November 19 , 1991 , cc: Buffett , Murphy , Gates , Tisch , which says Steiger of the *Journal* called and acknowledged a “puzzlement” in which someone might have been “gilding the lily.”

4. Bill Gates letter to Warren Buffett , November 13 , 1991.

5. Interviews with Warren Buffett , Bill Gates. The latter may have heard a version from someone else , which got exaggerated in the retelling. On the other hand , Buffett had to use the facilities somehow.

6. Interview with Bill Gates.

7. For four generations the Gateses named their sons William Henry Gates. Bill Jr.’s father , William Henry III , changed his name to Bill Jr. and his son , the new Bill III—who was actually Bill IV — became known as Trey. Bill Jr. then stepped up to become Bill Sr. as the oldest living William Henry Gates , and his son is now known variously as Trey , Bill III , Bill , and *The Bill Gates*.

8. Interview with Arthur K. Langlie.

9. Interview with Bill Gates.

10. Noyce died June 3 , 1990.

11. Interview with Roxanne Brandt.

12. Interview with Bill Gates.

13. Interview with Bill Ruane.

14. Interview with Don Graham.

15. Gates was right; Kodak *was* toast. From January 1990 to December 2007 , Kodak stock rose a measly 20% , barely more than 1% a year. The S&P over the same period rose 315%. Berkshire Hathaway rose 1, 627%. Microsoft rose 6, 853%.

16. Interview with Bill Gates.

17. Ibid.

18. Statistics courtesy of Berkshire Hathaway.

19. Interview with Louis Blumkin.

20. A Scott Fetzer product.

21. Based on various comments from Kelly Broz , Roberta Buffett Bialek , Peter Buffett , Doris Buffett , Susan Clampitt , Jeannie Lipsey , Stan Lipsey , Ron Parks , Marilyn Weisberg , and Racquel Newman.

22. Interviews with Kathleen Cole , Susie Buffett Jr.

23. Interview with Kathleen Cole.

24. Interviews with Susie Buffett Jr. , Howie Buffett. This took place at McMillan Junior High.

25. Which works out to \$21, 000 per year.

26. Interview with Howie Buffett.

27. Interview with Susie Buffett Jr.

28. Kurt Eichenwald , *The Informant*. New York: Broadway Books , 2000.

29. Interview with Susie Buffett Jr.

30. Interview with Bill Gates.

31. Interview with Sharon Osberg.

32. Each die has an advantage over one other and a disadvantage to the third.

33. When Buffett pulled out the dice with the author , he kept insisting that she had to go first. She had no idea what the numbers meant. She figured that if Buffett wanted her to go first , there must be some disadvantage to going first. (Experience as an insurance analyst was helpful here.) She said that the dice must somehow work like rock , paper , scissors , and refused to play. Buffett counted this as “figuring out” the dice , but it wasn’t really.

34. The first week the author started working on this book , she came downstairs to the hotel lobby to find the same package.

35. Interviews with Sharon Osberg and Astrid Buffett , who recalls “Sharon was just beside herself.”

36. Interview with Sharon Osberg.

37. Interviews with Astrid Buffett , Dick and Mary Holland.

38. Interview with Dody Waugh-Booth.

39. Carol J. Loomis , “My 51 Years (and Counting) at *Fortune*” *Fortune* , September 19 , 2005.

40. Depending on how rich they had gotten and how long ago they had been sunburned. Bill Scott , whom Buffett had made breathtakingly rich , had acquired a deep tan and had begun to

resemble Buffett himself.

41. Carnegie built 2, 509 libraries (costing \$56 million) and established other public works using over 90% of his \$480 million steel-made wealth.

42. Ruane's first wife , Elizabeth , suffered from a mood disorder and committed suicide in 1988.

43. Bill Ruane and others recalled this speech.

44. Paul Ehrlich , *The Population Bomb*. NewYork: Ballantine Books , 1968; Thomas Malthus , *An Essay on the Principles of Population*. *The Population Bomb* was based on the work of the nineteenthcentury demographer and statistician Thomas Malthus , who said that humans procreate in a geometric rather than arithmetic progression; thus the earth's population would inevitably expand beyond the point at which its resources could support it. At some point , Malthus postulated , misery and vice (e.g. , war , pandemic , famine , infant mortality , political unrest) would reduce the population to a sustainable level. Malthus's theory had enormous influence on many scientists , induding Charles Darwin. Because Malthus failed to take into account a number of factors for example , simplistically assuming that economic development stimulated population growth——his ideas were and continued to be ridiculed as predicted catastrophes failed to materialize within a decade or two after 1970. The basic concepts of Malthus and the idea of the Malthusian catastrophe are being taken more seriously in some quarters today , however.

45. Buffett , characteristically , uses both low and high numbers higher than the current population number (a margin of safety against looking like are alarmist) even though some experts argue that the "carrying capacity" has already been exceeded.

46. Organizations such as the International Humanist and Ethical Union and Planned Parenthood routinely took this position before

1974. See Paige Whaley Eager , *Global Population Policy: From Population Control to Reproductive Rights*. Burlington , Vt.: Ashgate Publishing Ltd. , 2004.

47. This was the Belous case (*People v. Belous* , 71 Cal.2d 954 , 458 P.2d 194 , 80 Cal. Rptr. 354 [1969]) , which declared laws against abortion unconstitutional in California. Munger helped write the opinion. Buffer says he has never seen Munger “so fired up , ” the most unconventional thing he has ever seen Munger do.

48. Buffett said Munger tempted him into running a church by offering him the job of sexton , until he found out the job description was not what he thought.“We held mock debates over who got to be the preacher.”

49. Garrett Hardin , “The Tragedy of the Commons , ” *Science* , Vol. 162 , No. 3859 , December 13 , 1968. Hardin’s theory was essentially a restatement of the “prisoner’s dilemma , ” which also addresses cooperation and “cheating” as covered in references on that subject. In the 1970s it was assumed that economic progress would accelerate population growth , that population growth would prevent economic growth. The earth’s “carrying capacity” was assumed to be essentially fixed , rather than at least somewhat flexible through the use of technology and market forces , incorrect assumptions that caused such forecasts to peg the dates of critical population levels too early.

50. Garrett Hardin , “A Second Sermon on the Mount , ” from *Perspectives in Biology and Medicine* , 1963.

51. Nevertheless , some remnants of the eugenics movement remained alive , and by the millennial era , developments in genetic , genomic , and reproductive science had raised complicated questions about the idea.

52. The historic linkage between “population control , ” the eugenics movement , and racism is detailed by Allan Chase in *The*

Legacy of Malthus: The Social Costs of the New Scientific Racism (New York: Alfred A. Knopf , 1977). While a full treatment of these issues is beyond the scope of this book , what seems clear , from his change in terminology , steering of the Buffett Foundation , and gradual distancing from the Hardin camp , was Buffett's disenchantment with the Malthusian views of Hardin because of their eugenics implications. (Hardin's personal stationery featured a small U.S. map around the words "Quality of the Population.")

53. In a highly controversial move , the Buffett Foundation had paid half the first-year costs to bring the RU-486 abortion pill to the United States.

54. From Eager's *Global Population Policy: From Population Control to Reproductive Rights* , which chronides the gradual rejection of neo-Malthusianism and coercive population control methods in favor of voluntary , evolutionary changes in birth rates through economic development , reproductive rights , and an emphasis on women's health.

55. In "Foundation Grows: Buffetts Fund Efforts for Population Control" (*Omaha World-Herald* , January 10 , 1988) , Bob Dorr quotes Susie as saying , "Warren likes numbers...he likes to see concrete results , and you can see them [numbers] change" to explain her husband's interest in groups such as Planned Parenthood and the Population Institute.

56. A similar term , "Ovarian Roulette , " was apparently first used by Dr. Reginald Lourie of Children's Hospital , Washington , D.C. , at a hearing of the Committee on Government Operations , United States , "Effect of Population Growth on Natural Resources and the Environment , " September 15-16 , 1969 , in a discussion with Garrett Hardin , to describe a mother who takes the risk of an unwanted pregnancy by not using birth control (and the term has since been used by Responsible Wealth). However , it is the second word—"lottery" versus "roulette"—that changes a bad choice to bad luck: from a child who is born unwanted to a woman who trusts

to random chance , to a child who is born in cruel circumstances because of random chance.

57. “I Didn’t Do It Alone , ” a report by Chuck Collins’s organization , Responsible Wealth.

58. See John Rawls , *A Theory of Justice* , Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press , 1971. The Ovarian Lottery resembles Rawls’s view , which is a form of determinism—and assumes that much , though not necessarily all , of what happens to people is *determined* by the present and past , for example , through their genes , or the luck of where they are born and when. The opposite of determinism is free will. From the days of the earliest philosophers , mankind has been debating whether free will exists. Philosophers also debate whether it exists on a scale or is irreconcilable with determinism. Critic Robert Nozick , in *Anarchy , State , and Utopia* , gives the case for irreconcilability in a critique of Rawls that more or less says that economist Adam Smith’s invisible hand gives people what they have earned and deserved (*Anarchy , State and Utopia*. New York: Basic Books , 1974). All true libertarians believe in free will and deny absolutely that determinism exists. Since economic policy is so influenced by these ideas , the topic is worth understanding; for example , it sheds light on the debate over how Alan Greenspan’s libertarian leanings influenced Federal Reserve policy that led to recent debt-fueled asset bubbles. Likewise , the debate over eugenics in genomics and reprogenetics resounds with issues of determinism and free will.

59. Interview with Bill Gates.

60. In 2005 Oxnam published *A Fractured Mind* , his memoir of living with multiple personality disorder (New York: Hyperion).

61. Interview with Bill Gates.

1. Anthony Bianco , “The Warren Buffett You Don’t Know , ” *BusinessWeek* , July 5 , 1999.

2. Interview with Tony Nicely.

3. This was a 40% premium to where GEICO was trading.

4. In 1993 , 707 new issues raised \$41.4 billion. In 1994 , 608 IPOs raised \$28.5 billion , the second-most-productive year in the past quarter century. The third-best year for IPOs had been 1992 , when 517 issues raised \$24.1 billion. (Securities Data Co. of Newark , N.J.)

5. Molly Baker , Joan Rigdon , “Netscape’s IPO Gets an Explosive Welcome , ” *Wall Street Journal* , August 9 , 1995.

6. Interview with Sharon Osberg.

7. The Buffetts made other philanthropic gifts using Susie’s stock , as well as funding the Buffett Foundation.

8. Carol Loomis , “The Inside Story of Warren Buffett , ” *Fortune* , April 11 , 1988.

9. Berkshire Hathaway press release , February 13 , 1996.

10. Interviews with Dana Neuman , Mark Millard.

11. The employees’ pay could not really be fully aligned with shareholders. Unlike at the *Buffalo News* , for example , the employees’ base pay at a bank is too low to compensate for the labor value of their time that is owed by the shareholders. In effect , much of the bonus is really salary. The reason that a plan that requires employees to work almost for free in a bad year to compensate for “excessive” bonuses in other years cannot succeed is that it transfers some of the risk assumed by capital onto the backs of labor. The bonus structure of Wall Street—without the glue of partnership—is inherently problematic.

12. To be considered an arbitrage , two trades must take place

simultaneously to eliminate market risk. Buying a stock and selling it later is not an arbitrage. Buying cocoa beans in Ecuador and selling them in San Diego is not an arbitrage.

13. Interview with Deryck Maughan.

14. Roger Lowenstein , *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House , 2000.

15. In July 1998 , Weill shut down Salomon's bond arbitrage unit. One could argue that it was Travelers' subsequent merger with Citicorp—which provided cheap capital—that made the firm a serious competitor in those businesses. Looked at another way , Travelers paid a high price to enter a business with high barriers to entry , and subsequently exploited its capital and scale advantage. Citigroup dropped the Salomon name in 2001.

16. Carol Loomis , “A House Built on Sand , ” *Fortune* , October 26 , 1998.

17. Interview with Charlie Munger.

18. Lowenstein , in *When Genius Failed* , estimated that these returns were achieved through leverage; Long-Term's cash-on-cash return was only about 1%. This low return , multiplied fifty to a hundred times through borrowing , appeared extraordinarily profitable.

19. In *When Genius Failed* , Lowenstein drew this conclusion after extensive interviews with Meriwether's former team.

20. Roger Lowenstein , *When Genius Failed*. Shorting it as a collection of stocks would not work because of a basis mismatch between Berkshire and the offsetting hedgeable positions. Berkshire was a collection of wholly owned businesses fueled by an insurance company that also owned some stocks , not a quasi-mutual fund.

21. Roger Lowenstein , *When Genius Failed*.

22. Stock or merger arbitrage is a bet on whether a merger will close. Merger-arb specialists talk to lawyers and investment bankers and specialize in scuttlebutt. Their bets are based partly on knowledge about a deal , not just statistics about how typical deals have done.

23. Interview with Eric Rosenfeld; Lowenstein , *When Genius Failed*.

24. Michael Siconolfi , Anita Raghavan , and Mitchell Pacelle , “All Bets Are Off: How Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital , ” *Wall Street Journal* , November 16 , 1998.

25. Interview with Eric Rosenfeld.

26. The Standard & Poor’s index was down 19% since July and the NASDAQ down by more than 25%.

27. John Meriwether letter to investors , September 2 , 1998.

28. Warren Buffett letter to Ron Ferguson , September 2 , 1998.

29. Hence , don’t try to make it back the way you lost it.

30. Interview with Joe Brandon.

31. Craig Torres and Katherine Burton , “Fed Battled ‘Financial Maelstrom , ’ 1998 Records Show , ” *Bloomberg News* , April 22 , 2004.

32. Roger Lowenstein , in *When Genius Failed* , includes , as do other accounts , an interesting sidebar about the role of Goldman Sachs , which , as capital-raiser for the firm , also sent in a mysterious “trader” who spent days downloading Long-Term’s positions into a laptop and making mysterious cell-phone calls. Afterward , Long-Term’s partners bitterly blamed their demise on predatory behavior by competitors.

33. According to one partner , the lawyer was dubious about the rushed process , saying maybe there was some trickery involved , and

wanting to slow things down and take more time to look over the details.

34. Roger Lowenstein , *When Genius Failed*.

35. Michael Lewis , “How the Eggheads Cracked , ” *New York Times Magazine* , January 24 , 1999.

36. Interview with Fred Gitelman , Sharon Osberg.

37. After three 0.25% interest-rate cuts—September 29 , October 15 , and October 17—the market leapt 24% from its low on August 31 of 7,539 to an all-time high of 9,374 on October 23.

38. Michael Lewis , “How the Eggheads Cracked.”

39. Roger Lowenstein , *When Genius Failed*.

40. Interview with Eric Rosenfeld.

41. The Federal Reserve’s instant and dramatic cut of interest rates gave rise to a concept called the “Greenspan Put , ” the idea that the Federal Reserve would swamp the market with liquidity to bail out investors in a crisis. The Greenspan Put theoretically encourages people to worry less about risk. Greenspan denied there was a Greenspan Put. “It takes a good deal longer for the cycle to expand than for it to contract , ” he said. “Therefore we are innocent.” (Reuters , October 1, 2007 , quoting Greenspan speaking in London.)

Chapter 52

1. Kurt Eichenwald , *The Informant*. New York: Broadway , 2000. Unbeknownst to Howie , Andreas reportedly made an illegal donation in response to at least one request that Howie had passed along , shrugging off the fine as the cost of doing business.

2. Interview with Howie Buffett.

3. Ibid.; Scott Kilman , Thomas M. Burton , and Richard Gibson , “Seeds of Doubt: An Executive Becomes Informant for the FBI , Stunning Giant ADM——Price Fixing in Agribusiness Is Focus of Major Probe; Other Firms Subpoenaed——A Microphone in the Briefcase , ” *Wall Street Journal* , July 11 , 1995; Sharon Walsh , “Tapes Aid U.S. in Archer Daniels Midland Probe; Recordings Made by Executive Acting as FBI Informant Lead to Seizure of Company Files , ” *Washington Post* , July 11 , 1995; Ronald Henkoff and Richard Behar , “Andreas’s Mole Problem Is Becoming a Mountain , ” *Fortune* , August 21 , 1995; Mark Whitacre , “My Life as a Corporate Mole for the FBI , ” *Fortune* , September 4 , 1995.

4. Interview with Kathleen Cole.

5. Astrid was going to be well taken care of by Warren , too , although , as he says about the apparent willingness of his fans to buy any article belonging to him——his wallet , his car; “*She’s got one of my wisdom teeth. It’s the ugliest thing you’ve ever seen. That’s her ace in the hole.*”

6. Interview with Bill Gates.

7. Every board member interviewed reached some variation of this conclusion , no matter where they stood on later events.

8. Mark Pendergast , *For God , Country , and Coca-Cola*. New York: Charles Scribner’s Sons , 1993.

9. Speaking at the 1998 Berkshire Hathaway shareholder meeting.

10. At the time , NetJets marketed itself both as NetJets and by its legal name , Executive Jet , Inc. It was renamed NetJets in 2002.

11. Interviews with sources; Anthony Bianco , “The Warren Buffett You Don’t Know , ” *BusinessWeek* , July 5 , 1999.

12. The business requires a “core fleet” of redundant aircraft , so expensive that running a fractional jet company is by definition

unprofitable unless done on a huge scale (or used as a loss-leader by an aircraft manufacturer or other company with a tie-in product).

13. It cost Berkshire over nine times what it paid for the remaining half of GEICO almost three years earlier. The GEICO purchase doubled Berkshire's existing float (to \$7.6 billion) , while Get Re tripled that (to \$22.7 billion).

14. Interview with Tad Montross.

15. BRK paid approximately three times book value , a premium to prevailing prices at the time. The reinsurance business became more competitive after this acquisition , and multiples have since declined.

16. Berkshire Hathaway 1997 annual shareholders' meeting , May 5 , 1997.

17. Shawn Tully , "Stock May Be Surging Toward an Earnings Chasm , " *Fortune* , February 1 , 1999.

18. At the companies' June 19 , 1998 , press conference , as quoted in "Is There a Bear on Mr. Buffett's Farm?" *New York Times* , August 9 , 1998.

19. Buffett's comments in Anthony Bianco's July 5 , 1999 , *BusinessWeek* cover story , "The Warren Buffett You Don't Know" , " "Charlie and I don't talk a lot anymore , ' acknowledges Buffett , who says he did not even bother to consult his vice-chairman before making the epochal Gen Re acquisition."

20. BRK dropped 4.2% on news of the deal. Over a month later , it was down 15% versus a flat market. Setting an exchange ratio implicitly required a view on equities and interest rates , as well as the underlying businesses' prospects. What investors could not know was the relative weighting of these factors.

21. James P. Miller , in "Buffett Again Declines to Flinch at

Market's High-Wire Act , ” *Wall Street Journal* , May 5 , 1998 , got it. He attended the shareholder meeting at which Buffett reiterated his views and commented that maintaining return on equity was a particularly vexing issue. On the other hand , Justin Martin and Amy Kover , in “How Scary is this Market , Really?” (*Fortune* , April 27 , 1998) , wrote that “no less an authority than Warren Buffett” had endorsed the market bulls through his “not overvalued” statement.

22. On August 22 , 1997 , Wells Fargo stock nosedived after Berkshire Hathaway reclassified it from the publicly filed form 13-F to the confidential disclosure to the SEC , creating the appearance that Buffett had sold his position in Wells Fargo. The SEC announced that it would consider tightening the confidentiality rules. In June 1998 , the SEC announced it was tightening its “13F” rule that had allowed Buffett to file confidentially for a year while building large stock positions. Although the SEC did not absolutely rule out confidential filings , Buffett heard the footsteps. Berkshire Hathaway fought an aggressive battle with the SEC over this issue as its confidential filings were denied , and lost. In 1999 , Berkshire filed confidentiality requests each quarter along with its regular 13-F forms containing positions that were not confidential. The SEC made a single announcement relating to these three filings that certain of the positions they contained must be publicly disclosed. Buffett’s right to make a profit presumably was not part of the SEC’s deliberations. The SEC’s interest is to protect investors. While the SEC staff had long held that it is desirable to prevent extraordinary fluctuations in stock prices unrelated to fundamental factors so that investors do not profit or suffer as a result , investors’ right to know the identity of a company’s largest shareholders outweighed that.

23. Interview with Herbert Allen.

24. Nikhil Deogun , James R. Hagerty , Steve Secladow , and Laura Johannes , “Coke Stains , Anatomy of a Recall: How Coke’s Controls Fizzled Out in Europe , ” *Wall Street Journal* , June 29 , 1999.

25. Interview with Herbert Allen.

26. Ibid.

27. Through Project Infinity , partly cloaked in Y2K spending , Coca-Cola turned the soft-drink business into a technology-fed numbers game. In 1999 , the company hired 150 experts for worldwide implementation of SAP's programs. SAP , an acronym for Systems , Applications , and Products in Data Processing , provided business software solutions for process redesign in supply-chain management , customer-relationship management , and resource planning.

28. Ivester did not respond to repeated requests for interviews.

29. Betsy Morris and Patricia Sellers , "What Really Happened at Coke , " *Fortune* , January 10 , 2000.

30. Interview with Sharon Osberg.

31. Betsy Morris , "Doug is It , " *Fortune* , May 25 , 1998 , and Patricia Sellers , "Crunch Time for Coke , " *Fortune* , July 19 , 1999.

32. This is Herbert Allen's version of the conversation. Buffett doesn't recall the exact details.

33. "They never sat down , never even removed their overcoats. In tones frostier than the air outside , they told him they had lost confidence in him." Constance L. Hays , *The Real Thing: Truth and Power at the Coca-Cola Company*. New York: Random House , 2004. Buffett and Allen dispute this version and say they sat down and removed their coats. But , they say , it was indeed a very short meeting , with no chitchat.

34. Had the board supported him , it would have left Nester a weakened CEO. He would also have been gambling that Allen and Buffett would not resign from the board , an instantly fatal blow. Allen and Buffett were also gambling that if Ivester threw himself on

the board's mercy and survived , it would not be for long.

35. Interview with James Robinson , former CEO of American Express and Coca-Cola board member.

36. KO stock dropped 14% in two days.

37. Betsy Morris and Patricia Sellers , “What Really Happened at Coke.”

38. Martin Sosnoff , “Buffett: What Went Wrong?” *Forbes* , December 31 , 1999.

39. Andrew Barry , “What's Wrong , Warren?” *Barron's* , December 27 , 1999.

40. Andy Serwer , “The Oracle of Everything , ” *Fortune* , November 11 , 2002.

41. Interview with Kathleen Cole.

42. Interview with Susie Buffett Jr.

43. Interview with Peter Buffett.

44. Interview with Howie Buffett.

45. Interviews with Howie Buffett , Peter Buffett , Susie Buffett Jr.

Chapter 54

1. Joe Lauria , “Buffett Bombs as High-Tech Funds Boom , ” *Sunday Times* (London) , January 2 , 2000.

2. The expected profit on the deal was 90%; i.e. , the premium covered odds that the lottery would hit 1 out of 10 times whereas in fact it was expected to hit less than 1 out of 100 times.

3. Every 10% change in KO was equivalent to 2.5% of BRK (a percentage that is representative over time) , but the stocks often traded almost in tandem—especially when there was bad news at Coca-Cola—as if BRK and KO were one and the same.

4. Beth Kwon , “Buffett Health Scrape Illustrates Power—or Myth—of Message Boards , ” *TheStreet.com* , February 11 , 2000. The story made the *Financial Times* say , “Warren Buffett may not be sick , but his share price is , ” in the “Lex” column , February 12 , 2000. *Financial Times* described the rap on Buffett not buying tech stocks as a “serious charge.”

5. Berkshire Hathaway press release; also see “Berkshire Hathaway Denies Buffett Is Seriously Ill;” *New York Times* , February 11 , 2000. The way that Buffett uses probabilities to describe things is one of his intriguing qualities; what if he had said that the rumors were 90% false?

6. Ed Anderson , “Thesis vs. Antithesis: Hegel , Bagels , and Market Theories , ” *Computer Reseller News* , March 13 , 2000.

7. Warren Buffett and Charlie Munger , “We Don’t Get Paid for Activity , Just for Being Right. As to How Long We’ll Wait , We’ll Wait Indefinitel , ” *Outstanding Investor Digest* , Vol. XIII , Nos. 3 & 4 , September 24 , 1998 , and “We Should All Have Lower Expectations —In Fact , Make That Dramatically Lower... , ” *Outstanding Investor Digest* , Vol. XIV , Nos. 2 & 3 , December 10 , 1999.

8. “Focus: Warren Buffett , ” *Guardian* , March 15 , 2000 (emphasis added).

9. Some commentators understood that the bubble was bursting but since the averages continued to move higher , the general perception was slower to change. Federal Reserve Chairman Alan Greenspan’s comments were seized on as reason for concern or relief , depending on the listener’s perspective. See Matt Kranz and James Kim , “Bear Stages Sneak Attack on Net Stocks , ” *USA Today* ,

February 16 , 2000; Greg Ip , “Stalking a Bear Market , ” *Wall Street Journal* , February 28 , 2000; “Technology Stocks Continue to Dominate , ” *USA Today* , March 2 , 2000.

10. E.S. Browning and Aaron Lucchetti , “The New Chips: Conservative Investors Finally Are Saying: Maybe Tech Isn’t a Fad , ” *Wall Street Journal* , March 10 , 2000. The *Journal* cited another investor as saying , “It’s like when the railroads started up and were changing the whole face of the nation.” Yes , it was much like that. Speculation in railroad stocks led directly to the financial panics of 1869 , 1873 , and 1901. The Erie railroad and Northern Pacific stock corners were only two episodes in the long history of colorful financial chicanery surrounding railroad stocks.

11. Gretchen Morgenson , “If You Think Last Week Was Wild , ” *New York Times* , March 19 , 2000. Another sign that the game was up: On March 20 , *Fortune* ran a cover story by Jeremy Garcia and Feliciano Kahn , “Presto Chango: Sales Are HUGE ! ” accusing many dotcoms of using accounting legerdemain to inflate sales—counting marketing expenses as sales , treating barter revenues as sales , and booking revenues before contracts were signed.

12. Interview with Sue James Stewart.

13. Buffett , who usually dealt with uncomfortable issues by joking about them , ended the 1999 Berkshire annual report (written winter 2000) by saying that he loved running Berkshire , and “*if enjoying life promotes longevity , Methuselah’s record is in jeopardy.*”

14. This is sort of an inside joke at Berkshire Hathaway.

15. David Henry , “Buffett Still Wary of Tech Stocks—Berkshire Hathaway Chief Happy to Skip ‘Manias , ’ ” *USA Today* , May 1 , 2000.

16. Buffett owned 14 million barrels of oil at the end of 1997 , bought 111 million ounces of silver , and owned \$4.6 billion of zero-coupon bonds as well as U.S. Treasuries. The silver represented 20%

of the world's annual mine output and 30% of the above-ground vault inventory (Andrew Kilpatrick , Of *Permanent Value: The Story of Warren Buffett: More in '04 , California Edition*. Alabama: AKPE , 2004) , purchased on terms to avoid disrupting world supply.

17. Interview with Sharon Osberg. The silver was at JP Morgan in London.

18. Buffett measures his performance not by the company's stock price , which he didn't control , but by increase in net worth per share , which he did. There is a link between these two measures over long periods of time. In 1999 , book value per share had grown only 1/2 of 1%. But for the acquisition of General Re , book value per share would have shrunk. Meanwhile , the stock market as a whole was up 21%. Buffett called it a fluke that book value had increased at all , pointing out that in some years it will inevitably decrease. Yet only 4 times in 35 years under Buffett , and not once since 1980 , had Berkshire done worse than the market by this measure.

19. James P. MiHer , "Buffett Scoffs at Tech Sector's High Valuation , " *Wall Street Journal* , May 1 , 2000.

20. David Henry , "Buffett Still Wary of Tech Stocks."

21. The Knight-Bagehot Fellows.

22. Interviews with Joseph Brandon , Tad Montross.

23. Interviews with Bill Gates , Sharon Osberg.

24. Amy Kover , "Warren Buffett: Revivalist , " *Fortune* , May 29 , 2000.

25. Interview with Bill Gates.

26. Berkshire Hathaway press release , June 21 , 2000.

1. Philip J. Kaplan , *F'd Companies: Spectacular Dot-com Flameouts*. New York: Simon & Schuster , 2002.

2. Purchase price not disclosed for these two acquisitions—but both were paid half in cash , half in BRK stock.

3. For \$570 million.

4. For \$2 billion; it became Berkshire's largest business outside the insurance operations (2000 BRK annual report).

5. For \$1 billion.

6. For \$1.8 billion cash and \$300 million in assumed debt.

7. For \$378 million.

8. At the end of 2000 , Berkshire had spent more than \$8 billion buying companies and still had \$5.2 billion in cash and cash equivalents , along with \$33 billion in fixed maturity securities and \$38 billion in stocks.

9. Berkshire Hathaway letter to shareholders , 2000.

10. Kilts joined Gillette after successfully turning around Nabisco , as only the second outsider in 100 years to run the company.

11. Interview with Susie Buffett Jr.

12. Interviews with Barry Diller , Don Graham , Susie Buffett Jr.

13. "Disney Scrambling to Play Spoiler Role , " *New York Post* , July 14 , 2001.

14. Marcia Vickers , Geoffrey Smith , Peter Coy , Mara Der Hovanseian , "When Wealth Is Blown Away , " *BusinessWeek* , March 26 , 2001; Allan Sloan , "The Downside of Momentum , " *Newsweek* , March 19 , 2001.

15. As of June 2001. From the *Industry Standard's* Layoff Tracker , along with the Dot-Com Flop Tracker and the Ex-Exec Tracker.

16. Buffett was not the only one concerned about the implication of this relationship. John Bogle , retired chairman of Vanguard , wrote of it in April 2001. However , he concluded that “some version of reality” had returned to the stock market. What made Buffett’s speech noteworthy was not use of this particular metric but rather his pessimistic projection of what it meant.

17. One of Buffett’s main points was that companies——many of which had been taking gains from surpluses out of their pension plans ——were irresponsibly using unrealistic rates of return assumptions and would have to adjust these to reality , which would show the plans to be less well funded or even underfunded.

18. Herbert Stein was an American Enterprise Institute fellow and former chairman of the Council of Economic Advisors under Richard Nixon , a member of the board of contributors of the *Wall Street Journal* , and an economics professor at University of Virginia. He is known for the quote “If something cannot go on forever , it will stop , ” and was father to financial writer and actor Ben Stein.

19. As quoted in “Buffett Warns Sun Valley Against Internet Stocks , ” *Bloomberg* , July 13 , 2001.

20. Vicente Fox worked for Coca-Cola for fifteen years , starting as a route supervisor in 1964 , then being promoted ten years later to president of its Mexican , and ultimately its Latin American , operations.

21. Interview with Midge Patzer.

22. Interview with Don Graham.

23. Dr. Griffith R. Harsh , IV , Director , Surgical Neuro-Oncology Program at Stanford University Medical School.

24. Interview with Kathleen Cole.

25. Interviews with Bill Gates , Peter Buffett , Howie Buffett.

26. Interview with Susie Buffett Jr.

27. Interviews with Susie Buffett Jr. , Don Graham.

28. Karlyn Barker , “Capacity Crowd Expected at Funeral; Schlesinger , Bradlee , Kissinger , Relatives Among Eulogists , ” *Washington Post* , July 22 , 2001.

29. Paul Farhi , “Close Enough to See: TV Coverage Captures Small , Telling Moments , ” *Washington Post* , July 24 , 2001; Steve Twomey , “A Celebrated Life: Thousands Honor Katharine Graham at the Cathedral , ” *Washington Post* , July 24 , 2001; Mary Leonard , “Thousands Pay Tribute to *Washington Post*’s Katharine Graham , ” *Boston Globe* , July 24 , 2001.

30. Karlyn Barker , “Capacity Crowd Expected at Funeral; Schlesinger , Bradlee , Kissinger , Relatives Among Eulogists.”

31. Libby Copeland , “Kay Graham’s Last Party: At Her Georgetown Home , A Diverse Group Gathers , ” *Washington Post* , July 24 , 2001.

32. The family sold the house shortly after Graham’s death.

Chapter 56

1. Interview with Herbert Allen.

2. “The Hut-Sut Song” by Horace Heidt. Words and music by Leo V. Killion , Ted McMichael , and Jack Owens.

3. The event benefited the Boys & Girls Clubs of Omaha , Omaha Children’s Museum , Girls Inc. , and the Omaha Theater Company for

Young People. Over ten years it raised approximately \$10 million.

4. Hamlish was the first person to win three Academy Awards at once , in all three music categories , for the song “The Way We Were” (with co-writers Alan Bergman and Marilyn Bergman) , the score to the movie *The Way We Were* (1973) , and the adaptation of Scott Joplin’s ragtime music for *The Sting* (1973).

5. Interview with Devon Spurgeon.

6. Buffett does not recall the specifics of this call but thinks it probably occurred. The source is Joe Brandon at General Re.

7. Grace Shim , “Warren Buffett , Others Speak About Terrorism at Omaha , Neb. , Event , ” *Omaha World-Herald* , September 12 , 2001.

8. Buffett recalled this , and said , “*I think somebody even may have bought a car just because they ran out of rental cars.*”

9. According to “Killtown’s: Where Was Warren Buffett on 9/11 ? ” (www.killtown.911review.org/buffett.shtml) , referencing rushlimbaugh.com from July 5 , 2005.

10. Interview with Bob Nardelli.

11. Interview with Tony Pesavento.

12. Buffett told the author this in 2001 , shortly after the terrorist attack.

13. The term “unforeseeable” as an explanation for large losses was virtually universal after 9/11 in the insurance industry.

14. Grace Shim , “Warren Buffett , Others Speak About Terrorism at Omaha , Neb. , Event.”

15. Interview with Susie Buffett Jr.

16. This initial estimate was revised to \$2.4 billion in the

December 31 annual report.

17. Charles R. Morris , *The Trillion Dollar Meltdown*. New York: Public Affairs , 2008.

18. Leading to reforms such as not allowing analysts to be compensated based on investment-banking work , and setting up “firewalls” between analysts and investment bankers.

19. For \$835 million.

20. For just under \$1 billion. Kern moved 850 million cubic feet of gas a day from the Rocky Mountains to Las Vegas and California.

21. This pipeline moved 4.3 billion cubic feet of gas per day. Berkshire bought it for \$928 million , after Dynegy had gotten it for \$1.5 billion when Enron went bankrupt and NNG was being held as collateral (both had assumed \$950 million of NNG’s debt). After MidAmerican’s two pipeline deals in 2002 , it transported 8% of the gas in the U.S.

22. Berkshire joined with Lehman and Citigroup to lend \$2 billion to Williams at a 20% interest rate.

23. Pre-9/11 , Munich Re and AXA struck a derivatives deal valued at \$50 million with Berkshire Hathaway Group to reinsure against an earthquake canceling 2002’s FIFA World Cup in South Korea and Japan. BRK would pay regardless of the actual cost of the loss , if the tournament was postponed or canceled because of an earthquake of a certain magnitude. Separately , after 9/11 , AXA pulled out of insuring the tournament , and on October 30 National Indemnity stepped in to insure it , allowing the World Cup to proceed.

24. Berkshire Hathaway letter to shareholders , 2007.

25. Interview with Frank Rooney.

26. Gifts of more than \$12, 000 are subject to this tax.

27. Source: IRS , Statistics of Income Division , March 2007; Joint Committee on Taxation , *Description and Analysis of Present Law and Proposals Relating to Federal Estate and Gift Taxation* , Public Hearing Before the Subcommittee on Taxation and IRS Oversight of the Senate Committee on Finance , March 15 , 2001.

28. In 2007 , over 8% of the federal budget , or \$244 billion , was interest on federal debt. That is almost exactly ten times the amount collected through the estate tax.

29. “I Didn’t Do It Alone , ” a report by Responsible Wealth , describes the role of public investment , family , colleagues , luck , and grace in creating wealth. Organizations like United for a Fair Economy publish research on tax fairness , as do organizations such as the libertarian Cato Institute.

30. “Defending the Estate Tax , ” *New York Times* , February 16 , 2001. In this article , Mr. Bush’s own director of Faith-Based and Community Initiatives , John DiIulio , told the *Times* that charitable contributions would likely decrease if the estate tax were repealed. “I don’t want to be the skunk at the picnic , ” he said. “But no , I don’t think the estate tax should be eliminated——modified , maybe , but not eliminated.”

31. See , for example , Melik Kaylan , “In Warren Buffett’s America...” *Wall Street Journal* , March 6 , 2001; John Conlin , “Only Individual Freedom Can Transform the World , ” *Wall Street Journal* , July 26 , 2001; Steve Hornig , “The Super-Wealthy Typically Do Not Pay Estate Taxes , ” *Financial Times* , June 15 , 2006; Holman W. Jenkins Jr. , “Let’s Have More Heirs and Heiresses , ” *Wall Street Journal* , February 21 , 2001.

32. Warren Buffett letter to Senator Ken Salazar , June 8 , 2001.

33. William S. Broeksmit , “Begging to Differ with the Billionaire , ” *Washington Post* , May 24 , 2003.

34. Daft had options to buy 650,000 shares , initially estimated as

worth \$38.1 million to \$112.3 million in 2015 , depending on how much the stock appreciated. He also got \$87.3 million in restricted stock awards , totaling 1.5 million shares. Henry Unger , “If Coca-Cola Chief Daft Fizzles , He’ll Lose Millions , ” *Atlanta Journal-Constitution* , March 3 , 2001.

35. The CEO-worker pay gap of 411-to-1 in 2001 was nearly ten times as high as the 1982 ratio of 42-to-1. “If the average annual pay for production workers had grown at the same rate since 1990 as it has for CEOs , their 2001 average annual earnings would have been \$101 , 156 instead of \$25,467. If the minimum wage , which stood at \$3.80 an hour in 1990 , had grown at the same rate as CEO pay , it would have been \$21.41 an hour in 2001 , rather than the current \$5.15 an hour.” Scott Klinger , Chris Hartman , Sarah Anderson , and John Cavanagh , “Executive Excess 2002 , CEOs Cook the Books , Skewer the Rest of Us , Ninth Annual CEO Compensation Survey.” Institute for Policy Studies , United for a Fair Economy , August 26 , 2002.

36. Geoffrey Colvin , “The Great CEO Pay Heist , ” *Fortune* , June 25 , 2001. A 2001 option grant later became the subject of controversy in the 2007 stock-option backdating scandal.

37. Warren Buffett , “Stock Options and Common Sense , ” *Washington Post* , April 9 , 2002.

38. Two other companies , Winn-Dixie and Boeing , had earlier started treating stock options as an expense. But they had nothing like Coca-Cola’s clout.

39. Warren Buffett , “Who Really Cooks the Books?” *New York Times* , July 24 , 2002.

40. Warren Buffett , Securities and Exchange Commission’s Roundtable on Financial Disclosure and Auditor Oversight , New York , March 4 , 2002.

41. Berkshire Hathaway letter to shareholders , 2002.

42. David Perry , “Buffett Rests Easy With Latest Investment , ” *Furniture Today* May 6 , 2002.

43. He didn’t really want her to come back either , although he looked tempted a few times.

Chapter 57

1. This portrait of Susie in the late 1990s and early millennial era is based on comments from more than two dozen sources who knew her well but cannot be identified by name.

2. Interview with Susan Thompson Buffett.

3. Interview with Howie Buffett.

4. Interest rates , which had been falling since 9/11 , hit a low of 1% in June 2003 and remained there until June 2004.

5. This is a shorthand description for investors’ limited risk aversion during this period.

6. In “Mortgage Market Needs \$1 Trillion , FBR Estimates , ” Alistair Bart (*MarketWatch* , March 7 , 2008) recaps a Friedman , Billings Ramsey research report that estimates that of the total \$11 trillion U.S. mortgage market , only \$587 billion was backed with equity—meaning that the average U.S. home had scarcely more than 5% equity. Before long , half of all CDOs would be backed by subprime mortgages (David Evans , “Subprime Infects \$300 Billion of Money Market Funds , ” Bloomberg , August 20 , 2007).

7. In *The Trillion Dollar Meltdown* (New York: Public Affairs , 2008) , Charles Morris explains that because the typical credit hedge fund was leveraged 5:1 , the 5% equity was reduced to 1%—a 100:1 leverage ratio , or \$1 of capital supporting \$100 of debt.

8. He used derivatives himself , but as a borrower , not a lender.

Therefore , if things went wrong , he did not have to collect from anyone else.

9. Part of Berkshire Re's reported profits since 2002 are derived from General Re.

10. Alan Greenspan gave a speech on May 8 at the 2003 Conference on Bank Structure and Competition where he voiced his opinion on derivatives. Ari Weinberg , "The Great Derivatives Smackdown , " *Forbes* , May 9 , 2003.

11. For example , he was called "The Alarmist of Omaha" by Rana Foroohar in *Newsweek* on May 12 , 2003.

12. Buffett lent \$215 million to Oakwood in debtor-in-possession financing. Through Berkadia (see note 13) , he bid \$960 million for Consec Finance. Berkadia representatives left before the auction was over , and were outbid by a consortium that offered \$1.01 billion. Berkadia objected to these proceedings and raised its offer to \$1.15 billion after it was over , but this effort was rejected by the bankruptcy court judge. The credit bubble for manufactured housing and subprime lenders like Consec deflated by 2004 , more than a year before the broader housing bubble peaked.

13. This deal resembled in some ways another deal he had done two years earlier , partnering with Leucadia National to form Berkadia LLC , which provided a \$6 billion secured five-year loan to the bankrupt FINOVA so it could pay down its debt.

14. In *First a Dream* , Jim Clayton recounts that Michael Daniels , an intern who had "tolerated" him through the six-month final edit of the book , got him to autograph a copy to give to Buffett. When he graduated and went to work for UBS , Daniels handed the book over to the next intern , Richard Wright , for delivery. "The Ballad of Clayton Homes" (*Fast Company* , January 2004) claims that the Claytons used Wright to send a message to Buffett.

15. In his memoir , Jim Clayton says people find it hard to

believe that he did not return Buffett's call himself. He says it never occurred to him to do so , and he and Buffett have never called each other about business. During the months that the deal was in negotiation and litigation , the author observed that Buffett dealt only with Kevin Clayton.

16. Interview with Kevin Clayton.

17. Jim Clayton , Bill Retherford , *First a Dream*. (Tennessee: FSB Press , 2002). The 2004 revised edition gives an account of Berkshire Hathaway's fight for Clayton Homes.

18. Buffett had spent only \$50 million in April to purchase PetroChina stock , but that brought Berkshire's ownership to \$488 million and over the limit that required disclosure to the Hong Kong Stock Exchange.

19. Buffett said he would buy foreign stocks under the right circumstances; e.g. , in the United Kingdom or a newspaper in Hong Kong. However , he did not spend time seriously studying foreign stocks until opportunities in the U.S. began to thin.

20. Warren Buffett , "Why I'm Down on the Dollar , " *Fortune* , November 10 , 2003.

21. From unpublished coverage of the 2003 Berkshire Hathaway annual meeting , courtesy of Outstanding Investor Digest.

22. A major advantage of the deal was Berkshire's access to and low cost of funds. With its AAA credit rating , it could borrow at a far lower rate than any other manufactured-home maker and thus not only survive credit droughts but make money under conditions where Clayton's competitors could not survive.

23. Speaking at the New York Public Library , June 25 , 2006.

24. Andrew Ross Sorkin , "Buffett May Face a Competing Bid for Clayton Homes , " *New York Times* , July 11 , 2003.

25. “Suit Over Sale of Clayton Homes to Buffett,” *New York Times*, June 10, 2003. Gray alleged that previous shareholder meetings electing directors had taken place without proper notice. In June the Delaware Chancery Court ruled that Clayton had technically not met the notice requirement, but since the meeting was so well attended by shareholders, the mistake was only technical and results of the meeting would not be overturned.

26. Jennifer Reingold, “The Ballad of Clayton Homes.”

27. At its peak before the death of Susan T. Buffett, the foundation spent \$15 million-\$30 million per year in total, mostly on reproductive rights.

28. If Buffett had paid dividends and used them for the donations, the whole point would have been moot.

29. Douglas R. Scott Jr., president, Life Decisions International, letter to Warren Buffett, September 26, 2002.

30. The number came from Cindy Coughlon, a Pampered Chef consultant who organized the boycott. Nicholas Varchaver, “Berkshire Gives Up On Giving: How a Pro-Life Housewife Took On Warren Buffett,” *Fortune*, August 11, 2003.

31. Compiled from various interviews.

32. Pro-life activists, according to the U.S. National Abortion Federation, have committed 7 murders, attempted 17 other murders, made 388 death threats, kidnapped 4 people, committed 41 bombings, 174 instances of arson, and 128 burglaries, attempted 94 bombings or arsons, made 623 bomb threats, committed 1,306 instances of vandalism, made 656 bioterror threats, and committed 162 instances of assault and battery. These numbers exclude stalking, hoax device/suspect packages, hate mail, harassing phone calls, trespassing, invasion, Internet harassment, and other less serious incidents. The pro-life movement’s activities have resulted in 37,715 arrests as of 2007. Most mainstream pro-life organizations

reject the terrorist wing of the movement , some vocally.

33. Berkshire Hathaway press release , July 15,2003.

34. Under Delaware law , only shareholders in attendance were eligible to vote on a recess.

35. Jim Clayton , Bill Retherford , *First a Dream*.

36. Interviews with Kevin Clayton and John Kalec , executive vice president and CFO of Clayton Homes.

37. The suit , filed on July 25 by Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach , LLP , initially claimed that Kevin Clayton had asked Janus Capital to continue to support the deal even though it had sold the stock. In court , no evidence of this was found and the case was dismissed.

38. Jennifer Reingold , “The Ballad of Clayton Homes.”

39. Jim Clayton cites these figures in *First a Dream* , indicating he could not confirm them.

40. Cerberus memorandum , “For Discussion Purposes , ” reprinted in Jim Clayton , *First a Dream*.

41. In a few instances , such as NetJets , private-company owners sold to him at lower prices than they could have obtained elsewhere because they wanted Berkshire as an owner.

42. Jim Clayton , Bill Retherford , *First a Dream*.

43. Interview with Kevin Clayton.

44. By 2006 , manufactured-home shipments had fallen to 117,510 units and were still declining at an average rate of 32% in 2007 despite a temporary bump in 2005 from Hurricane Katrina. (Source: Manufactured Housing Institute.)

Chapter 58

1. Interview with the Reverend Cecil Williams. Buffett participated in two live auctions for Glide before the first eBay auction.

2. Interview with Kathleen Cole.

3. Interviews with Kathleen Cole , Susie Buffett Jr.

4. Interview with Howie Buffett.

5. Interviews with Howie Buffett , Susie Buffett Jr.

6. Interview with Kathleen Cole.

7. Ibid.

8. www.oralcancerfoundation.org.

9. Oral Cancer Foundation.

10. Interviews with Kathleen Cole , Ron Parks.

11. Interviews with Marshall Weinberg , Walter and Ruth Scott , Lou Simpson , George Gillespie.

12. Interview with Susie Buffett Jr.

13. Adapted from John Dunn , “Georgia Tech Students Quiz Warren Buffett , ” *Georgia Tech* , Winter 2003.

14. Bob Woodward , “Hands Off , Mind On , ” *Washington Post* , July 23 , 2001.

Chapter 59

1. Interview with Susie Buffett Jr.

2. Interview with Stan Lipsey; Jonathan D. Epstein , “GEICO Begins Hiring in Buffalo , ” *Buffalo News* , February 11 , 2004.
3. Interviews with Peter Buffett , Howie Buffett , Susie Buffett Jr.
4. Peter and Susie also gave substantial amounts to the Buffett Foundation in their first two years.
5. Generally speaking , federal law governing foundations requires that foundations distribute or use a minimum amount of their assets regularly for their charitable purposes (approximately 5% of the fair market value of the private foundation’s investment assets).
6. At the time , Susie had about 35,000 shares in her own name , worth about \$2.8 billion , apart from what she might receive as part of Warren’s estate should he predecease her.
7. Chafes T. Munger , edited by Peter Kaufmann , *Poor Charlie’s Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*. New York: Donning Company Publishers , 2005.

Chapter 60

1. Interview with Kathleen Cole.
2. Interviews with Jamie Dimon , Jeffrey Immelt.
3. Berkshire Hathaway 2004 chairman’s letter , annual report.
4. Berkshire Hathaway letter to shareholders , 2006. Buffett had stated these criteria in private earlier.
5. Betsy Morris , “The Real Story , ” *Fortune* , May 31 , 2004.
6. Investors felt that Coke should move aggressively into noncarbonated drinks , but the company insisted that international growth in carbonated beverages—the highest-margin product—

was the only way to go. At \$50 , the stock was also still expensive at 24x earnings and 8.6x book value.

7. Coca-Cola Enterprises took a \$103 million charge for the European recall during Ivester's reign. In 1999 , Daft had to report the first loss in a decade and take a total of \$1.6 billion of charges. Then , in 1Q2000 , Daft reported Coke's second quarterly loss in a row—charges for massive restructuring/layoffs and a write-down of excess bottling capacity in India. In 2000 , Coke took more charges and cut its projection for annual worldwide unit case volume growth to 5% to 6% , from 7% to 8%. Coke revised its targets again after 9/11.

8. Suppose Berkshire demanded a special deal. On \$120 million of purchases , this might be worth , say , a dime a share , estimating liberally. Berkshire earned \$5,309 per A equivalent share in 2003. (The company doesn't present cents per share in its financial statements.) To a B shareholder , it would be 3/10 of a penny per share. It's very hard to make a case that an amount so small would incent Buffett to do something so contrary to Coca-Cola's interests as to force it to turn down a big contract with Burger King in order to keep selling Coca-Cola at Dairy Queen. That would be so even if Berkshire owned zero Coca-Cola stock. The problem with the ISS approach was its absolutist checklist approach that applies no reasoning and proportionality.

9. CalPERS also opposed the election of Herbert Allen , former U.S. Senator Sam Nunn , and Don Keough because of their business relationships with the company.

10. Herbert Allen , "Conflict-Cola , " *Wall Street Journal* , April 15 , 2004.

11. Excerpts from a survey of corporate board members conducted by PricewaterhouseCoopers , as reported in *Corporate Board Member* , November/December 2004. PWC identified no comments or sentiment against Buffett.

12. Deborah Brewster , Simon London , “CalPERS Chief Relaxes in the Eye of the Storm , ” *Financial Times* , June 2 , 2004.

13. Interview with Don Graham.

14. “Coke Shareholders Urged to Withhold Votes for Buffett , ” *Atlanta Business Chronicle* , April 9 , 2004.

15. In “The Rise of Independent Directors in the U.S. , 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices” (*Stanford Law Review* , April 2007) , Jeffrey N. Gordon concludes , “One of the apparent puzzles in the empirical corporate governance literature is the lack of correlation between the presence of independent directors and the firm’s economic performance. Various studies have searched in vain for an economically significant effect on the overall performance of the firm.”

16. This issue was resolved through a consent decree on April 18 , 2005 , in which the company did not pay a fine or admit wrongdoing but promised to clean up its internal audit , compliance , and disclosure systems.

17. The GMP International Union , which also spoke at the meeting.

18. Transcript , Coca-Cola shareholder meeting 2004 , courtesy of the Coca-Cola Company; Adam Levy and Steve Matthews , “Coke’s World of Woes , ” *Bloomberg Markets* , July 2004; interviews with several directors and company employees.

19. Transcript , Coca-Cola shareholder meeting 2004 , courtesy of the Coca-Cola Company.

20. Adam Levy and Steve Matthews , “Coke’s World of Woes.” The *New York Times* blasted Coke over severance payments to Heyer and other executives in “Another Coke Classic , ” June 16 , 2004. The criticism was not universal; the *Economist* said Isdell was “welcomed by investors and analysts as a safe pair of hands” (“From Old

Bottles , ” May 8 , 2004).

21. For example , Constance L. Hays , in *The Real Thing: Truth and Power at the Coca-Cola Company* (New York: Random House , 2004) , makes this inference.

Chapter 61

1. Interview with Tom Newman.

2. Interview with Kathleen Cole.

3. Ibid.

4. The author , too , has for some years sat in the managers' section , although she is not a shareholder.

5. This dinner , which was hosted by Morgan Stanley at the time , subsequently became a private event hosted by the author.

6. Courtesy Paul Wachter , producer , Oak Productions.

7. Tom Strobhar , “Report on B-H Shareholder Meeting , ” *Human Life International* , May 2004; “Special Report , HLI Embarrasses Warren Buffett in Front of 14, 000 Stockholders , ” July 2004. Mr. Strobhar has a curious history. After serving as a leader in the boycott against Berkshire that resulted in canceling the shareholder-contributions program , he wrote an editorial in the *Wall Street Journal* , “Giving Until It Hurts” (August 1 , 2003) , criticizing the shareholder-contributions program for being a clandestine way of “paying” Buffett (Notwithstanding that Berkshire made no corporate charitable contributions nor paid a dividend). Strobhar identified himself only as the president of an investment firm in Dayton , Ohio , omitting his role in the boycott and the fact that he was chairman of Life Decisions International. Strobhar went on in 2005 to found Citizen Action Now , an organization designed to fight “the

homosexual agenda” and for “an America free from the manipulation of homosexual groups.” On the website of his investment firm , he borrows Buffett’s reputation by advertising himself (as of November 2007) as “trained in the tradition of Ben Graham , the ‘father of security analysis , ’ whose students include Warren Buffet [sic] , ‘the world’s greatest investor.’... Like Graham and Buffett , Thomas Strobhar’s focus is on ‘value investing.’”

8. Excerpts from 2004 Berkshire Hathaway annual meeting are from notes of the author.

9. The Omaha Housing Authority bought the house for \$89,900.

10. Interview with Susie Buffett Jr.

11. Ibid.

12. Ibid.

13. Ibid.

14. Howard Buffett Jr. (Howie B.) , speaking at Susie’s funeral.

15. Interview with T. D. Kelsey.

16. Ibid.

17. Interviews with Al Oehrle , Barbara Oehrle.

18. Interview with T. D. Kelsey.

19. Interviews with Herbert Allen , Barbara Oehrle , T. D. Kelsey.

20. Interview with Susie Buffett Jr.

21. Interviews with Herbert Allen , T. D. Kelsey. According to the Oehrles , Herbert Allen , and Barry Diller , the rest of the guests remained in Cody for the weekend and turned the weekend , as best they could , into a sort of tribute to Susie.

22. Interview with Susie Buffett Jr.

23. Interview with Howie Buffett.

24. Interviews with T. D. Kelsey , Herbert Allen.

25. Interviews with Susie Buffett Jr. , Peter Buffett.

26. Interviews with Susie Buffett Jr. and Peter Buffett , who both said they found it comforting to have their mother with them in the plane.

27. Interview with Howie Buffett.

28. Interview with Sharon Osberg.

29. Interview with Susie Buffett Jr.

30. Interview with Devon Spurgeon , whom Susie Jr. called on her honeymoon in Italy. The author was also supposed to make this trip; Buffett's wish for emotional support from women was probably at an all-time high during this period.

Chapter 62

1. She left significant amounts of money to Kathleen Cole and Ron Parks , her longtime trusted caretakers and friends. She left her grandchildren and other people modest amounts , from \$10 , 000 to \$100, 000.

2. Interview with Tom Newman.

3. Interview with Howie Buffett.

4. Interview with Peter Buffett.

5. A. D.Amorosi , "In'Spirit,' tadtition Is Besieged by Modern Life , " *Philadelphia Inquirer* , May 23 , 2005.

6. Interview with Susie Buffett Jr.
7. Interview with Peter Buffett.
8. Interview with Sharon Osberg.
9. Interview with Charlie Munger.
10. Berkshire Hathaway annual letter to shareholders , 2005.
11. Charles R. Morris , *The Trillion Dollar Meltdown*. New York: Public Affairs , 2008.
12. Carol Loomis , “Warren Buffett Gives It Away , ” *Fortune* , July 10 , 2006.
13. Ibid.
14. Buffett could not resist: The note that accompanied Bertie’s letter containing this comment said , “*She’s still smarting about that a little bit.*”
15. Interview with Doris Buffett.
16. In installments beginning in 2006 , as long as either Bill or Melinda Gates is active in the foundation.
17. The first installment of 602,500 shares declined 5% a year in terms of shares thereafter. Buffett expected , as was reasonable , that the price of Berkshire’s stock would increase by at least 5% a year (through modest growth and inflation). Thus , the dollar value of the gifts was likely to remain level or even increase from year to year. During the year between the first gift and the second , Berkshire’s stock price went up 17%. The first 602,500-B-share distribution was worth \$1.8 billion , compared to the second 572, 375-B-share distribution worth \$2 billion. In June 2006 , BRK was trading at \$91,500 (B shares at \$3, 043).
18. As quoted in “The Life Well Spent: An Evening with Warren

Buffett , ” November 2007.

19. Bill Gates used the term “convenors.” This approach differs , for example , from annually funding a vaccine program , which requires a continuing investment without a permanent cure.

20. “The New Powers of Giving , ” *Economist* , July 6 , 2006; Karen DeYoung , “Gates , Rockefeller Charities Join to Fight African Hunger , ” *Washington Post* , September 13 , 2006; Han Wilhelm , “Big Changes at the Rockefeller Foundation , ” *Chronicle of Philanthropy* , September 8 , 2006; Andrew Jack , “Manna from Omaha: A Year of ‘Giving While Living’ Transforms Philanthropy , ” *Financial Times* , December 27 , 2006.

21. Interview with Doris Buffett. See Sally Beaty , “The Wealth Report: The Other Buffett , ” *Wall Street Journal* , August 3 , 2007.

22. Former President Jimmy Carter letter to Warren Buffett , October 18 , 2006.

23. The guinea worm enters the body through the drinking of tainted water , then grows up to three feet long and the width of a paper clip. The worm burns its way out through the skin by emitting an excruciatingly painful acid , emerging a few inches a day as sufferers wind it around a twig. They often seek relief by plunging into water , where the erupting worm releases a cloud of larvae to begin the cycle anew. The Carter Center and other nongovernmental organizations are tantalizingly close to wiping out the guinea worm.

24. Interview with Astrid Buffett.

25. After Susie’s death , both of her apartments in San Francisco’s Pacific Heights were sold , as was the Buffetts’ second house , “the dormitory , ” in Emerald Bay. Buffett kept the original house in Emerald Bay , which continues to be used by his children and grandchildren. He never goes there.

26. On December 12 , 2007 , major central banks began to

provide funding at terms longer than overnight , and began to auction funding against a broader range of collateral and with a broader set of counterparties. The Federal Reserve activated swap lines to help the other central banks provide liquidity in dollars to their markets.

27. Using the return on capital figure he achieved for shareholders through 2007 as a proxy , the author estimates that Buffett (not including Susie's shares) would have been worth between \$71 and \$111 billion by the end of 2007 had he continued to charge his "partners" fees. Susie's stake would have been worth another \$3 million-\$745 billion. The difference between the high and low range is the fee structure (Buffett's former 25% plus 6% interest on capital to all partners—the high number—vs. the 2%/20% structure of most hedge funds today—the low number). The calculation assumes that Buffett took out the equivalent of his 6% a year for living expenses , as he typically did while running the partnership. That amounts to \$1 million per year by 2007. His and Susie's (really Susie's) living expenses exceeded this by a wide margin; however , Buffett's personal investments—not part of Berkshire—also compounded at an astonishing rate and could (and did) fund Susie's lifestyle without further withdrawals from Berkshire.

28. Interview with Chafie Munger.

Afterword

1. Michael Santoli , "They've Got Class , " *Barron's* , September 10 , 2007.

2. E.S. Browning , "Stocks Tarnished by 'Lost Decade , '" *Wall Street Journal* , March 26 , 2008.

3. Warren Buffett letter to Nicole Buffett , August 10 , 2006.

4. Richard Johnson with Paula Froelich , Chris Wilson , and Bill Hoffmann , "Buffett to Kin: You're Fired! , " *New York Post* ,

September 7 , 2006.

5. This excludes approximately \$180 million of imputed investment income on the \$5.5 billion of General Re's cash that Buffett had transferred to National Indemnity and Columbia Insurance through intercompany reinsurance agreements. General Re estimated the effect on its return on equity at 150 basis points in each of 2005 , 2006 , and 2007.

6. The combination of underwriting profits and higher float produced a 20% return on average equity in 2006 compared to losses in earlier years. Gen Re grew its book value at an average of 12.8% since 2001 , bringing its capital to more than \$11 billion , compared to \$8.6 billion when it was acquired. General Re made a \$526 million profit from underwriting on premiums of about \$6 billion—compared to earlier losses of between \$1 and \$3 billion (depending on the year) on premiums of just under \$9 billion. Float had risen from about \$15 billion to \$23 billion on a 32% decline in premiums.

7. Joseph P. Brandon letter to Warren Buffett , January 25 , 2008.

8. Berkshire Hathway 2007 letter to shareholders.

9. HIH Royal Commission , *The Failure of HIH Insurance*. Australia: National Capital Printing , Canberra Publishing and Printing , April 2003.

10. Doug Simpson , "Search for Deep Pockets Widens in Reciprocal of America Case , " Unintended Consequences blog (doug simpson.com/blog) , March 3 , 2005; Timothy L. O'Brien , "Investigation of Insurance Puts Buffett in Spotlight , " *New York Times* , March 28 , 2005; Timothy L. O'Brien and Joseph B. Treaster , "The Insurance Scandal Shakes Main Street , " *New York Times* , April 17 , 2005; Marisa Taylor , "U.S. Dropped Enron-Like Fraud Probe , " *McClatchy Newspapers* , July 23 , 2007; Scott Horton , "Corporate Corruption and the Bush Justice Department , "

Harper's Magazine , July 24 , 2007.



律师查克·里克肖塞尔。



巴菲特穿着浴袍吹小号的样子。自从小时候在罗斯希尔小学的那次表演失败后，巴菲特就再也没有在公开场合吹过小号。



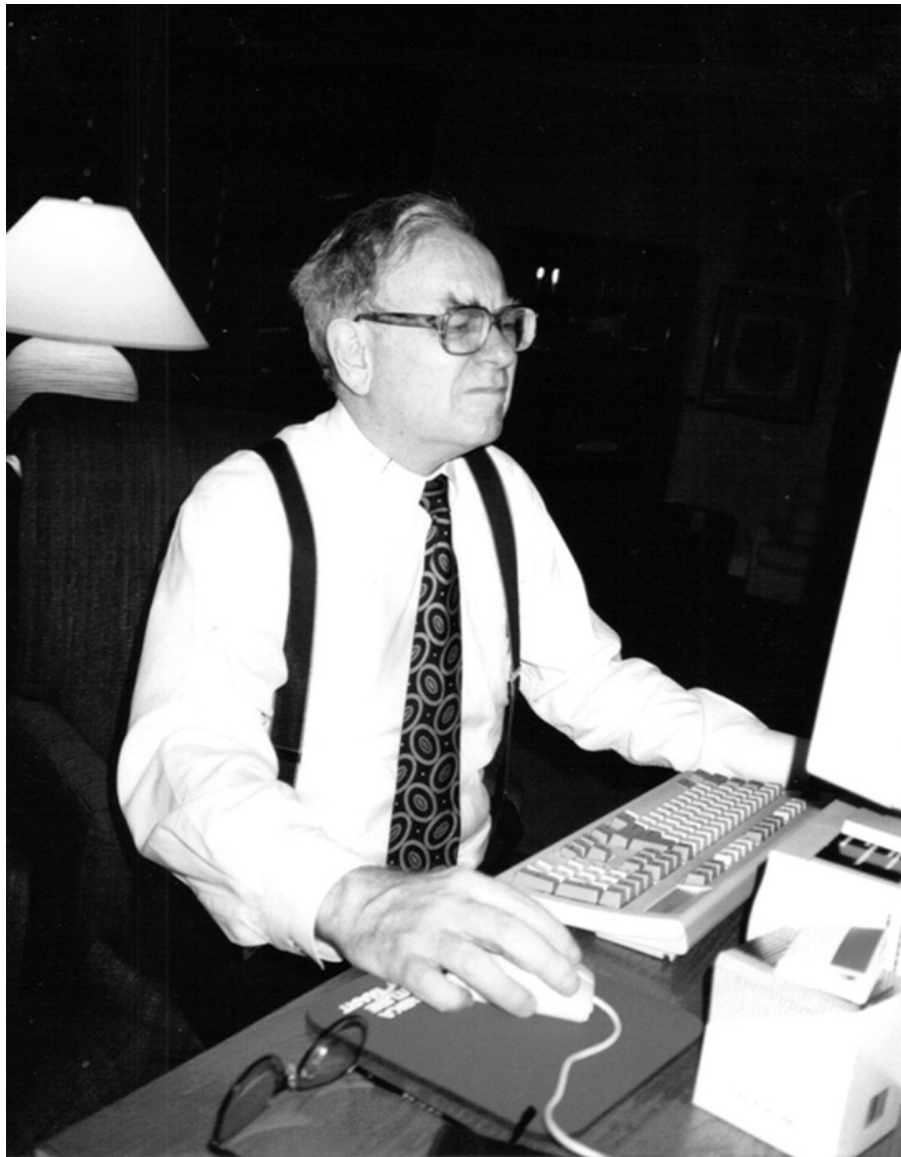
查理·芒格和他的孙子们一起看书。



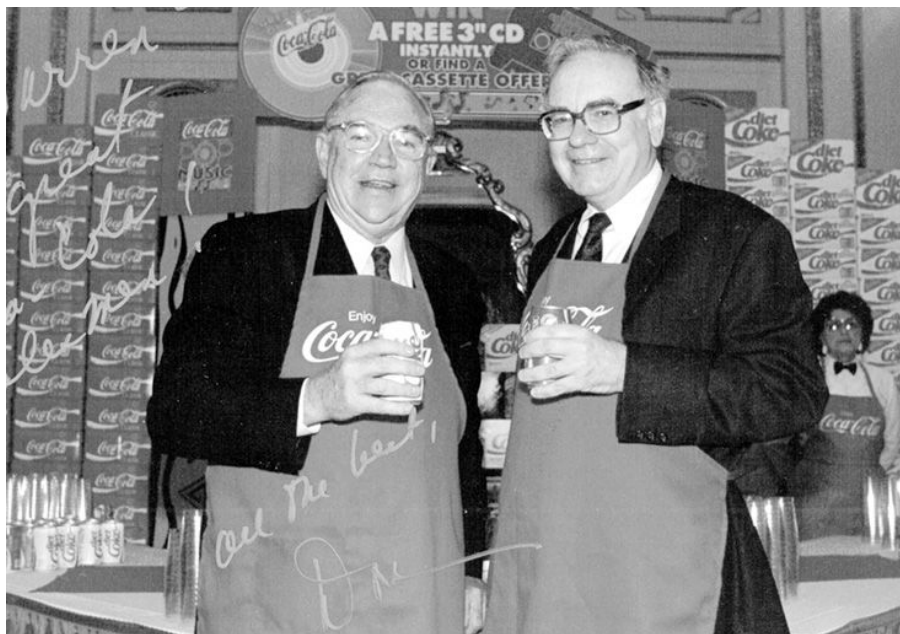
巴菲特和沙伦·奥斯伯格。1994年，在新墨西哥州阿布奎基的世界桥牌比赛中，巴菲特第一次参加桥牌比赛。他们本来已经进入决赛，但还是退出了，因为巴菲特当时精疲力竭，不能继续比赛。世界桥牌联合会为此非常震惊。



1991年7月，巴菲特和比尔·盖茨在盖茨家位于华盛顿胡德运河的小别墅第一次见面。



1993年，巴菲特第一次接触计算机鼠标。一副“大胆无畏”的样子，沙伦·奥斯伯格如是说。



巴菲特和可口可乐总裁唐纳德·基奥。



与儿子豪伊和儿媳德文在一起。霍伊与德文于1982年结婚。



1993年复活节，比尔·盖茨和女友梅琳达去巴菲特的波仙珠宝店挑选订婚戒指。



巴菲特一生的好友比尔·鲁安，2005年去世。



1996年5月，沃伦和阿斯特丽德一道参加彼得·巴菲特和珍妮弗·海尔的婚礼。



芒格和巴菲特在伯克希尔-哈撒韦股东大会上回答问题。



巴菲特在太阳谷开高尔夫球车，苏珊和凯瑟琳·格雷厄姆坐在上面，把命交给了沃伦。



巴菲特和朋友黛安娜·冯·弗斯腾伯格、赫伯特·艾伦、巴里·迪勒在太阳谷。



从右到左依次是：可口可乐首席执行官罗伯托·戈伊苏埃塔、比尔·盖茨和沃伦·巴菲特。1997年他们在唐纳德·基奥主持的一次座谈会上，席间盖茨说巴菲特都认为可口可乐比科技公司容易经营，这冒犯了戈伊苏埃塔。



苏茜指着父亲背上不引人注目的棒球服编号——1/16，因为股票曾一度使用“极小”的单位定价——1/16美元。



沃伦和他的姐姐多丽丝及妹妹伯蒂（左）。



沃伦全神贯注于桥牌比赛。1989年，他代表美国社团桥牌组决战美国国会桥牌组。



巴菲特和好朋友凯瑟琳·格雷厄姆。



1994年，巴菲特在比尔·盖茨夫妇的婚礼上致辞。



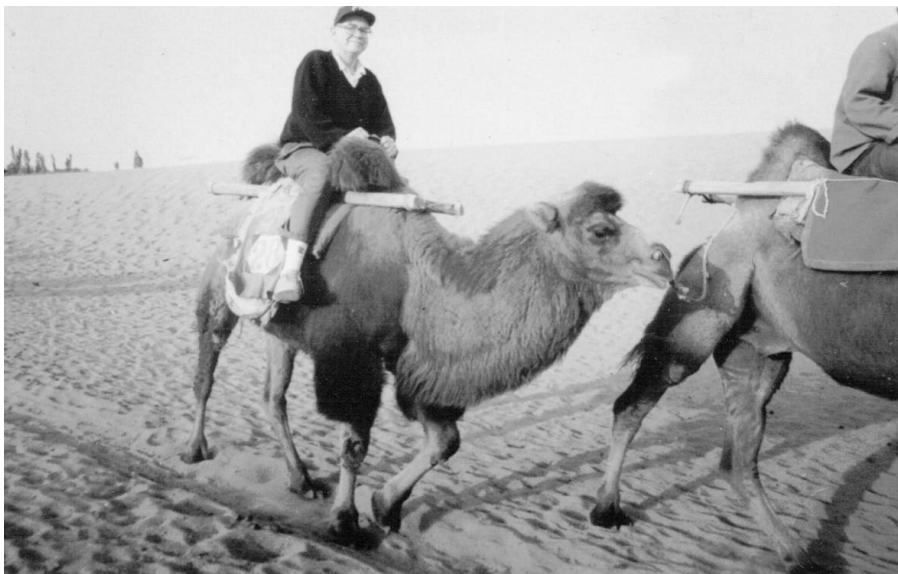
在1998年同比尔·盖茨一起度假时，巴菲特试图接通卫星电话。



1995年原格雷厄姆集团再相聚。左起：巴菲特、汤姆·纳普、芒格、罗伊·托尔斯、桑迪·戈特曼、比尔·斯科特、马歇尔·温伯格、沃尔特·施洛斯、埃德·安德森、比尔·鲁安。



1997年沃伦和苏珊穿着米奇与米妮服装出现在大都会/美国广播公司的活动中。



1995年，巴菲特正在进行他的第一次中国之旅。



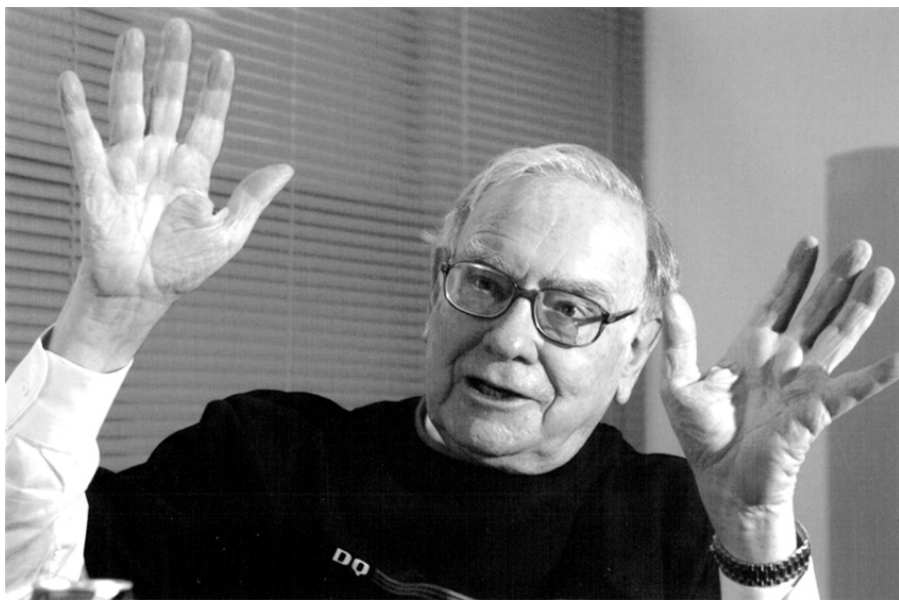
2004年2月20日，巴菲特和美联储主席艾伦·格林斯潘出席奥马哈地区商会。



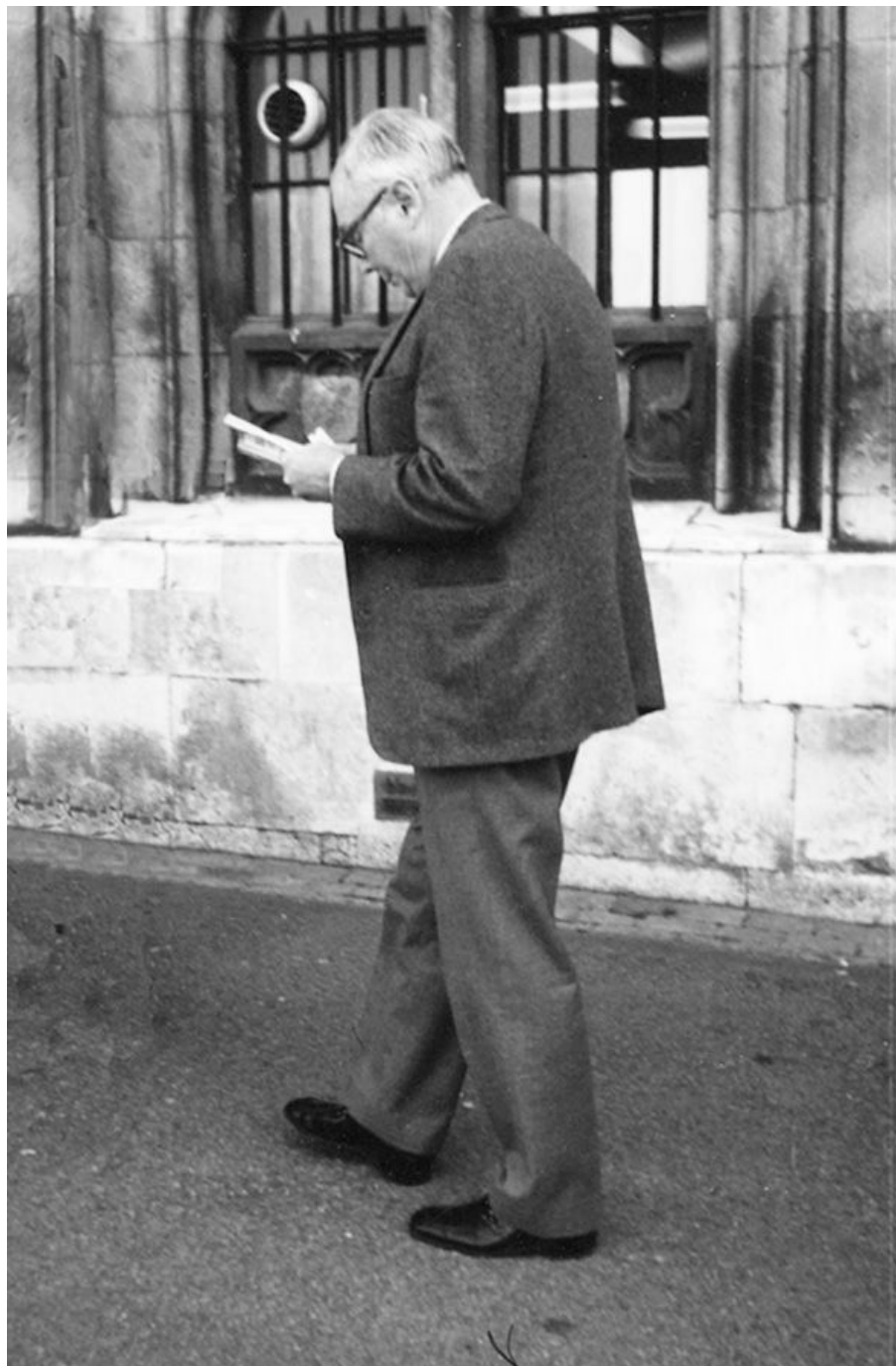
巴菲特在Jean Naté慈善活动中说明橄榄球运动的优势。



2004年7月沃伦和苏珊紧紧相依，在苏珊的口腔癌手术恢复后参加的一次公开活动中。



巴菲特于2005年1月在GEICO位于纽约州阿姆斯特特的新办公室表达自己对GEICO的感情。



查理·芒格在一边走路一边看书。



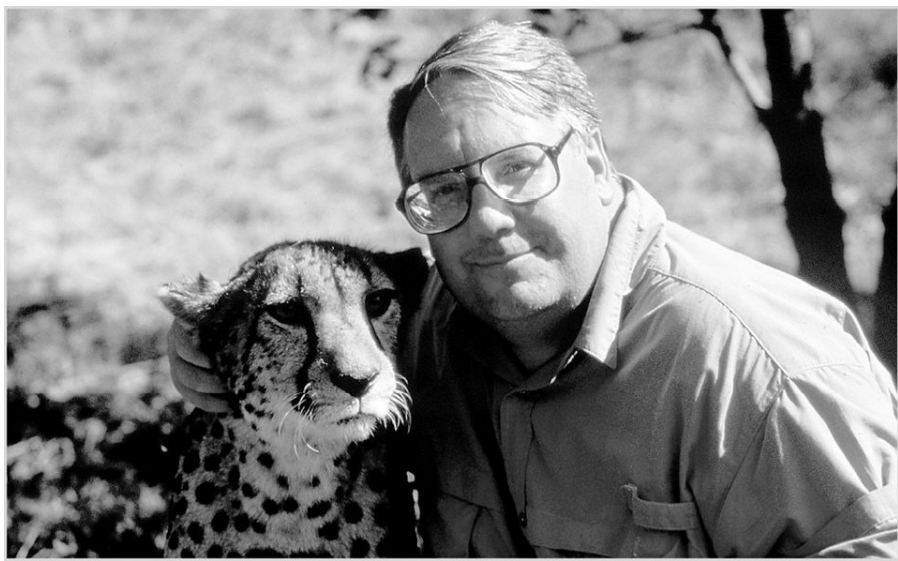
2006年12月于奥马哈，巴菲特和美国前总统比尔·克林顿在女子公司的资金筹集活动中。



巴菲特和朋友沙伦·奥斯伯格。



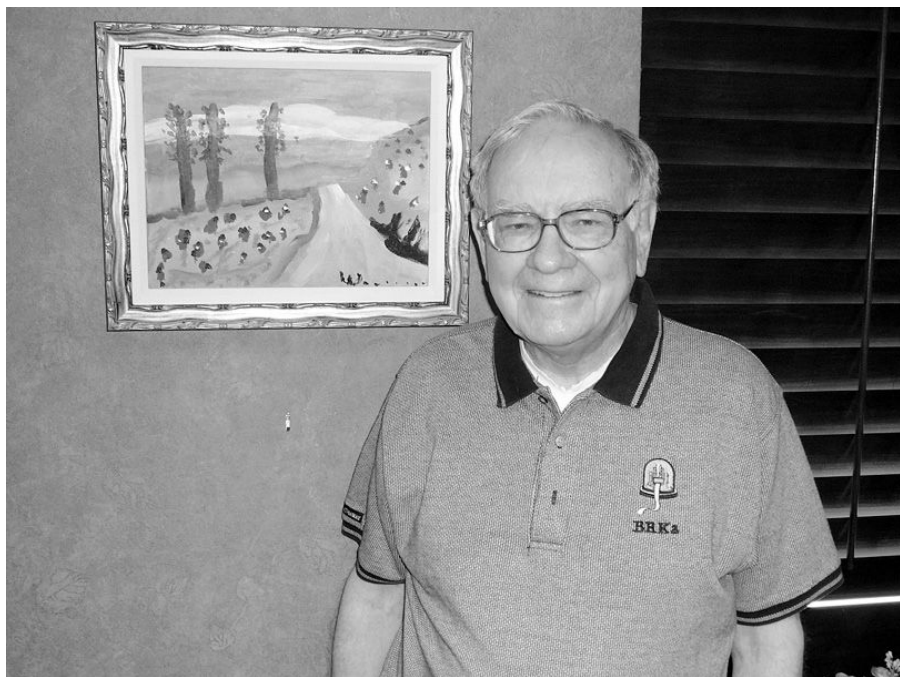
1998年，巴菲特和盖茨父子。



被猎狗咬过，被北极熊追过……摄影师兼自然资源保护主义者豪伊·巴菲特致力于野生动物保护工作。

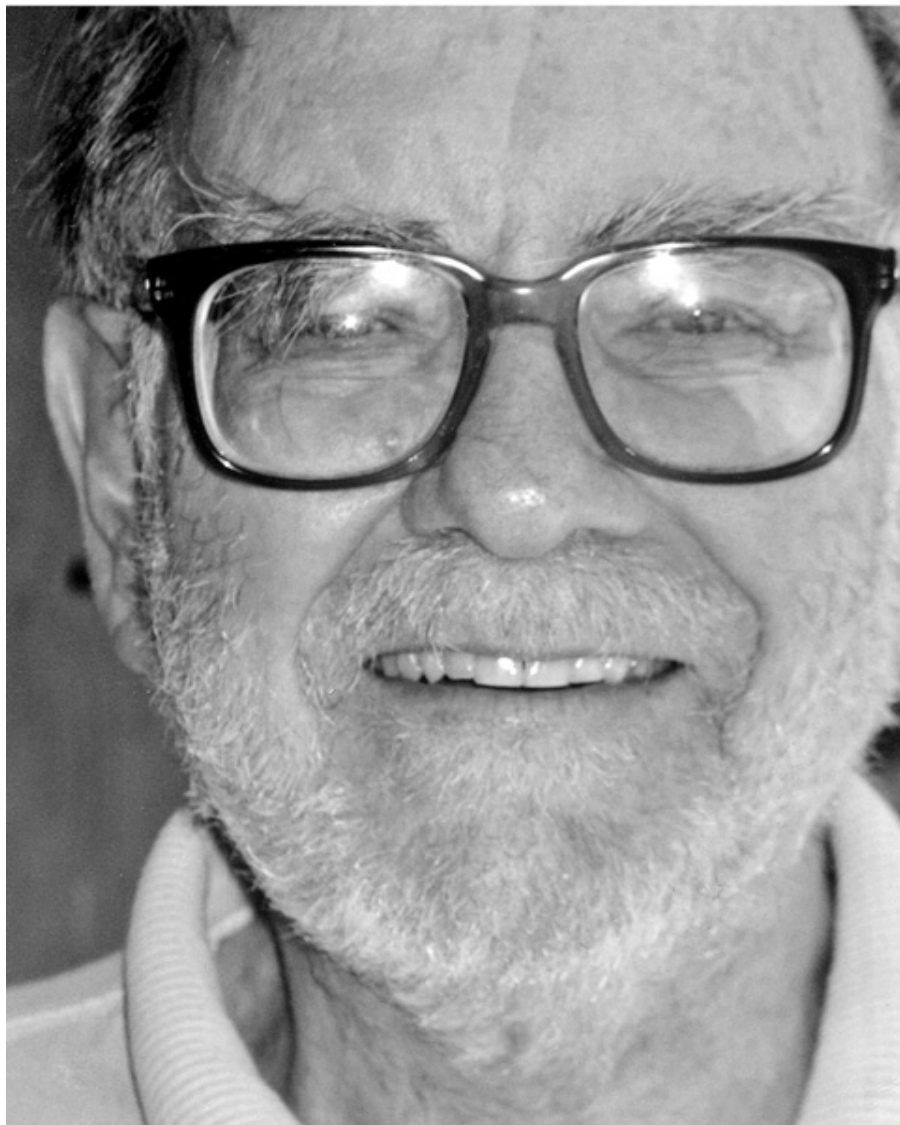


巴菲特75岁的生日聚会，在沙伦·奥斯伯格和大卫·史密斯的家中。巴菲特和盖茨努力学习山水画。下面一张是巴菲特站在自己完成的作品前面拍照。





沃伦、多丽丝和伯蒂再现儿时的照片，努力模仿当时的表情。



2000年手术后，巴菲特生平第一次留起了胡子。



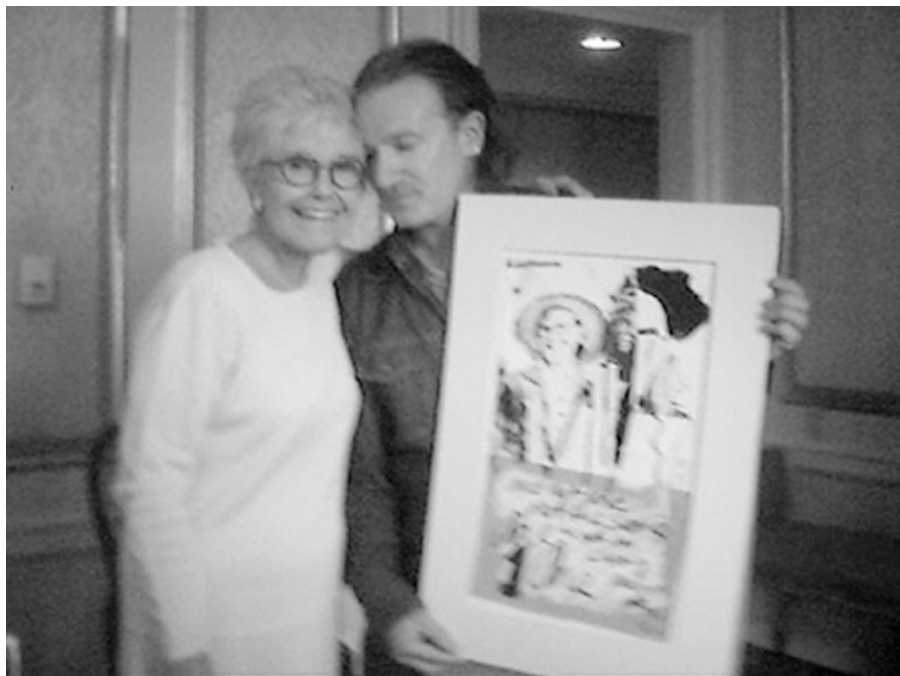
2002年9月，巴菲特和阿诺德·施瓦辛格在英国参加商业领袖奈特捷会议。



巴菲特在奈特捷公司的一次活动中采访旧金山啦啦队。



2005年8月30日，巴菲特在生日庆祝会上，败给要求和他一比高下的9岁乒乓球手邢延华。



2004年5月，博诺送给苏珊一副他自己创作的以苏珊为背景的U2歌词画作。后来，他说他们俩是“心心相印的朋友”。



2006年，巴菲特的朋友沃尔特·施洛斯在他90岁生日宴会上跳摇滚。



苏珊过世两年后，在2006年8月30日巴菲特生日的时候，沃伦和阿斯特丽德在苏茜家低调结婚，阿斯特丽德当时激动得泪流满面。



彼得·巴菲特的《魂——七度火苗》中的一个舞台镜头。这是一部关于寻找迷失身份的剧作。



2006年6月26日，比尔和梅琳达·盖茨与巴菲特度过了快乐的一天，这一天巴菲特宣布他将大部分资产捐给比尔和梅琳达·盖茨基金会。

图书在版编目 (CIP) 数据

滚雪球：巴菲特和他的财富人生·下（纪念版）/（美）施罗德（Schroeder, A.）著；覃扬眉，丁颖颖，张万伟，张春明，张艳云译. —2版.—北京：中信出版社，2013.7

书名原文：The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life

ISBN 978-7-5086-4040-2

I. ① 滚...II. ①施... ②覃... ③丁... ④张... ⑤张... ⑥张...III. ① 巴菲特，W.-生平事迹 ② 巴菲特，W.-股票投资-经验 IV. ① K837.125.34 ② F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字（2013）第110989号

滚雪球：巴菲特和他的财富人生·下（纪念版）

著者：[美] 艾丽斯·施罗德

译者：覃扬眉 丁颖颖 张万伟 张春明 张艳云

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

（CITIC Publishing Group）

电子书排版：张明霞

中信出版社官网：<http://www.citicpub.com/>

官方微博：<http://weibo.com/citicpub>

长赢投资系列

LIAR'S POKER

RIISING THROUGH THE WRECKAGE ON WALL STREET

《福布斯》
20世纪有影响力的
20部商业经典之一

说谎者的 扑克牌

华尔街的投资游戏

(畅销版)

◆ ◆ ◆ [美] 迈克尔·刘易斯 (Michael Lewis) ◆ ◆ ◆ 著

◆ ◆ ◆ 孙 忠 ◆ ◆ ◆ 译

中信出版集团

目录

序

第一章 说谎者的扑克牌

第二章 千万别提钱

第三章 学会热爱公司文化

第四章 成人教育

第五章 强盗兄弟会

第六章 肥胖的交易师和神奇的赚钱机器

第七章 所罗门食谱

第八章 从“基克”到人

第九章 《孙子兵法》

第十章 怎样才能让你更快乐？

第十一章 阔佬走背字

尾声

版权页

序

我是一名债券推销员，曾供职于华尔街和伦敦。我相信，同所罗门兄弟公司的交易师们一起度过的日子，使我有幸在那些塑造了一个时代的事件发生时，恰好处于旋涡中心的位置。交易师是制造快速死亡的杀手，而过去的10年里，这类快速死亡实在为数不少。另一方面，所罗门兄弟公司又是无可争辩的交易师之王。我在本书中所要做的则是，从我在所罗门兄弟公司交易厅座席上的所见所闻开始，描绘和解释那些赋予这个时代个性的种种事件和心态。有些情节取材于我本人，但是整个故事并不都是我自己的经历。只能说由于我所处的位置，我对那些自己没有赚到的钱和没有说过的谎话有一种感慨。

当时，一场现代淘金热正在形成。在此之前，还从来没有这么多24岁的毛头小伙子在这样短的时间里赚到这么多钱，这一切都是在华尔街和伦敦于10年的时间里完成的。它使市场经济关于投入产出的规律成为笑料。应当声明的是，我绝不讨厌钞票。相反，一般来说，我希望钞票越多越好。可是我再也不会像在那些年里一样，屏息期待奇迹的降临。这段经历只能算是一个惊人的例外，并不能威胁到久为人类历史所验证的关于投入与产出的预期规律。

应当承认，按照通行的标准，我是一个成功者。我赚了很多钱。公司里高管们经常说我总有一天会升到顶层与他们为伍。可我无意于此，很早的时候便已如此。讲这些是为了告诉读者，我的前雇主既不曾迫害我，也无意疏远我。而我之所以动笔写这本书只是因为自己一直有这样的想法：或许我应该做讲故事的人，而不是依旧生活在故事当中。

第一章 说谎者的扑克牌

玩家的规则如同西部牛仔决斗一样。交易师必须面对各种挑战，绝不能退缩。约翰·梅里韦瑟现在别无选择，恰恰就是因为这一规则——他自己制定的规则。他很清楚，这一切愚蠢至极。对他来说，眼前根本就不存在胜局。如果他赢了，古特弗罗因德不会高兴，这绝不是值得庆幸的结果。但是，如果他输了，100万美元也就飞走了。

俗话说：“华尔街一头挨着河，另一头挨着坟墓。”

这句话很精辟却并不完善，它遗漏了位于二者之间的幼儿园。

——小弗雷德·施韦德，《客户的游艇在哪里》

那还是在1986年年初的某个时期，正是我所在的所罗门兄弟公司开始走下坡路的头一个年份。我们的董事长约翰·古特弗罗因德走出了位于交易厅顶头的办公室，开始巡视。在交易厅里，每时每刻都有数十亿美元在交易师的手中面临风险，而古特弗罗因德只要在交易厅里走走，向交易师问上几个问题，就能够摸准此地的脉搏。他有一种邪了门儿的第六感，可以在危机尚未出现时预感到它。古特弗罗因德仿佛可以闻出钱正在赔掉的味道。

古特弗罗因德是神经饱受折磨的交易师最怕看见的人。他喜欢悄悄从背后让你大吃一惊，这让他觉得很开心，但你恐怕不会觉得好玩。在夹住两只听筒手忙脚乱试图挽回灾难的当口，你当然不会有功夫转过身去看他。你本来就无须如此。你可以感觉到他来了，因为你周围的那帮人突然像得了癲病似的忙活了起来。人人都做出一副忙得不可开交的样子，个个都把眼睛盯在你头顶的正上方。你会有一种冷彻骨髓的感觉，就好像知道有一头灰熊正在悄无声息地走近。头脑中骤然警铃大作：古特弗罗因德！古特弗罗因德！古特弗罗因德！

在多数情况下，我们的董事长只是安静地停留片刻，然后就走开了。你可能根本看不到他的人。有两回我唯一的线索就是在我椅子边的地板上留下的粪状烟灰，它就好像名片一样。古特弗罗因德的雪茄烟灰比所罗门兄弟公司的其他老板留下的都要长，而且成形特好。我一向认为他抽的牌子比别人的贵很多，而这对他来说这只不过是毛毛雨，他从1981年所罗门兄弟公司的出售中获利4000万美元；1986年，作为公司

董事长，他又给自己发了310万美元的年薪，比华尔街上任何一位首席执行官都要高。

* * *

不过，在1986年的这一天，古特弗罗因德好像有点儿古怪。一扫往常那种让大家战战兢兢的架势，这一次他径直走向约翰·梅里韦瑟的桌子前，梅里韦瑟是所罗门兄弟公司的董事，也是公司里最优秀的债券交易师。他低声讲了几句，近处的几个交易师都竖起了耳朵。当时古特弗罗因德所说的话在所罗门兄弟公司被演绎为一个传奇故事，成为它内在标志的一部分。他说的是：“一手，100万美元，不反悔。”

一手，100万美元，不反悔。梅里韦瑟立刻就品出了其中的意味。这位“华尔街之王”（《商业周刊》曾经这样恭维古特弗罗因德）想玩一手“说谎者的扑克牌”游戏，赌注是100万美元。他总是在下午同梅里韦瑟和梅里韦瑟手下的6名年轻债券套利交易师玩这种游戏，并且常常输得一塌糊涂。有些交易师说古特弗罗因德简直不堪一击。持相反观点的也大有人在，他们无法想象无所不能的古特弗罗因德也会出局，辩解说输掉游戏正是他的本意。真相究竟如何只能是一个谜了。

这一次，古特弗罗因德的挑衅最吸引眼球的是赌注的额度。一般来说他下的注不过几百美元。100万美元？闻所未闻。最后三个字“不反悔”意味着输家将要忍受极大的痛苦，但又不能嘀咕、呻吟和怨天尤人，只能一屁股坐下，独自品尝亏空的滋味。但是，为什么要这样做呢？他要达到什么目的？为什么单挑上梅里韦瑟而不是别的级别稍低的经理？这不是鲁班门前弄大斧吗？要知道，梅里韦瑟可是“游戏之王”，是所罗门兄弟公司交易厅里玩“说谎者的扑克牌”游戏的顶级高手。

可是另一方面，你在交易厅里将会学到的一手就是，像古特弗罗因德这样的赢家总是有理由的，虽然这些理由有点儿强词夺理，但至少他们在心里头有一个想法。我不是古特弗罗因德肚里的蛔虫，不知道他真实的想法，但我知道在交易厅里每个人都玩赌博游戏，他也知道，而且死乞白赖地想跻身其间。我想古特弗罗因德当时只是为了炫耀自己的勇气，就像从高高的台子上向下跳水那样。还会有人比梅里韦瑟更合适的人吗？此外，梅里韦瑟恐怕也是整个交易厅里唯一的既有胆量也有本钱放手一搏的人。

为了说清当时的情景，有必要再提示一些背景资料。约翰·梅里韦瑟在他的职业生涯里已经为所罗门兄弟公司赚了几个亿。他有一种不露声色的超常本领，这种能力在普通人身上极为罕见，但对交易师而言则至为宝贵。绝大多数交易师的言谈举止就暴露出来他们是赢钱还是亏钱——时而趾高气扬，时而垂头丧气。但是，你永远也猜不透梅里韦瑟的心思。我想，他拥有不可思议的控制力，能够压制住两种往往会摧毁交易师的脆弱情感——恐惧和贪婪。在狂热追求私利的人群中，这一点尤为可贵。所罗门兄弟内部有许多人认为他是华尔街上最优秀的交易师，在谈到他时，人们一贯用的都是敬畏的口气，“他是这里最出色的”，“他是最了不起的风险承担者”，或者“他是玩说谎者的扑克牌的高手”。

梅里韦瑟被他手下的年轻交易师们奉若神明。他们的年龄从25岁到32岁不等（梅里韦瑟自己已经接近40岁了），绝大多数拥有数学、经济学或物理学的博士学位。可是，一旦加入了梅里韦瑟的交易小组，他们好像就忘掉了自己超然的知识分子的身份，全都变成了小学生，沉溺在“说谎者的扑克牌”里不能自拔。他们把它看成“咱们的”游戏，从而把它提升为一项严肃的活动。

在这个游戏中，约翰·古特弗罗因德向来都是局外人。虽说《商业周刊》将他列入封面人物并且冠以“华尔街之王”的封号，但对交易师们来说却不值一钱。从某种意义上说，这就是问题的关键。古特弗罗因德是“华尔街之王”，而梅里韦瑟却是“游戏之王”。当古特弗罗因德欣然接受媒体诸君的加冕时，你几乎可以听见交易师们脑子里的想法：蠢货们就喜欢抛头露面。公平地说，古特弗罗因德也是交易师出身，但这样讲就好比一个老妇人吹嘘自己年轻时如何靓丽迷人一样。

有时连古特弗罗因德自己似乎也无意否认，他热爱交易。同管理相比，交易行为的直截了当令人艳羡。你自己下注，且愿赌服输。如果赢了，从交易师直至公司最上层的头头脑脑都会羡慕你、妒忌你和惧怕你。这是顺理成章的，因为你控制着金钱。而管理人员，尽管同样有人羡慕、妒忌和惧怕，却不免心虚。管理人员并没有为所罗门兄弟公司赚到一分钱，从未在市场上承担过风险，只不过是交易师手中的人质。承担风险的是他们。每天他们都在工作中验证他们的优越感，因为他们在

风险世界中比别人更高明。公司的收入来自像梅里韦瑟这样的风险承受者，而他们能否赚到钱则并不取决于古特弗罗因德之流的意志。许多人认为，古特弗罗因德之所以向这位套利大师叫板，100万美元一手，无非是为了显示他也是圈子里的玩家。如果你打算炫耀自己，“说谎者的扑克牌”是唯一的选择。对交易师来说，这个游戏的意义非同一般。约翰·梅里韦瑟相信，“说谎者的扑克牌”同债券交易颇有异曲同工之处。它可以检验交易师的性格，它泄露了交易师的直觉。好的玩家也就是优秀的交易师，反之亦然。对此，我们全无异议。

游戏的玩法：一群人——少则两人，多则10人，围成一圈。每人拿一张美钞。这有点儿类似于“猜牌”游戏。每个人都竭力欺骗别人，让他们相信自己报出的美钞上的流水号。某个人开始“叫牌”。例如，他会说“3个6”。意思是说，每张美钞上的流水号里，包括他自己的在内，加起来至少包括3个6。一旦开叫，游戏就按顺时针次序往下进行。比如说开叫为“3个6”，那么叫牌者左首的玩家就可以有两种选择。他可以追加[有两种形式：牌序升高（3个7，3个8，或3个9）或增加数字的数量（比如4个5）]，或者选择“异议”。

玩家挨个叫牌，直至全体同意对某个叫牌的人表示“异议”。只有这时，玩家才能公开各自的流水号，也才能知道谁胜谁负。在这一过程中，玩家脑子里考虑的是概率。在一串（比如说总共40个）随机选择的流水号中出现“3个6”的统计概率会有多少？不过，对高手来说，数学问题倒不在话下，难点在于识破其他玩家的伪装。当每个玩家都学会欺骗和双向欺骗之后，游戏就变得格外复杂了。

这感觉有点儿像真刀真枪的交易，犹如比武之于战争。“说谎者的扑克牌”中的玩家自问的问题，在某种程度上就是债券交易师在交易过程中的自问。冒这样的风险是否明智？我为自己感到庆幸吗？对手的狡猾表现在哪里？他知道自己在做吗？如何利用他的疏忽？他为什么高叫，究竟是使诈，还是真的有强手牌？是为了引诱我叫出一手愚蠢的牌，还是他自己真的就有4个同号？每个玩家都在揣测别人的弱点、预见性和行为模式，以避免自己犯错。高盛公司、第一波士顿、摩根士丹利、美林，还有华尔街上的其他公司都在玩这种游戏，只是略有不同。但是，赌注下得最高的则是所罗门兄弟公司的纽约债券交易厅，这要归功于约翰·梅里韦瑟。

玩家的规则如同西部牛仔决斗一样。交易师必须面对各种挑战，绝

不能退缩。约翰·梅里韦瑟现在别无选择，恰恰就是因为这一规则——他自己制定的规则。他很清楚，这一切愚蠢至极。对他来说，眼前根本就不存在胜局。如果他赢了，古特弗罗因德不会高兴，这绝不是值得庆幸的结果。但是，如果他输了，100万美元也就飞走了。这恐怕要比惹恼老板更糟。虽说梅里韦瑟的成绩一向很好，但这次只玩一手牌，谁也没有把握，完全取决于运气。在交易厅里，梅里韦瑟的工作本来就是避免犯傻地下注，这次他也不例外。

“不，约翰，”他说，“要玩就玩真能让人心跳的。1000万美元，不反悔。”

1000万美元！谁听了都要咋舌。这回梅里韦瑟在游戏开始之前就用了“说谎者的扑克牌”的手法。显然，他是在使诈。古特弗罗因德不得不认真对待这一反建议。看上去他可能会乐于接受这一挑战。这毕竟是一场豪赌，仅仅想到这一点就足以令他心满意足。（有钱真好！）

话说回来，1000万美元在当时可是个大数目，即使在今天也是。如果古特弗罗因德输了，他的财产将会减少到只有3000万美元左右的水平。而他的太太苏珊，这时正忙于装修他们在曼哈顿的公寓，开支可能高达1500万美元（梅里韦瑟对此一清二楚）。此外，古特弗罗因德是老板，他自然不必理睬梅里韦瑟定下的规则。再说，也可能他根本就不知道有梅里韦瑟规则这回事。也许他的挑衅只不过是要试试梅里韦瑟的反应（结果把自己吓了一跳）。谁知道？不管怎样，古特弗罗因德看来不敢再玩了。他堆出堪称古氏特有的假笑说：“你疯了。”

“恰恰相反，”梅里韦瑟心想，“我的感觉从未这么好过。”

第二章 千万别提钱

投资银行家是一个完全不同的群体，他们是高人一等的交易制造者。他们拥有巨大的、几乎无法想象的才能和抱负，连他们的狗也比人家的叫得响。他们已经有了两部小巧的红色跑车，但还想再有两部。为了实现这一目标，他们虽然西装革履，却总是热衷于制造麻烦。

我想当一名投资银行家。如果你手上有1万只股票，我就来帮你卖掉它们。我可以赚好多钱，我会非常、非常喜欢我的工作，我会帮助别人，我会变成百万富翁，我会买一所大房子。这会让我快乐。

——明尼苏达州一个7岁小学生的作文，

题为《我长大了做什么》，写于1985年3月

1984年，我即将结束在伦敦经济学院的经济学硕士课程。就在这个时候，我接到了与王太后共进晚餐的邀请函，是我的一位远房表亲帮忙弄到的。几年前她不知道从哪里找了一个德国巨商结了婚。尽管一般来说我不属于那种经常有幸受邀在圣詹姆斯宫享用晚餐的人士，但是大亨的太太则绝不缺少这种机会。为了赴宴，我专门租了一条黑领带，然后坐上地铁欣然前往。正是这段意外的插曲开启了一连串不可思议的事件，最终促使所罗门兄弟公司同意给我一份工作。

邀请函上讲的是同英国王室进行一次近距离交往，这显然是夸大其词。有七八百名保险推销员参加了这次筹款大会。我们在大厅里四散开来，脚踩猩红色的地毯穿行在乌黑色的木椅中间，墙上挂着年深日久的王族肖像，好像走进了“杰作陈列室”。大厅里的这群人中有两位是来自所罗门兄弟公司的董事经理。而我之所以知道，只是因为我凑巧被安排在他们两位夫人中间就座。

两位董事中级别较高那位的太太是个美国人，她牢牢地掌控着这张桌子的局势，一待我们不再伸长脖子追着王族看，她就将我们的注意力拉回到谈话中。得知我打算找个活儿干并且有意进入投资银行业，她干脆把那晚余下的时间变成了一次面试。经过将近1个小时的刺激、考验、挑衅等让我坐立不安的折腾之后，她终于满意地罢了手。在核查了我24年生涯中所表现出的全部优点之后，她问我为什么不去所罗门兄弟

公司交易厅工作。

我试图保持冷静。我担心如果自己表现得过于兴奋，这个女人也许会醒悟自己犯了个错误。我最近刚好读了古特弗罗因德那句后来相当出名的话。他说，在所罗门兄弟公司交易厅里干，你必须充满自信，每天早上醒来都要准备“一口咬掉熊屁股”。我对她说，这听上去不怎么有趣。我还描述了我对在投资银行里工作情景的想象：宽敞的玻璃办公室，秘书，充裕的资金，经常同工商业领导人在一起举行会议。在所罗门兄弟公司内部的确有这样的工作岗位，就在公司金融部，但它们不受人青睐。尽管公司金融同证券交易与销售一起被称为投资银行业务，却是两类不同的业务。股票和债券在古特弗罗因德的交易厅里被买进卖出，这个乱糟糟的所在才是赚钱和承受风险的中心。交易师们既没有秘书也没有办公室，他们也没有机会和企业家们一起开会。公司金融部负责为借钱的公司和政府部门提供服务，后者被称为“客户”。比较而言，公司金融部是一个更为雅致、远离人间烟火的地方，因为他们不用拿钱去冒险，在交易师眼里他们是软骨头。但是，如果以华尔街以外的标准来看，在公司金融部上班仍不失为一份体面的工作。

我把自己的意思讲了出来，这位所罗门兄弟来的女士听后便不作声了。过了一会儿，她说，只有那些整天打扮得油头粉面的软脚蟹才会屈居公司金融部，拿那么一点儿可怜的工资。

这可真是当头一棒，我恨不得找个地缝儿钻进去。难道我愿意整天都待在办公室里吗？我成什么人了？傻瓜吗？

从谈话中我知道她不喜欢别人自作聪明，她喜欢别人向她请教。于是我问她是否有权向我提供一份工作。这个问题把我从尴尬中解救出来，她向我保证回家后会让她丈夫操办此事。

晚宴结束后，84岁高龄的王太后蹒跚着步出房间。我们——七八百名保险推销员、所罗门兄弟公司的两位董事和他们的太太，还有我，肃立着目送她出门。我一直以为那个门是后门，这时才醒悟，我们这些筹款人才是从后门进来的，就像送货的快递员。不管怎么说，王太后到底还是朝我们这边走来了。她身后跟着的男仆，身板笔直，像扫帚一样裹在燕尾服里，颈系白色领结，手拿一个银色托盘。在男仆身后是一个狗的队列，它们身形矮小，活像是大老鼠，据说这叫Corgis狗（威尔士矮脚狗）。英国人认为Corgis很聪明，有人告诉我，英国王室走到哪里都

离不开这种狗。

圣詹姆斯宫大厅里一片沉寂。当王太后走近时，保险推销员们弯腰鞠躬，仿佛虔诚的教徒。经过训练，Corgis学会了每隔15秒行一次屈膝礼，它们后腿交叉，老鼠样的肚子掉在地上。这个队列终于走到了终点。所罗门兄弟公司来的太太激动得面红耳赤，我也一样，但她肯定更激动一些。她希望别人注意自己，这很明显。在七八百名沉默的保诚保险公司的代理人面前，固然可以有很多种办法吸引王室的注意，但大叫大嚷始终不失为最可靠的手段，而这正是她打算做的。具体地说，她是这样喊的：“嗨，女王，你的狗可真不赖！”

我看到一大批保险推销员的脸色骤然发白。实际上他们的脸早就发白了，所以我可能是有点儿夸张。但接着就响起一片清喉咙的声音，他们都低头看自己的鞋子。只有王太后一个人仍然镇定自若，好像什么都没有听见。她沉着地走出房间，一步都没有走错。

在圣詹姆斯宫发生的这一幕里，来自两大高傲机构的代表互相给以颜色：王太后不露声色地化解了尴尬的场面，她的策略是视而不见；所罗门兄弟公司的这位太太则在直觉和紧张感的驱使下，以高声叫嚷的方式取得了某种力量上的平衡。在内心深处，我一向对王室倾慕有加，尤其是王太后。但是在这关键时刻，我发现所罗门兄弟公司，这个圣詹姆斯宫大看台上的浪荡子，同样对我产生了不可抗拒的吸引力。我说的是实话。在某些人眼里，他们低俗而又粗鲁，不值得交往，但却颇合我意。他们正是我心中所想的那类投资银行家。同时我也确信，在所罗门兄弟公司的文化氛围中熏陶出来的这位女士一定能够说服她的丈夫雇用我。

* * *

很快我接到她丈夫的邀请前往所罗门兄弟伦敦分公司，结识了在那里的交易厅工作的交易员和推销员。我喜欢这些人，我喜欢那种嘈杂的环境，但我还没有收到正式的录用通知，而且也没有参加复杂的面试考核。毫无疑问，我能够避开烦人的交叉考核程序，完全是那位太太信守诺言的结果，看来所罗门兄弟公司真的有意雇用我。但是，事实是没有人邀请我再去。

过了几天，我接到一个电话，问我能不能在早上6点30分到伦敦的

伯克利酒店与利奥·科比特先生共进早餐，后者是所罗门兄弟公司人事部的负责人，从纽约赶来。我自然回答说可以。于是我不得不勉为其难地在早上5点30分爬起来，穿上一身蓝色西服套装赶赴商务约会。但是科比特先生同样也没有给我工作许诺，他只是请我吃了一盘稀软的煎蛋。我们谈得不错，但却一直没有劲头，这位所罗门兄弟公司的人事主管看来是有意要同我作对。很明显，科比特打算聘用我，但这话他从未说出口。会面之后，我回到家里，脱下西服，躺在床上继续睡觉。

这一切让我困惑不已，直到我同伦敦经济学院的一位同学谈起此事后才算弄明白。此人渴望在所罗门兄弟公司里谋个职位，他告诉我下一步应该怎么做。据他说，所罗门兄弟公司从来不主动向别人提供工作邀请，万一被人拒绝，那岂不是太失面子了。所罗门兄弟公司只做暗示。如果它暗示我可能获得一份工作，那么我最好还是给纽约的利奥·科比特打电话，从他手里要来这份工作。

我依计而行，给科比特打了个电话，再次做了自我介绍，然后说：“我想告诉你我愿意干。”“欢迎你入伙。”他说，然后笑了起来。

这一招还真灵。下面该干什么了？他告诉我，我将在“公司”里举办的培训项目中开始自己的职业生涯，培训将于7月底开始。他说至少会有120名学员参加，其中绝大多数是从大学和商学院里招来的。然后他挂了电话。他没有告诉我薪水有多少，投资银行家们不喜欢谈钱，其原因我很快就会知道。

* * *

日子一天天地过去。我对证券交易还是一窍不通，也就是说，我对公司知之甚少，因为所罗门兄弟是华尔街公司里交易师权势最大的公司，整个公司可以说由他们在经营。我的知识全都来自书本，那上面只说所罗门兄弟公司是世界上最赚钱的投资银行。这也许是真的，而要在这种公司里谋个职位可真不是件令人愉快的事。在经历了初期的兴奋之后，我又有了一点怀疑我是否渴望交易厅里的生活了。我犹豫着是不是应该考虑去公司金融部工作。如果不是环境所迫，我可能早就给利奥（我们两人之间已经到了直呼其名的程度）写信了，我要告诉他自己不希望加入一个这么快就决定吸纳我的“俱乐部”。而所谓环境所迫，就是我没有别的地方可去。

我决定咽下心中的这份不快，一份轻慢你的工作总比失业强。此外，如果不抓住这次机会，申请加入所罗门兄弟公司的交易师队伍还会遇到许多别的障碍，如没完没了的面试（那一年共有6000名申请者）。在后来与我一起共事的那批申请人中，绝大多数在面试过程中受到过粗暴的对待，一肚子苦水，而我身上却找不出一块伤疤。与他们相比，我对自己的顺利不由得怀有一种负罪的感觉，唯一可讲的故事就是在圣詹姆斯宫目睹所罗门兄弟公司的人骚扰英国王室。

* * *

好吧，我承认。我之所以紧紧抓住所罗门兄弟公司抛来的彩球不放，实在是因为我早已见识过在华尔街求职的黑暗面，再也不想重温噩梦了。

1981年，也就是在圣詹姆斯宫那一幕发生之前3年，我还是大四学生，那年我曾向一家银行求职。在华尔街，我还从未见过人们像在看我的简历时那样意见高度一致。事实上，有些人干脆笑出了声。有几家大银行的代表说我缺乏商业直觉，我猜想，这不过是我注定将一生清贫的一个委婉说法。我的反应一向不够敏捷，而这次则是最敏捷的。我还回忆起我无法想象自己穿上西服套装的样子，同样，我也从未见过一个金发的银行家。我见过的有钱人不是黑头发就是秃头，而我两者都不是，所以才会出现这样的结果。后来与我同在所罗门兄弟公司共事的人里边，有1/4是直接从大学中选出来的，他们都通过了考试，而我却失败了，我心里一直为此纳闷。

在那个时候，我对证券交易几乎一无所知。像我这样的人并不是个特别的例外。如果说大四学生们曾听说过交易厅，他们也只是想当然地以为那只不过是拘束困兽的牢笼。在20世纪80年代，社会上出现的最大变化就是饱学之士放下自己的架子，改变了以往对待这类工作的傲慢态度，这一变化不仅发生在美国，也同样出现在英国。而普林斯顿大学1982届毕业生则是最后一批死抱着老观念不放的人。因此，我们都没有去申请交易厅里的工作。相反，我们一味想在低收入的公司金融部争位子。这份工作的起薪是每年2.5万美元，外加奖金。统算起来，大约是每小时6美元。它的头衔叫作“投资银行业分析师”。

“分析师”其实不做任何分析。他们只是一组公司金融专家的奴隶，这些专家负责美国公司新发行的股票和债券的谈判和文案事宜（注意，

不是交易和销售)。在所罗门兄弟公司里他们是底层里的最底层，从任何一种意义上，他们干的都是一种可怕的工作。每个星期花在复印、校对和收集无聊得让人喘不过气来的文件上的时间要超过90个小时。如果他们做得很出色，就会成为老板眼里的红人。

但这份荣幸可是不轻松的。老板们给他们欣赏的分析师配上寻呼机，以便随时随地能找到他们。一些最优秀的分析师上班后不过几个月就失去了正常生活的意愿。他们把全部身心都奉献给老板，自己忙得团团转。他们睡眠不足，面有倦色。他们工作得越出色，自己距离死神也就越近。1983年，添惠金融公司里一位极其成功的分析师（那时我曾嫉妒他的风光）曾经累到这种地步，大白天他去上厕所，竟然在洗手间里睡着了。他整夜地工作，周末也不休息，而且还因为没有做更多工作而内疚。事后他解释说自己便秘——他以为有人注意到他去了那么久。从定义上说，分析师的工作不会持续两年以上，接下来他们就该去读商学院。许多分析师后来承认，从大学毕业到进商学院之间的两年是他们一生中最难熬的一段日子。

* * *

分析师是他们自己的狭隘野心的囚犯。他们渴望金钱，循规蹈矩。他们渴望在同事们眼里树立成功者的形象。（我之所以告诉你们，只是因为我自己刚好幸免于难，而且不是出于自己的选择。如果我没有逃出来，今天肯定就不会在这里了，而是正像许多老朋友一样沿着晋升台阶奋力攀爬。）有一条可靠的发达之路，而且也只有这一条路，在1982年人人都看得出来：经济学专业出身，利用你的经济学学位在华尔街上谋个分析师的工作，再以分析师的职位为跳板考进哈佛或斯坦福商学院，然后又要开始为今后的生活谋划了。

从1981年秋到1982年春，我和同学们问得最多的问题就是：怎样才能当上华尔街的分析师？随着时间的推移，这一问题产生了惊人的后果。首先碰到的就是难过入门关。我可以举出一连串严峻的数字来说明。例如，在耶鲁大学1986年的1300名毕业生中，有40%的人向同一家投资银行，即第一波士顿银行递交了求职申请。我想，这一数据似乎透露出一种安全感。进去的人越多，他们越容易相信自己做出了聪明的选择。而在交易厅里，你学会的第一件事就是，如果有一大批人在追逐同一种产品，不论它是股票还是债券，抑或是追逐一份工作，那么很快就会发生估价过高的现象。不幸的是，在那个时候我连交易厅在哪里都

不知道。

对我来说，另一个不幸因素是令人困惑的经济学热。1987年，在哈佛大学选修经济学原理这门课的人多达1000人，分成40个班，10年来，注册人数增加了3倍。我大四那年，在普林斯顿大学，经济学破天荒地成了最受欢迎的科目。学经济学的人越多，经济学学位对于在华尔街找工作的重要性也就越大。

理由当然是很充分的。经济学满足了对投资银行家的最基本要求：投资银行家需要务实的人，愿意学以致用。

* * *

经济学如今已经变得越来越深奥，其论文经过精雕细琢，数学色彩越来越浓，实用价值却不高。其教学方法激发不起一丝想象力。我的意思是说，没有人会声称他们真的喜欢研究经济学，在投身其中的人身上，你看不到一丝忘我的热情。研究经济学像一种牺牲仪式。当然，我无法证明这一点。这只是一个大胆的断言，经济学称之为基于偶然性的经验主义。它来自我本人的观察，我的朋友们在研究经济学的过程中逐渐失去了生活的乐趣。我经常问那些打算进入银行业发展的同学为什么要学经济学，他们总是解释说经济学是最实用的学科，但他们所做的却是把时间花在画那些滑稽的图表上。当然，他们是对的，但那就更滑稽了。经济学确实是有用的，它能帮你找到工作。而借此找到工作的人，往往只是因为其可以证明他们是经济优先最狂热的信仰者。

投资银行家们还希望确认自己招募新人的程序天衣无缝，这也是任何一个排他性俱乐部的心愿。他们要确保只有合格的人选才能被吸收进来。这种极端的自负源于投资银行家们有能力掌握自己命运的信念。但是，我们将会看到，他们实际上却做不到。经济学背景让投资银行的人力资源经理得以比较申请人的学术记录。唯一令人感到莫名其妙的是，经济学理论（无论如何，这也正是人们指望经济系学生们应该知道的东西）在投资银行里一点儿用处也没有。事实上，这些银行家们是把经济学作为一般智力水平的考核标准。

在这样一种歇斯底里的气氛中，我却产生了反方向的偏执。我在普林斯顿大学有意不选经济学，部分原因是所有选经济学的人都是出于一些错误的理由。不要误会，我当然知道有一天自己也要谋生。可是，如

果不抓住这段难得的时间让那些真正令你激动的东西开阔自己的眼界，那就太可惜了。同样，不利用学校里其他专业的条件也是一种浪费。所以我选择了校园里最没有用的专业。艺术史与经济学毫无关联，没有谁想看到这门课程出现在自己的简历上。经济学专业的人告诉我，艺术史是“为那些从康涅狄格来的预科生开设的”。在他们看来，艺术史课程的主要作用是帮助经济系学生提高平均学分。他们到我们系里听上一个学期的课，然后所修学分就变成简历上平均分的一个来源。于就业前途无补的艺术史课程作为提高自我修养的训练本来应该成为教育的法定目标，可惜大多数人认为这种想法是过于天真了。而到了快要大学毕业时，上述想法更成了先见之明。一些同学对我明显表现出同情心，仿佛我是个废物或稀里糊涂许下了一辈子受穷之愿。当修道士可以有很多好处，但华尔街的通行证肯定不在其列。

* * *

选修艺术史并不是我遇到的唯一问题。在我的课程表里还有一门叫作“诗人的物理学”的科目。此外，我把调酒和高空延迟开伞的跳伞运动也当作一技之长写进了自己的简历。我是在美国南部乡村长大的，去面试之前几乎从来没有听说过投资银行家。我想在我家乡根本就不会有这种职业。

不过，从当时的情况看，华尔街似乎是个挺不错的地方。律师已经够多的了，想当医生又没那个本事，想办公司也没有资本。（我曾打算生产一种白布兜绑在狗屁股上，以防它们在曼哈顿大街上拉屎，连广告词都想好了——“扑通声没有了”。）更坦白地说，我是害怕错过那班快车，别人好像都已经占好了自己的位置，而我担心再也没有下一趟了。大学毕业之后该干什么，我心中本来也没有定见，而华尔街却肯出最高的价钱，即使我什么也不会干。我的动机并不光彩，可我不在乎。只要我能有希望找到一份工作，这种动机反而可以使我有心理上的优势。不幸的是我毫无希望。我的同学们为了进入华尔街牺牲了自己正规教育中最宝贵的时段，而我却没有做出任何牺牲。我变成了一知半解的艺术爱好者，一个穿白亚麻布套装的南方孩子误入了东北部预科学校毕业生们玩的打斗游戏里。

简短地讲，我对当一名投资银行家毫无准备。这一点在我1982年第一次面试时暴露无遗，那回的招聘单位是雷曼兄弟公司。为了争取面试的机会，我同大约50个学生一起在6英寸（15.24厘米）深的雪地里等着

普林斯顿大学就业办公室开门。整个冬天里，就业办公室门口就像迈克尔·杰克逊演唱会售票处一样热闹，各色学生整夜站在那里排队，希望能先拔头筹。开门之后，大家奋力冲了进去，把自己的名字挤进雷曼的面试时间表里。

可笑的是，虽说我对投资银行一窍不通，但我还是按自己的想象为面试做了一番准备。我记住了被普林斯顿大学在校生视为救命稻草的投资银行面试必备资料。首先，申请者不能是文盲。例如，在1982年，他们至少要知道这些词汇的意思：商业银行业、投资银行业、抱负、苦干、股票、债券、私募、合伙制，还有《格拉斯-斯蒂格尔法案》（*Glass-Steagall Act*）。

《格拉斯-斯蒂格尔法案》是美国国会颁布的。就像上帝把人类分为两性一样，这个法案把投资银行从商业银行之中分离出来。现在，投资银行的业务是承销证券，如股票和债券。而商业银行，比方说花旗银行，则经营存贷款业务。事实上，这一法案创造了整个投资银行业。据说它的颁布是世界历史上最重要的事件，至少别人是这样告诉我的。

《格拉斯-斯蒂格尔法案》同样把从业人员划入两个阵营。绝大多数人成了商业银行家。其实我对商业银行家同样一无所知，但人们告诉我商业银行家只不过是普通的美国商人，抱负也非常有限。他们每天都要借给拉美国家几亿美元的款项。但是，他们从不惹祸，对自己的上级言听计从，上级还有上级，最后是一个看不到头的等级制度。商业银行家与世无争。他们一般是已婚人士，开旅行轿车，平均有2.2个小孩，还养一条狗，每天6点下班回家时会把他的拖鞋叼给他。我们都知道，千万不要告诉一位投资银行家我们也向商业银行递交了求职申请，虽说有很多人已经这样做了，而且商业银行至少比较令人有安全感。

* * *

投资银行家是一个完全不同的群体，他们是高人一等的交易制造者。他们拥有巨大的、令人几乎无法想象的才能和抱负，连他们的狗也比人家的叫得响。他们已经有了两部小巧的红色跑车，但还想再有两部。为了实现这一目标，他们虽然西装革履，却总是热衷于制造麻烦。比如说，捉弄像我这样的大四学生就是他们的爱好——投资银行家称之为紧张的面试。当你应邀进入雷曼兄弟公司在纽约的办公室后，面试的第一道考题也许是要你打开窗户。办公室高踞43层之上，俯瞰着华尔

街，而窗户都被封死了。这种难题当然是有意而为之，主考官就想看看你按他的要求又拉又拽，大汗淋漓，直到最后瘫软下来，承认自己不行。或者，像传说中一个绝望的申请者那样，把椅子摔向窗户。

另一种制造紧张的手段是沉默。你走进面试的房间，坐在椅子上的入却一言不发。你跟他打招呼，他还是瞪眼。你说你是来求职的，他报以更长时间的凝视。你讲一个愚蠢的笑话，他摇了摇头继续盯着你。你开始心神不定，他却拎起一张报纸（如果拿起来的是你的简历，那就更糟了）从容不迫地读了起来。他在测试你控制会谈的能力。在这种情况下，也许把椅子掷向窗户是一个可以接受的做法。

我想当投资银行家，而雷曼兄弟是最好的公司。我想发财。

约见的日子到了，约见的时间也到了，我在面试房间的外面绞着两只汗湿的手，试图只想该想的事情（半真半假）。我匆忙点了一遍“装备”，就像宇航员升空前一样。我的强项：我是一个不断挑战自我的人，具有团队精神，有人缘等。我的弱点：工作过于卖力，在新组织中我将比以前更加卖力。

终于轮到我了。雷曼兄弟公司的面试是由两个人主持的。即使由一个人来考我也未必通得过，更不用说两个了。

令人庆幸的是，雷曼兄弟公司派到普林斯顿来的是一男一女，我不认识那个男的，但那女的可是普林斯顿毕业的，我认识她。我没想到会在这儿见到老朋友，也许我还有戏。

令人丧气的是，当我走进这个方盒子时，她既没有微笑，也没有做出任何认出我的表示。她后来告诉我说那些表示是非职业性的。我们握了手，她的表情冷得就像开场前的拳击手。然后她走向自己的角落，仿佛等着钟声响起。她穿着蓝色的套装，打着小领结，静静地坐在那里。她的同伴，一个年约22岁的方肩小伙子，手上拿着一份我的简历复印件。

他们两个人在投资银行业里的经历加在一起也不过两年。投资银行校园面试中最荒谬的地方就在于他们派来主持面试的人员中，有许多在华尔街的工作年限还不足1年，但他们倒是学会了华尔街的派头。他们最喜欢用的字眼就是职业化。坐直身子、用力握手、讲话干净利落、啜饮着一杯冰水，这就是他们所说的职业化。大笑和搔腋窝则是没有达到

职业化水准的表现。

我这位朋友和她的同伴可谓是职业化的标兵。在华尔街干了1年之后，他们已经面目全非了。7个月前我还看见她在校园里穿着蓝色牛仔褲和T恤衫，满嘴粗话，狂饮啤酒。也就是说，她是一个非常典型的学生妹。可今天她却成了另一个世界里的人，非我族类。

年轻男人在冰冷的金属桌子后面就座，开始考我。描述我们双方会面的最好方法就是尽我的记忆力还原我们之间的对话：

方肩小伙：你能说一下商业银行业和投资银行业的不同之处在哪里吗？

我：（在此时犯下了第一个错误，没有抓住机会吹捧投资银行家，尽情奚落商业银行家工作时间短、抱负心太小。）投资银行家承销证券，也就是股票和债券；而商业银行家只管发放贷款。

方肩小伙：简历上写着你的专业是艺术史。你为什么选了这样一个专业，你考虑过毕业后的工作吗？

我：（坚决站在普林斯顿大学艺术史系的立场上）呃，艺术史最令我感兴趣，本校的艺术史系是一流的。由于普林斯顿大学并不提供任何职业培训，我想我的专业选择对找工作不会有什么影响。

方肩小伙：你知道美国GNP（国民生产总值）的规模吗？

我：我不能肯定，大概是5000亿美元吧。

方肩小伙：（和那位我自以为是朋友的女人交换了一个意味深长的眼色）应该是大约30000亿美元。你知道，公司职位的每一个名额都有数百人应试。你要同许多经济学专业出身的人竞争。你为什么想做投资银行家？

我：（显然，诚实的回答应该是我不知道，但这话是万万不能说出口的。东拉西扯一番之后，我说出了自以为他愿意听的话）好吧，说真的，如果你穷追到底，那么我想当投资银行家是为了钱。

方肩小伙：这可不是一个好的回答。干这份工作意味着长时间的加班，除了金钱之外，你还得有更强有力的动机。不错，我们的报酬与我

们的贡献成正比，但是坦率地说，我们不鼓励唯利是图的人加入这个行业。到此为止吧。

到此为止？言犹在耳，但一切都已无法挽回，我穿着汗湿的衣服走出房间，眼看着下一个候选人走进那架“绞肉机”。我从未想到投资银行家对金钱抱有职业性的热爱居然是不被允许的。我一向以为当投资银行家也无非是赚钱谋生，这就像福特公司造汽车一样自然。只不过投资银行家拿的钱比分析师多，而这正说明他们更加贪婪。为什么这个雷曼兄弟公司来的家伙却因此勃然大怒？

一个最终考进雷曼兄弟公司的朋友后来跟我解释了这一点。“这是禁忌，”他说，“如果他们问你为什么想当投资银行家，他们其实是希望你大谈诸如挑战、做大单的狂喜以及同高智商人物一起工作的兴奋等等，但是永远永远别提钱。”

再学一个谎言不会费什么力气，相信它则是另一码事。从那以后，每当有投资银行家问我申请的动机时，我总是恰到好处地交上正确的答案：挑战、高智商同事和做大单的喜悦。我花了几年时间才说服自己，这一套不见得就是花言巧语（我想我甚至向所罗门兄弟公司董事的太太献上了这番说辞的某一种）。说什么钱不是唯一重要的，这是彻头彻尾的屁话。但是在1982年的普林斯顿大学就业办公室里，你总不能让真理挡住你的工作机会。我一边奉承银行家，一边对他们的伪善暗暗称奇。即使是在那段天真的日子里，又有谁会想到，在华尔街上，金钱的重要性固然是众所周知的，而当华尔街上的人同别处的人讲起时，金钱又成了另一回事。

当下我急需一种让我热血沸腾的感觉，以抚慰我的内心。从普林斯顿毕业后，我失业了（所罗门兄弟公司连面试的机会也没有给我）。第二年，我换了3个工作，似乎是证明当初银行家们拒绝雇用我是有理由的。我甚至毫不怀疑自己是自作自受。我只是不喜欢被捉弄。华尔街给我发来成堆的谢绝聘用函，我从中只学到了一点，那就是投资银行家们要么不喜欢诚实，要么就是用不着像我这样的人（不是说二者相互排斥）。问题是事先定好的，答案也不能出轨。对毕业生来说，成功的投资银行面试就像是在教堂里唱赞美诗，而面试失败就像是唱错了调子。雷曼兄弟公司的这次面试经验并不是我的个人体验，1981年后在数十所举行过投资银行面试的大学里，上千名学子也都深有体会。

不过，故事结局倒是令人开心——雷曼兄弟公司最后到底完蛋了。1984年年初，交易师和公司金融专家之间的纷争弄垮了这家公司。交易师一方获胜，但庄严的雷曼大厦经此一劫后元气大伤。高级合伙人们不得不拿着自己的帽子走进华尔街的老对手希尔森公司，后者买下了雷曼兄弟公司。雷曼兄弟的名字从华尔街的公司名单上永远消失了。在《纽约时报》上读到这个新闻时，我心想这可真是太好了。应该承认，这不像地道的基督徒的行为。至于雷曼兄弟的垮台是不是因为它不愿意承认赚钱的重要性，我不得而知。

第三章 学会热爱公司文化

华尔街已经快被股票和债券淹没了。在20世纪70年代末，也就是美国政治史和现代金融史上最放纵的年代刚刚开始的时候，所罗门兄弟公司是华尔街上最精通债券生意的一家投资银行：懂得怎样给债券估值，如何交易，应该向哪些客户兜售。

把自己变成野兽，也就摆脱了做人的痛苦。

——萨缪尔·约翰逊

我至今仍然清楚地记得自己第一天在所罗门兄弟公司上班时的情景。那天早晨，我在寒风中冻得瑟瑟发抖，长期养尊处优的学生生活已经令我难以适应谋职的艰苦了。说是说了几天，但真的到了要上阵的时候，浑身还是不由自主地打冷战，宛若梦中一般。当然，这也要怪我自己。公司上班时间是早上7点，但我特意起了个大早，这样在上班之前可以有时间逛逛华尔街，结果却是我被冻得发抖。这条街的一头曾有一条河，另一头连着墓地。在这两者之间的则是古老的曼哈顿：一条深而狭长的巷子，黄色的出租车在翻开的井盖、阴沟和垃圾间穿梭，闹出一片喇叭的喧杂。愁容满面、身穿西服套装的男人们从列克星敦地铁站蜂拥而出，走上弯曲的人行通道。身为有钱人，他们看上去并不快乐。他们好像过于严肃，至少比我想象的要严肃得多。我自己本来就身无长物，如同新的穷光蛋。奇怪的是，看到他们之后，我的心情反而好转，仿佛不是去上班，而是去领乐透彩票的奖金。

在伦敦时，所罗门兄弟公司曾致函通知，他们将为我提供一份MBA（工商管理硕士）的年薪（尽管我没有MBA学位）——4.2万美元，外加工作6个月后的6000美元奖金。那时我还很穷，4.8万美元年薪是一个令人无法拒绝的数字。考虑到当时英国的工资水平，所罗门兄弟的慷慨就更加令人印象深刻了。有一个家伙，已经当上了伦敦经济学院的资深教授，但在物欲方面仍然兴趣浓厚。他在听到我的薪水数目后眼珠子差点儿掉出来，喉咙里发出打嗝一样的咕噜声。他的收入只有我的一半。他已经40多岁了，在职业阶梯上已经爬上了最顶层。我只有24岁，事业刚刚起步。这个世界哪有正义可言，我真的是心满意足。

有人也许会问，为什么会有这么高的工资，不过当时我可没有多

想。所罗门兄弟公司是1985年全世界最赚钱的公司，至少这就是别人反复向我灌输的。我甚至懒得去核实。这是明摆着的：华尔街牛气冲天。而我们，则是华尔街上最赚钱的公司。

* * *

华尔街已经快被股票和债券淹没了。在20世纪70年代末，也就是美国政治史和现代金融史上最放纵的年代刚刚开始的时候，所罗门兄弟公司是华尔街上最精通债券生意的一家投资银行：懂得怎样给债券估值，如何交易，应该向哪些客户兜售。它在1979年几乎垄断了整个债券市场，唯一的例外就是垃圾债券，这是另一家公司——德崇证券公司的强项。稍后我们还会谈这家公司。但在70年代末和80年代初，垃圾债券还未成气候，份额很小，所罗门兄弟公司俨然是整个债券市场里的龙头老大。别的公司也无意同所罗门兄弟一争高下，这种生意油水有限，也谈不上多么受人尊敬。为公司募股才是最赚钱的，认识的公司首席执行官多，才是最受人尊敬的。从社交和财务两个方面来说，所罗门兄弟公司都还只是圈外人。

这些，都是我从人家嘴里听说的，也没有什么根据，只是传言而已。不过，所罗门兄弟公司的西德尼·霍默1977年3月在沃顿商学院做演讲时，底下的听众的确发出过一阵压抑不住的哧哧笑声。要知道，他是从20世纪40年代中期直到70年代后期华尔街上最出色的债券交易师之一。“我有一种挫败感，”霍默在谈到自己的职业时这样说，“在鸡尾酒会上，可爱的太太小姐们常常会聚拢在我身边打探我对市场的看法。可是，一旦她们听说我是搞债券的，马上就会悄然离开。”

此外，缺乏根据这一事实本身也颇能说明问题。纽约公共图书馆里有287本书名带有“bond”字样的图书，其中大多数是化学方面的著作。[\[1\]](#)除去那些罗列了大量科技词汇的科学著作之外，剩下的书名无非是《券场无战事》或《低风险的投资策略》等。换句话说，这种书不会让你爱不释手恨不得一口气读完。那些自认为有社会影响的人士总喜欢在身后留下只言片语，如逸事或回忆录，但是尽管在股票市场方面早已有了好几部著名的回忆录和一大堆奇闻逸事，债券市场人士却仍然秉持沉默是金的信条。在文化人类学家眼中，债券人士和亚马孙丛林深处未开化的部落没什么差别。

造成这种情况的部分原因是债券这一行里的从业人员受教育水平不

高。这也从反面证明了当初债券业务并不受人青睐。所罗门兄弟公司最后一次进行学历统计是在1968年，28个合伙人里有13个人没有念过大学，其中的一个甚至连八年级都没有毕业。在这群人中间，约翰·古特弗罗因德倒可以算是一个知识分子，虽说没考上哈佛，但毕竟还是从奥柏林学院毕业了（不过看不出有什么过人之处）。

* * *

在20世纪80年代华尔街史无前例的极盛时期，有关债券交易师大把赚钱的传闻数不胜数，其中最具神秘感也是最误导人的说法是，这些人勇于承担风险。在市场上，有些人的确要承担风险。应该说，所有交易师都要承担一些小风险。但是，绝大多数交易师做决策并不比操纵玩具更困难。那么他们的钱是从哪里来的呢？在这一问题上，最精彩的解释莫过于库尔特·冯内古特的观点了（奇怪的是，这段话本来是讲律师的发财秘诀的）：“总会出现这样神奇的一刻，某人已经准备好要交出一大笔财富，而那个即将接受这笔财富的人却还没有做好准备。这时，一位机敏的律师（在这里则是债券交易师）会迅速地抓住这个机会，在短短的一瞬间里将它置于自己的控制之下，留下其中的一小部分，其余部分则奉归原主。”

换句话说，所罗门兄弟公司从每一笔交易中捞取一份很小的油水，但累积起来则相当可观。比如说，所罗门兄弟公司的推销员向X养老基金售出价值5000万美元的IBM（国际商业机器公司）债券。在这笔交易中，为推销员提供债券的交易师可以赚得 $1/8$ 个百分点（即1%的 $1/8$ ），也就是6.25万美元。当然，如果他愿意，也可以留下更多。因为债券市场与股票市场不同，佣金并不公开。

只要明白了这一点，下面的把戏也就好懂了。一旦交易师弄清了IBM债券的去向和持有者的心态，他甚至无须费力就可以让债券（也就是上文所说的“财富”）流动起来。例如，他可以要求推销员去劝说Y保险公司，说IBM公司的债券价格比X养老基金当初买入时已经有所上升。这种说法是真是假则无须理会。于是交易师可以借此机会从X基金处购入该笔债券再销售给Y保险公司，再赚 $1/8$ 个百分点。至于X基金，因为在如此短的时间能够小有获利，当然也很满意。

只要交易双方对债券的真实价值一无所知，这场戏总可以演下去。交易厅里的那些人也许学历不高，但在洞察人类的无知方面，他们个个

都是博士。在任何一个市场里，就如同在“说谎者的扑克牌”游戏中一样，总会有一个傻瓜。精明的投资大师沃伦·巴菲特最喜欢讲的一句话就是，如果在市场中某人还不知道谁是傻瓜，那么他自己很可能就是那个傻瓜。在1980年，当债券市场在多年沉寂之后突然复苏时，许多投资人，甚至连华尔街上的银行都不知道谁在新游戏里充当傻瓜的角色。但是，所罗门兄弟公司的债券交易师们却心知肚明，这本来就是他们的工作。理解市场意味着洞察别人的弱点。所谓的傻瓜无非就是高买低卖的人。债券的价值无非就是有能力为它定出合理价格的人所愿意支付的数额。而在整个圈子里，所罗门兄弟是最善于为债券合理定价的公司。

但是，上述这一切仍不足以解释该公司何以在20世纪80年代如此赚钱。利润就像烤火鸡肚子上的填料，总要有有人先把填料放在火鸡的身体里。在80年代那段时期里，火鸡肚子上的填料比以往任何时候都要多。而所罗门兄弟公司依仗它的专业技术，在其他还没有反应过来之前就已经把生意过手两三道了。

填料之一来自联邦储备委员会。这一点颇具讽刺意味，因为没有人比前美联储的头头保罗·沃尔克更讨厌80年代华尔街的狂热了。在1979年10月6日举行的一次记者招待会上，沃尔克宣布，今后美国的货币供应量将不再随商业周期而波动，货币供应将固定下来，而利率则放开。我相信，正是这一事件开启了债券交易师的黄金时代。如果不是沃尔克的政策大转弯，为数众多的债券交易师仍将默默无闻。事实上，将货币政策的重心从控制利率转向控制货币供应，意味着利率水平将出现剧烈的波动。债券的价格与利率反向运动，两者紧密相关。在沃尔克发表讲话之前，债券是一种保守的投资形式，不愿意在股票市场上试运气的投资者会把自己的积蓄投放在债券里。而在此之后，债券已经变成了投机的对象，一种创造财富而不仅仅是保存财富的方式。一夜之间，债券市场由一潭死水变成了赌场。所罗门兄弟公司的交易额犹如井喷似的增长。为了应付新的生意，不得不增雇人手，它们的起薪，正如我们所知道的，高达4.8万美元。

在沃尔克放开利率之后，另一种力量开始介入了——美国的借款人。美国政府、消费者和公司在20世纪80年代都以前所未有的速度增加自己的负债：债券的发行量开始爆炸性地增长（从另一个角度观察也可以有所启发——投资人出借资金也比以往任何时候都要自由）。上述三大集团在1977年的总负债额为3230亿美元，其中很大一部分是商业银

行的贷款而不是债券。可是，到了1985年，他们的总负债已经猛涨到7000亿美元。而且，其中债券所占的比例已经比以前大大提高了。这自然要归功于像所罗门兄弟这类公司里的银行家们，还有抵挡不住诱惑的商业银行。

这样一来，结果就更是雪上加霜了。债券的价格大起大落，同时交易额也扶摇直上。而在所罗门兄弟公司内部，交易师们的本领可一点儿也没长。现在，交易的规模和频度都出现了爆炸性增长。从前一个星期里交易额只有500万美元的所罗门兄弟交易师如今在一天里就可能做成3亿美元的生意。在这一过程中，公司的钱袋和他们本人的腰包都飞快地鼓了起来。于是他们决定也该为公司招募一些像我这种层次的人，个中原因只有他们自己心里才清楚。

* * *

所罗门兄弟公司的培训课程开在公司总部23层，这栋大厦位于曼哈顿的东南角。我向那个方向走去，走向我职业生涯的起点。

初看起来，我的前景并不美妙。别的培训学员好像早已坐了好几个小时。事实上，为了争取领先的机会，有些人已经在那里坐了几个星期了。当我到达时，他们早就聚成一些小圈子在聊天。这是一个已经组合起来的群体，每个人都相互认识。小团体内部抱得紧紧的，每个新来者都会受到怀疑。谁有戏谁没戏（加入所罗门兄弟公司的交易师队伍）大都心中有数。

有一伙人站在前厅那里围成一圈，他们正在玩一种游戏，那时我还不知道这就是“说谎者的扑克牌”。他们时而大笑，时而诅咒，相互打量着，表现出一种兄弟般的交易师风度。他们都穿着背带裤。回想起来，从看到背带开始，我就没把所罗门兄弟公司当成自己的天地。有一次我曾穿上一副亮红色的背带，上面有大大的金美元图案，心里想着也该学一学银行家的派头了。结果并不令人兴奋。一个好意的学员忠告我：“别让他们看见你在交易厅里穿这个，”他说，“只有董事经理才能系背带。他们会盯着你看，并且说‘他以为自己是人啊’。”

一进去我就看见一个女学员对着手机大叫大嚷。7月里大热的天气，这个肥硕的女人却穿了一套三件套哗叽花呢套装，还打了一个大得不相称的白蝴蝶结。我对这套衣服本来没有多想，但她电话里讲的内容

却吸引了我的注意。她把话筒贴在耳朵边，一手指向几个女人：“听我说，6套只要750美元。想一想货色，这是个好价钱，你不可能有再便宜的报价了。”

原来如此，她穿套装是因为她自己在卖这个。她很精明，把培训班变成了市场：这些人有钱、有眼光，也用得着。她已经说服一家东方的工厂批给她一批冬装。当她发现我在注意她时，她开口了。只要给她一点儿时间，她也能做“男式”的东西。她可不是说着玩儿的。结果就是这样，公司里第一个开口对我说话的人就要卖东西给我。对所罗门兄弟公司来说，这倒是个名副其实的欢迎仪式。

* * *

从前厅的黑暗角落里似乎透过来一丝希望的微光，表明在所罗门兄弟公司里还可以有另一种生活方式的可能。一个肥胖的年轻人手脚摊开躺在那里。他睡着了，至少在我看来是如此。他的衬衫敞开着，皱皱巴巴的，扣子掉了的地方肚皮上的白肉挺了出来。他的嘴大张着，仿佛等着接一大串葡萄。这是一个英国人，我后来听说上面已内定他去伦敦办事处，所以他无须过于担心自己的饭碗。同别的学员比起来，他简直就是化外之人，不断抱怨公司的培训简直就是把人当小孩子。他已经在伦敦城里受过两年的历练。在他看来，整个培训项目简直荒谬透顶，于是他把夜幕下的曼哈顿变成了自己的运动场。白天的时间里则昏昏欲睡，灌下一壶又一壶的咖啡，躺在教室地板上仰面大睡，他也由此给许多新学员留下了难以忘怀的第一印象。

1985年这一期的坏家伙足有127人，他们只是此后一批又一批掠过这间世界上最赚钱的交易厅的人流中的一小段。我们这期是所罗门兄弟此前历史上规模最大的，而此后的规模比我们这一期还大了一倍。支援人员与专业人员（信不信由你，我们可都是“专业”人员）的比例为5：1，127个专业人员就得要635个支援人员。对一个总数只有3000人多一点儿的公司来说，这可是一个惊险的扩张。超高速增长将全公司陷于不能自拔的境地，就连我们也看得出情况极不正常，揠苗助长从来就不会有好结果。然而出于某些奇怪的原因，公司的经理们依然执迷不悟。

如今回想当时的情形，一切都很清楚了，我加入公司时正是它刚刚开始走下坡路的时候。无论在哪里，我都可以感觉到公司在分崩离析。

这并非我个人的力量所致。但是，公司开始招收像我这样的人（以及那些和我差不多一样来路不明的人），这一行为本身就是一个前期的预兆。警铃早就应当拉响，他们有些忘乎所以了。从前他们是精明的相马人，如今他们却把所有最不适合的人全都招进来了。即使我那些最有商业头脑的同学们——也许应该说，特别是这些人——也绝无献身于所罗门兄弟公司的想法。我当然也不会。

除了提出求职申请的动机——钱，以及还有一种奇怪的想法，认为世界上没有其他工作值得一顾之外，我们这些人和公司之间不存在任何亲和力。我们对企业没有一丝深切的情感和挥之不去的忠诚。仅仅3年之后，75%的人已经离开了公司（相比之下，从前的学员在3年之后还有85%留在公司里）。在这一大群心怀二志的人涌进来之后，公司陷入了激烈的震荡，这就是所谓的“消化不良”吧。

我们这批人本身就是一个矛盾体。公司雇我们来是为了在市场交易方面有所作为，希望我们比别的人更精明，简单地说，更像交易师。但是，如果你去问一个老成的交易师，他会告诉你他最成功的操作源于超越了传统智慧。好的交易师喜欢走险招。令人痛心的是，作为一个群体，我们这批人却属于循规蹈矩的类型。我们之所以选择所罗门兄弟公司，只不过是遵循着常识性的指引，每个急于赚钱的人都会这么做。如果在生活中我们不能摆脱传统，怎么能指望我们在市场上出奇制胜呢？债券市场与我们的求职市场会有多大的区别呢？

* * *

我们对今天讲课的大人物毫无不敬之处，如同对其他人一样，只不过这个人说得太多。整个下午只有他一个人讲课。整整3个小时的课程里，他被圈在教室前部只有10码（9.14米）宽的空间里，前有长桌，后有黑板，中间是一把带扶手的椅子。此人就在这里面踱来踱去，像是场外教练。他时而盯着地板，时而又龇牙咧嘴地看着我们。我们坐的是大学里用的那种连成一体的椅子——22排穿白衬衫的白人男性，间或有几个着蓝运动衫的女人，还有两个黑人，一小撮日本人。墙和地板的颜色就像新英格兰杂烩汤一样，令人心情郁闷。有一面墙上隔出了一扇扇的窗户，可以由此远眺纽约港和自由女神像，偏偏每排座椅又都放在窗户之间，你什么也甭想看。他们就是不让你看。

这里的一切让我们感觉身处军营。房间里又热又闷。椅垫的颜色则

是令人发腻的草皮绿，每次起身时裤子都会和垫子粘在一起。我中午刚刚吃下一个硕大的牛油奶酪汉堡，演讲又让我提不起精神，睡觉的欲望最终压倒了一切。这才是第一周，我已经累得不行了，而培训项目全部完成却要5个月，我只好更深地陷在椅子上。

讲课人是所罗门兄弟公司的一个顶级债券推销员。房间前部的桌子上摆着一部电话，一旦场内行情反常可以随时联络。在走动时，这位大人物的两臂紧紧夹住身体，试图遮掩自己腋下渗出的半月形汗渍。过于卖力还是过分紧张？很可能是紧张。这是可以理解的。他正在分享自己的市场心得，坦露的程度远远超出前几个人。整个课堂里只有少数几个人意识到他的讲话太啰唆，我是其中之一。他善于吸引听众，后排坐的学员也在注意听，房间里的人都放下了《纽约时报》的猜字游戏。这时他正在告诉我们在市场上如何生存。“你要把所罗门兄弟公司看成蛮荒的丛林。”他说。

“交易厅就是丛林，”他接下来说，“你的老板就是丛林中的向导。你在这里能否取得成功，首先要看你是否懂得生存之道。你要跟着老板学习，要跟上。就好像我派两个人到丛林里边，一个有向导，而另一个则没有，结果如何可想而知。不知道已经有多少人不明不白地死在丛林里。而只要走出来，你还可以看体育联赛的决赛，冰箱里还有吃不完的八喜冰激凌……”

他聪明地悟出了控制1985年培训班的秘诀：赢取后排座位学员的注意力和好感。从第三天开始，后排座位就一直处于骚动的边缘状态，只要他们对主讲人稍一失去敬畏，就会睡着，或者想用纸团掷前排的人。如果他们出于某种理由不把主讲人放在眼里，课堂就会乱套。但现在，情况却完全不同。在丛林战士的鼓点声中，后排成员个个露出最肃穆的表情，就仿佛史前人类偶然发现了一种新工具。几天来他们第一次身体前倾，听得聚精会神！啊哈！

只要后排成员保持中立，主讲人就算是控制了全局，前排的人早就弄清了整个形势。他们就像全世界任何地方坐在前排的人一样，有过之而无不及。哈佛商学院的毕业生大多坐在前排。每次来一个新的主讲人，他们中有一个就会画一张组织架构图，类似于圣诞树那样。约翰·古特弗罗因德高踞于顶，我们这些人则位于底层。中间是一大批大大小小的主管，像挂在树上的彩盒。他们首先会弄清这家伙的级别，标出他在等级图上的位置，然后把他放在适当的盒子里，他们的态度也就随着主

讲人的不同而改变。

这些哈佛人真是古怪得可以，他们画出的图形更像恶意的魔法，与业务没有什么关系。在交易厅里，级别并不重要。组织架构在所罗门兄弟公司里只是一个笑话。但前排学员比后面这些人更难理解，所罗门兄弟其实是一架能人统治的赚钱机器。他们企图为自己的职业赌注做套期保值——这样一来所罗门兄弟公司就和他们在学校里学过的东西多少有了一点联系。

“……一大罐八喜冰激凌，”主讲人又重复了一遍，“那些有向导的人有希望走出丛林，能够看着电视喝着啤酒，不过也仅仅是有希望而已。更不用说那些根本就走不出来的人。但是——”他有意停下步子，向听众眨了眨眼睛，“就算他又渴又累地到了那里，啤酒也可能早就被抢光了。”

啤酒，这是抖包袱的关键点，坐在后排的人就喜欢这个。他们笑倒在一起相互击掌，仿佛穿西服套装的白人模仿他们的黑人兄弟那样可笑。这是兴奋过后的放松。接下来的是一个小人物，他向我们讲解怎样把半年期债券的收益换算成一年期的债券收益。后排的家伙们可不喜欢这个。去他的债券数学，告诉我们怎样闯出丛林。

后排的家伙们更像是在演出中场串场的小丑，你丝毫看不出他们希望被培养成华尔街最赚钱公司的领路人，这一点在课程一开始就曾让公司里那些稍有头脑的老板们感到困惑和不安。在招募人员时，公司在后排那些人身上所花的时间和力气与前排并无区别，从理论上讲，整个班里人的表现没有道理不像一支军队那样整齐划一。最糟糕的是，这种破坏纪律的行为没有任何道理可言，完全是随机发作，因此也就无法控制。虽说绝大多数哈佛商学院出来的人都坐在前排，但也有那么几个待在后排。其中同样不乏耶鲁、斯坦福和宾州大学的学生。后排的学员中颇有几个出身于名牌大学，他们的智力当然也就不会低。可是他妈的为什么同一伙人的表现却判若云泥？

所罗门兄弟公司为什么容忍这样的行为？我至今仍不明白。管理层制订了培训计划，交付执行，然后就放羊了。这种无政府状态持续的结果是以大欺小，以恶凌善，以发达的四肢取代头脑。后排的学员通常都有一个共同的想法——他们力图洗去自己身上那股知识分子的气味和他为人称道的人格特征。不过我怀疑他们自己是不是意识到了这一点。

这不是一种有意识的行为，只是一种暗示反射。他们是迷信的牺牲品，这在所罗门兄弟公司尤为厉害。人们说交易师应当不为世俗所累，越优秀的交易师就越是如此。这完全是错误的。交易厅里固然有这种人，但相反的例子同样很多。人们不过是相信他们自己愿意相信的东西。

还有一个原因可以解释这些无法无天的行为。在所罗门兄弟公司受训就好像每天都要受邻家大孩子的气。最后你会变得又自卑又粗暴。除了像我这样的幸运儿之外，进入培训阶段之前他们就要通过60：1的淘汰率。一旦熬过了这种折磨，你会自然地以为这下子可以好好放松一下了。但你注定不会有这种福气。公司不会把你拉到一边，拍着你的肩膀说从今以后你就是我们中的一员了。相反，公司认为还应该对学员加以调教和磨炼。那些通过面试的优胜者还得在课堂里相互斗狠。简单地说，公司要千里挑一。

* * *

在课程临近结束时，挂在交易厅边上的一块黑板上标出了空缺职位。与我们初来的想法相反，此时公司是否雇用你尚在未定之数。不止一个主讲人说过这样的话：“看看你的左邻和右舍，1年后你们中至多只会剩下一半人。”在空缺职位表的顶端标着交易厅里各个部门的名称：市政债券、公司债券、政府债券等等。办事处的名称列于图表的一侧：亚特兰大、达拉斯、纽约等等。一想到最终要落到这个矩阵里的某个空缺，或者干脆被排除在外，学员们不免会心灰意冷。再也看不到工作的相对价值，仅仅留在所罗门兄弟公司已经不再令自己满意，抱有这种想法的人永远进不了一流的部门。在所罗门的兄弟学员眼里，除了成功就是失败，中间没有缓冲余地。在亚特兰大卖市政债券是丢人现眼的差事，而在纽约干抵押品交易的行当则一派风光。

开课后不过几个星期，各个部门经理就开始暗暗品评新人的身价。但在骨子里，经理人也都是交易师。无论是人员、地点还是其他的一切都成了可以讨价还价的交易砝码。他们买卖学员，就像买卖奴隶一样。这些人三个一群，两个一伙，拿着贴有相片的活页简历评头论足。过两天你会听到一桩交易已经达成，他们拿你换了一个前排的家伙，外加下次培训班优先挑人的好处。

压力不断增大。某某说某某如何？哪些学员已经有主了？还剩下哪些职位？像任何一种挑选程序一样，总会有优胜者和落败者。但是，再

没有比这里的程序更随意的了。对于能力，不存在什么客观的考核标准。要想弄到一份好工作，第一是运气，第二是仪容，第三是溜须拍马。前两项不是你自己可以控制的，所有的努力只能集中到第三项。你必须找到一个靠山。仅仅与112位董事经理中的一员搞好关系是不够的，你还必须找一个有权有势的家伙。当然，这里边有点儿小小的困难。大老板不见得对实习生有兴趣，毕竟他们从中也捞不到什么好处。

只有在部门经理相信人人都争着要你时，你在他眼里才会有所不同。这时的你对他来说已经有了“很大”的价值。从别人手里抢来受欢迎的实习生意味着经理赢了点数。许多实习生由此练就了一种本领：制造受欢迎的假象。既然经理在意的只是别的经理的看法，那么结果就会出现庞氏骗局[2]，只不过这一次不是在市场里，而是在人际关系的圈子里，这样干得需要异乎寻常的自信心，并用人类轻信的天性来冒险。在解决工作去向的问题时，我用上了这一招。培训开始后几个星期，我同交易厅里的一个家伙打得火热，尽管我无意去他那个部门工作。这家伙不断劝说我到他那里干。我故意让别人知道有人极力邀我加盟，而这些人又会把话传给交易厅里的那些人。最后，我向往的那个部门的头头终于从别人那里听到了对我的议论，他向我发出了共进早餐的邀请。

也许有人会因此而指责我弄奸使诈，那也只好由他去了，如果不这样做就只有任人摆布一条路。他们可不会有丝毫的同情心，幸好，我还不至于愚蠢到相信经理眼光的地步。还有一条出路就是摇尾乞怜，有些人真的那样做了。他们趴在老板的脚下，讲话就像奴隶一样：“噢，主人，雇用我吧，我是你的人，我只为你工作，做你要我做的任何事。”有时这一招还真的奏效。可是一旦失手，你就会颜面扫地，立刻变成没人要的可伶家伙。在培训期间，实习生内部就曾有人争论，在这样的环境下，屈膝逢迎是不是一种可以原谅的道德缺陷。仿佛整个所罗门兄弟公司遴选系统的要旨只是为了考验哪些人会在压力之下变成软骨头。

每一个实习生都必须做出自己的选择。由此，在培训班里产生了大分裂。那些打定主意曲意奉承的人会在教室的前排就座，整个课程期间不再挪动，不时还会做出种种媚态。而那些视尊严为财富的人，或者打算洁身自好的人，则假装冷漠，他们坐在后排，向讲堂上的董事经理丢纸团。

当然，这样说是过于简单化了。还有几个人是异类，他们不属于任何一边。他们在一开始就跟董事经理们建立了良好关系，工作早已稳定

无虞。他们在整个班里窜来窜去，仿佛奴隶群里的自由人，大家对他们都很警惕，认为他们是经理们派来的探子。还有一些人，有着后排座的灵魂，但他们要养家糊口，他们也不属于任何一个阵营，这些人因为嫌恶而拒绝坐在前排，又出于家庭责任感而不能扎在后排堆里。

我把自己称为另类。有人骂我是属于前排一伙的，就因为我喜欢坐在那个哈佛商学院出身的家伙旁边，看他画组织架构图。我怀疑他最终能不能画全（他后来到底还是放弃了）。我的提问显得太多了一些，这被说成是有意同主讲人拉关系，是彻头彻尾的前排行为。这让我感到恐慌。为了洗清自己，我不得不格外卖力地向显要的主讲人丢纸团。而在我因为公然看报纸而被逐出课堂之后，我在后排的人气出现了戏剧性的上升，但是我从来不曾被后排视为自己人。

在所有的异类中，日本人是最大胆的。他们的表现足以令任何有关培训文化的分析陷入破产。这批人一共有6个，全都坐在前排睡大觉。他们的脑袋时而前仰后合，时而东倒西歪，头部跟地面平行。虽说日本人在谈判时常玩这种伎俩，但在这里，闭目听课的说法肯定是站不住脚的。最宽宏大量的说法也只能是因为他们不懂英语。而且，他们自成一体，你永远也弄不清楚他们的语言水平，也不知道他们要干什么。他们的头儿名叫誉志。每天早上和下午开课的时候，后排的人总会打赌誉志多长时间能够睡着。他们把誉志看成是一个有意制造事端的坏家伙，誉志因此成了他们心目中的英雄。当誉志终于睡着时，后排就会尽量低调地发出一片欢呼，半是庆贺某人赢了一笔钞票，半是钦佩有人有胆量在前排睡觉。

日本人在班里是受保护动物，他们自己也心知肚明。由于连年的贸易顺差，日本积累了巨额的美元。如果能将这些钱从东京引回美国，投资于政府债券和做其他形式的投资，回报将非常可观。所罗门兄弟要想在东京扩大业务，就要招募当地的资深员工。问题就出在这里。在日本，公司里实行的是终身雇用制，员工很少跳槽。那些有本事的人根本就不会考虑在美国公司里工作。加入所罗门兄弟公司，他们会失去工作保障和舒适度，而换来的却是奶酪汉堡和雅皮士的头衔，只有傻瓜才会那样干。好不容易弄到手的几个“稀世珍宝”被捧在手心，唯恐有个闪失。对于他们的表现，主讲人从未有过一丝怨言。奇怪的是，虽然所罗门兄弟公司对外国文化缺乏敏感，但他们却清楚地意识到日本人与我们不一样。这并不等于说他们了解日本人的行事原则。我敢打赌，就算日

本人在每天早上互相刮鼻子，行基瓦尼俱乐部握手礼，也不会有人认为这是出格的做法。

尽管如此，在大家的眼中，日本人只不过是有点儿古怪罢了。决定课堂气氛的是后排那伙人，他们步调一致，形成一个密不可分、匪夷所思的噪声源。从早上和下午的培训课程，到快下班时的交易大厅，到晚上的冲浪俱乐部，他们成群结队地晃来晃去，从中求得安全和舒适的感觉，日复一日，乐此不疲。他们臭味相投，遇到真心喜欢的主讲人时会兴奋地站起来在课堂后面摆人浪。

现在，他们对正在前面讲课的人佩服得五体投地。主讲人停了一下，仿佛思路被打断了，当然不是这么回事。最后，他这样讲道：“你们可能以为自己是一根葱，到了交易厅你就知道了，没人会把你当回事。”

这句话有什么必要？他之所以受欢迎是因为他一直在说这帮小子爱听的话：所罗门兄弟公司的赢家就是像他们这样的人。可是现在，这番话却要冒前功尽弃的风险，他们肯定不爱听：在丛林中，自己的才能将失去用武之地。我想，这下子他可要倒霉了，不知道后排的家伙们会扔出多少个纸团。但出乎我的意料，场面十分平静。主讲人已经在他们中间赢得了足够的欢心，这个错误被忽略掉了。后排的家伙们照样频频点头，也许他们认为这番话是说给前排听的。

不过，主讲人这样说无论如何都是一种误导。事实上，实习生根本无须担心自己会无事可做。债券交易师和推销员老得像狗一样快。交易厅里的1年抵得上别的公司7年。有1年经验的交易师就算是老资格了。谁也不会把自己的位子当回事。整个交易厅里最有趣的一点，就是你所占的这个位子毫无意义。

新雇员一到交易厅就会配给两部电话，立马就要上线。如果能在电话里赚出上百万美元，他的地位就会陡然上升，成为一个“大老二”。每当一笔大交易做成，几十万美元的票子哗哗流进所罗门兄弟公司的钱柜里，部门经理就会重申一次这个称号：“喂，大老二，就这么干。”

在我的想象中，“大老二”就像是大象的鼻子在空中甩来甩去，左一下右一下。丛林中没有什么东西可以用来比拟大老二，它让我们想得发疯。当然，谁也不会公开说：“我要做大老二。”这只是个人私下的想法。但是，人人都想做大老二，连女人也不例外。一旦明白了大老二是

什么意思，前排人也会挤进来，在后排人看来，他们的问题在于不知道怎样做才好。在压力下，大老二们比前排人表现得更优雅。

* * *

前排有人举起了手，（又来了！）是个女人。她挺直了身子坐在惯常的座位上，正对着主讲人。此时他刚好在兴头上，后排的人都从椅子上站起来摆人浪。主讲人不希望在这个时候被打断，何况还是为了一个前排的人。但是，举手的人就坐在面前，他总不能不理。尽管心里不痛快，他还是叫了她的名字：萨莉·芬德利。

“我要问的是，”芬德利说，“在你看来，成功的关键是什么？”

太过分了。哪怕问一个干巴巴的技术问题，她也可以勉强脱身。主讲人不禁微笑起来，这下子前排可落在他的摆布之下了。他的笑给了后排以暗示：“嗨，我还记得当年培训班里的那些马屁精，我也实在看不起那些乐于让人舔屁股的所谓主讲人。今天，我要把这个女人挂起来，让她好好难堪一下。哈哈……”后排爆出从未有过的畅快大笑。有人尖起嗓子学芬德利的高声调：“对，赶快告诉我们你为什么这么成功。”别的家伙则大喊：“安静点儿！”好像在呵斥一条过于兴奋的卷毛狗。还有一个家伙把手拢在嘴边叫道：“达拉斯的石油股份。”

可怜的萨莉。在1985年，有不少工作可以归入不甚理想的类别，但最糟糕的莫过于写着“达拉斯石油股份”的那个标签。在我们的小圈子里，再也没有比在达拉斯卖股票更倒霉的了。股权投资部在我们公司里毫无地位，而达拉斯离纽约又太远了一点儿。在培训班里，“在达拉斯卖股票”意即“埋在人渣的最底层，再也不会有人看得见你”。“埋葬萨莉”，这就是他们从后排喊出来的话。

主讲人不屑作答。趁着这些被他引逗起来的暴徒还没有发展到不可收拾的地步，他急急忙忙地结束了课程。“你们往往会花很多时间自问：我适合做市（政）债（券）吗？我适合做政（府）债（券）吗？我适合做公（司）债（券）吗？[\[3\]](#)你们在这些方面耗费了太多的精力。当然，这些时间不会白花。但是，还有一个问题同样值得认真考虑：选择一位丛林向导也许远比选择产品重要。谢谢诸位。”

屋子里的人很快就散了。每节课中间有15分钟的休息时间，两拨人各走各的门。前排的走前门，后排的走后门，大家都加快脚步奔向四部

所罗门兄弟公司的老板希望通过培训项目把我们变得更像他们自己。可是，什么叫更像他们？在历史上，所罗门兄弟公司已经树立了敢作敢为的形象，它们有能力也愿意承担巨大的风险。事实上，所罗门兄弟公司不得不如此，它不像摩根士丹利，后者是非犹太的上流社会银行，手上有一大批付费的公司客户。所罗门兄弟留给公众的形象是一伙犹太人的小圈子，他们在社会上无足轻重，但精明而又诚实，把自己的鼻子深深地埋进债券市场，比哪家公司都来得深。这样说当然有点儿夸张，但的确在某种程度上抓住了它的特点。

现在，公司试图改变这一形象。公司里集体人格转向的先行指标可以从我们的董事长和首席执行官约翰·古特弗罗因德的社交生活中看出来。他娶了一位小他20岁的太太，这个女人有一股狂热的社交欲。她举办派对，大宴多嘴多舌的专栏作家。她的邀请函的含金量仿佛随着我们公司股价的涨跌而起伏。她还雇了一位公关顾问，确保自己的曝光率。另一方面，虽然她还不至于拿她丈夫的标准来要求公司的员工（她已经彻底改变了古特弗罗因德的穿衣风格），但这种沉迷和做作不可能不在整个公司留下痕迹。

撇开公司这种暴发户的形象不谈，培训课程本身毫无疑问是华尔街上最棒的入门课。只要结了业，实习生就有足够的资历去华尔街上的其他公司拿两倍的薪水。也就是说，以华尔街的标准来看，在这一领域里这个人已经是一个精通业务的专家了。这本身就是一个很好的例子，证明华尔街培养出一个“专家”的速度有多快。别的银行想得到所罗门兄弟的培训计划，德崇证券公司甚至叫一个申请人去和所罗门兄弟公司里的人交朋友，设法弄到一份所罗门的培训资料。只要能把资料搞到手，他就是德崇证券的人了。

但资料只是培训项目中最没有价值的部分。真正用得着的东西我在两年后才悟到，那就是所罗门兄弟公司口耳相传的实战故事。在长达3个月的时间里，最优秀的推销员、交易师和金融家们向我们讲述了自己的心得体会。华尔街的智慧在这里汇集，毫无掩饰：钱是怎样在全世界流来流去的，交易师的感受和行为，以及如何同客户打交道。只有在完成全部培训项目之后才能上场交易。这中间隐藏着一份项目计划：实习

生的所罗门化。实习生们应当懂得，首先，他在交易厅里的地位连狗屎都不如，曾有一位交易师就公然这样告诉我们。其次，即使在所罗门兄弟公司当狗屎也比进不了公司强百倍。

在短短的时间里，这种洗脑好像真的奏效了。（长期来看则不然，只有在别无选择时，人们才会忍受这种处境。我们这些新进人员不仅自我感觉良好，而且毫无忠诚之心。）不少投资银行都有培训课程，但都不像所罗门兄弟这样强调公司的自我宣传，也许高盛公司可以算是一个例外。《纽约时报》的一名女记者对我们进行了全程跟踪采访，我们对公司的态度一致，这给她留下了深刻的印象，她将自己发表的系列文章的标题定为《顶级MBA新兵训练营》。正如其他有关所罗门兄弟公司的报道文章一样，它很快遭到了我们的嘲笑。“那个浑蛋根本不知道她在说什么。”这是后排的评语。前排那些童子军男孩说什么“不待公司——所罗门兄弟——召唤，我们早已摩拳擦掌准备大显身手”，这些话都原样写在了报道中，你得承认，他们也实在下作得可以。

这篇文章之所以令人感兴趣还有另外一个原因。允许外人进入公司采访并且提出敏感的问题，这还是第一次。他们问道：为什么你们的薪水这么高？一个后排的、刚从芝加哥大学拿了MBA学位的家伙是这样告诉《时代》周刊的，“供求是决定性因素，”他说，“我的姐姐从事残障儿教育，她喜欢自己的工作，但收入却低得多。如果社会上没人愿意去做这种工作，她的收入就会提高。”面对这种高论，你还能说什么呢？《时代》的读者想必亦有同感。同一篇报道在稍后写道，申请127个培训名额的人数已经超过了6000人。尽管有那么多人显然愿意以更低的薪资接受这份工作，但所罗门兄弟公司的雇员报酬还在螺旋式上升。在投资银行里，供求规律好像不大管用。

当然，在解释那些用于支付雇员薪水的钱来自何处的问题时，这篇报道还是颇有新意的。我很钦佩我的那位同事试图用老式的商学院思路来回答这个问题。在此之前还没有人做过这样的尝试。首先，公司打算付钱。为什么投资银行为这么多几乎毫无经验的人付高薪？回答：只要给他们一部电话，他们就能赚回更多的钱。没有经验，他们怎么赚钱？回答：在投资银行里赚钱主要不是靠技术，而是靠一种无形的能力——眼光、坚持不懈和运气。这些品质非常难得，一定要付出这么大的代价吗？回答：是，又不是。这是全部问题的要害。为什么这些钱能够自由地流来又流去，这样下去什么时候是个头呢？从一开始就没有人胆敢这

样问，这也是我们一味服从公司的最高表现。答案应当在所罗门兄弟公司的交易厅里找，那里可能比华尔街上的任何其他地方都更有希望破解这个疑问，但那里的人又无意为这些而费心。

* * *

每天课后，三四点也好，五点也好，他们总是要求我们从位于23层的教室上到41层的交易厅。你当然可以三天打鱼两天晒网，可是，如果你不经常去的话，就会被人忘记。在所罗门兄弟公司，忘记就意味着失业。想谋职就要积极主动。经理方面也一样，他要为自己的部门争人。在培训项目结束后，有三个人被开除了。第一个被分配到达拉斯，他拒绝前往。第二个神秘地消失了，谣传说他曾邀请一位高级女经理参加一个三人做爱聚会（公司容忍性骚扰，但见不得不正常的性行为）。第三个人最有意思，他就是不敢走出电梯进入交易厅。每天下午他站在电梯里面上上下下地折腾。我猜，他是真的想进去，可就是心里害怕，迈不动步子。关于他怪异表现的传言不胫而走，甚至连主持培训计划的那个女人都听说了。她决定亲自看个究竟。她站在41层楼的电梯口，整整1个小时，眼看着电梯门开了又关，关了又开，他就是不敢进去。直到有一天，我们发现他不见了。

在你觉得自己胆子还算大的时候，你要赶紧在交易厅里结交个把经理，把自己藏在他的羽翼之下，他是你的私人导师，按我们的叫法则是“拉比”。在交易厅里，你还要留心学习。你的第一个冲动就是进到圈子里，选一个像样的老师，接受他的督导。不幸的是，这可不是轻而易举就能做到的。首先，实习生根本毫无价值可言。其次，交易厅里多的是大人物，他们的脾气恐怕说不上温柔。你要是径直走过去打招呼，一定要有非常健全的神经。当然，我可能不够公平。许多交易师在本质上是友好的，他们最多只是不理睬你。但是，如果碰上一个各色的家伙，就会发生下面这番对话：

我：你好！

交易师：你他妈的从哪儿爬出来的？喂，乔，鲍勃，扯下他的裤子看一看。

我（脸红了）：我只想请教几个问题。

交易师：乔，考考他吧！如果利率走高，债券会怎样？

我：会跌。

交易师：太对了，你可以得A。不过现在我要工作了。

我：你什么时候有时间，我想.....

交易师：你以为我是干什么的，慈善家吗？我很忙。

我：要我帮忙吗？

交易师：给我买一个汉堡，要加番茄酱的。

我在交易厅里小心翼翼，唯恐有什么闪失。这里的规矩琐碎而复杂，而我却一无所知。推销员、交易师和经理们走来走去，起初我根本分不清他们。不错，我知道他们之间的主要区别。推销员面向投资人，交易师负责下注，而经理则是抽雪茄的家伙。除此之外，再就什么也不知道了。绝大多数人同时顾着两部电话。他们都盯着面前那些小小的绿色屏幕，上面满是数字。他们朝这个话筒喊两句，又朝那个说点儿什么，一会儿又向桌子对面的人嚷了几声，然后又回过头来听电话，一边指点着屏幕一边大叫：“操。”在这里，注意力保持30秒钟已经算是很长的了。身为实习生，我做了人人在这种场合下都会做的事：我凑到一些忙碌的家伙身边，一言不发，沉默地观察，像个隐形人。

忍受羞辱是我必须付出的代价。有时我甚至要那个样子等上1个小时，才会有人同我打招呼。一般情况下，起码也要过上好几分钟。在我看来，这段时间似乎永无尽头。“他们看到我这副奴颜婢膝的嘴脸了吗？”“如果他们一直不理我怎么办？”“求求你们，跟我说句话吧。”我的木然同交易师的极度忙碌形成讽刺性的反差，令人更加难以忍受，无形中又夸大了我的无能。不过，已经迈出了这一步，如果无功而返，那就太难堪了。一旦走开，就意味着承认失败。

不管怎么说，反正我也没有别的地方好去。交易厅大约有1/3个橄榄球场那么大，一排排桌子连在一起。交易师们一个挨一个坐在那里。两排桌子的间隙不足以容纳两个人同时通过。如果实习生在那里走来走去，他说不上什么时候就会惹恼一位正在工作的天神。所有高级经理，包括古特弗罗因德在内，都在交易厅里巡视。所罗门兄弟同普通公司不一样，在那些公司里，中层经理们看到实习生会忍不住露出笑容，因为他们代表着这个组织的未来。所罗门兄弟的实习生却被认为是坐享其成

者，除非他们能够证明自己的价值，否则在别人眼中就始终是一个罪人。如果你脑子里总有这样的念头，你当然不会愿意碰上老板。不幸的是，你别无选择，老板无所不在。他只要看一眼你装饰着金美元标志的红背带就知道你是什么人了——一个成本中心。

哪怕你脱掉红背带，改用防护色的衣饰，别人还是一眼就能看出你是实习生。实习生永远跟不上交易厅里的节奏，那里的活动总是与市场同步，仿佛捆绑在一起。例如，每当美国商业部发布重要经济数据时，债券市场总会发生震荡，而交易厅则跟着颠簸。市场决定哪些数据是重要的，而哪些则不是。也许这个月市场最看重美国的贸易逆差，下个月就换成消费者价格指数了。问题在于，实习生怎么也弄不明白这个月哪个数据最重要，而交易师们却可以用鼻子闻出来。整个公司在早上8点30分的时候，屏息静候一个数据的发布，交易师们满怀希望而又惴惴不安，空气似乎要爆炸，他们随时准备跳起来大声喊出一串指令，买入卖出数十亿美元债券，给公司带来数百万的利润或亏损，如果在这种时候，一个实习生走了进来，他对整个局面一无所知，脱口而出这样的客气话：“打扰一下，我要去咖啡间，有人要顺便带一杯吗？”还有比这更不合时宜的吗？简而言之，实习生就是一些白痴。

有一位实习生非常幸运，无须为上边这种情景受罪。他叫迈伦·塞缪尔斯，他同市政债券交易部的头头打得火热，当我开始接受培训时，他已经在两名董事经理和一名高级交易师指导下开始实地工作了。谣传他的家庭背景同公司高层有联系，另一种流言则说他是一个天才。他的表现倒也贴合别人嘴里议论的形象。他在交易厅里走动，脸上挂着只有那些真正做交易的人才有的自信。塞缪尔斯没有工作压力，他把时间用来自娱自乐，就像一个被允许进入爸爸办公室的小男孩。他走到市政债券交易席，找个座位坐下，吆喝擦皮鞋的进来，点上雪茄，给朋友打长途电话，一只脚跷在桌子上等着擦皮鞋。他叫着经过身边的经理的名字，仿佛他们已经是老朋友了。除了塞缪尔斯，谁也没有这份胆量。一般来说，被叫名字的经理级别越高，他们对塞缪尔斯的反应也就越亲热。我猜这是因为高层职员更清楚他的家世背景。自然，大为光火的也为数不少。不过，在市政债券交易台上，塞缪尔斯是碰不得的。有一次我走过两位副总裁的身边，听到他们在议论塞缪尔斯。一个说：“我他妈的实在受不了这个家伙。”“我也一样，”另一位说，“但你拿他有什么办法呢？”

由于担心在交易厅里走动说不定被哪个家伙踩上一脚，我试图待在

一个地方不动，最好是个角落。在这里，绝大多数面孔都是陌生的，我只认识古特弗罗因德，那是因为他总在杂志上露面，我是把他作为名人而不是商人来看待的。因为不知道他们的头衔，想躲起来就更加不容易。绝大多数人看起来好像都是一模一样的，他们大多是白人男性，全都穿着一样的纯棉衬衫。有个日本实习生告诉我，他这辈子都甭想分清谁是谁。所罗门兄弟纽约总部第41层是权力的中心，这里不仅有现在的高级经理层，未来的高级经理也将从这里走出。你只能从他们走路的步态上去揣测谁可以接近，谁最好绕着走。

那么，随着时间的推移，我在交易厅里是不是觉得越来越自在了呢？恐怕多多少少是这样子的。但是，即使我已经在公司里站住了脚，每次我踏进41层时还是会有一种控制不住的恐惧感。当然，我知道自己比以前有了很大的进步。有一天，我正在扮演惯常的隐形人的角色，切身体会自己连狗屎都不如的地位。就在这时，楼下公司金融部的一个家伙冲进了交易厅，他穿着夹克衫，这身装束同这里的气氛格格不入。在交易厅里，没有人会穿夹克衫。这一定是他头一次迈出自己的玻璃盒下到交易厅，他站在那里左顾右盼，被包裹在一片嘈杂的噪声之中。有人从他身边快步经过时被撞了一下，毫不客气地叫他脚下留神。脚下留神？可他根本就没有挪动过一下。你可以想象到，他一定以为全场的人都在盯着他看。接着他就陷入了思维混乱，就像演员在台上忘了台词。他恐怕已经忘记自己下来是要干什么的，只好掉头离开。看到这一幕之后，我心里不由得升起一个阴暗的想法，一个卑鄙的念头，一种不可原谅的小人得志之心。真是个软蛋，他连门“都摸不着”。

[1]“bond”除“债券”含义外，还有“黏合剂”的意思。——译者注

[2]庞氏骗局，意大利移民庞兹（Ponzi），20世纪20年代在波士顿利用金字塔式集资方式从事诈骗活动。这种骗术被称为庞氏骗局。——译者注

[3]此处，原文用了缩写。——编者注

第四章 成人教育

原来他们可都是些谨小慎微的人，靠别人的残羹冷炙过活。突然间有人塞给他们一只喂得饱饱的肥鸟，他们干的还是原来的那一摊事，但荣耀却骤然降临。他们的收入发生了戏剧性的变化，生活方式也随之改变。这都是人之常情。

4个星期过去了。整个班级里的人已经有了一种轻车熟路的感觉。实习生第一项不可剥夺的权利就是早晨课前的闲逛和自娱。自助炸面包圈和咖啡在房间里传来传去，人们大口吞咽，听得一耳的吱吱嘎嘎。他们浏览着《纽约邮报》，拿晚上的比赛结果打赌。《纽约时报》上的猜字谜游戏被复印了126份，分发给每个人。有人拨通纽约市的一个粗劣的收费色情电话，把它接到房间前面桌子的扬声器上，一时间空气中充满了性的意味。在这种时候，我总是坐在一边，给自己来块小松饼。

那个叫马克斯·约翰逊的美国前海军战斗机飞行员冷不防把一张钞票丢到伦纳德·巴布利克的脑袋上，巴布利克是印第安纳大学毕业的MBA。这种事情也不是第一次了，巴布利克并不惊奇，他做出一副受伤的样子四面环顾想抓住作恶的家伙。“巴布利克，你的头型真不赖！”后排一个坐在约翰逊边上的家伙乐得手舞足蹈。

“哦，哦，正经点儿，你们这帮家伙。”坐在前排的巴布利克回头嚷道。苏珊·詹姆斯走了进来，打断了这出闹剧。詹姆斯在我们中间扮演着一个奇特的角色，介于幼儿园阿姨和项目组织者之间。对她来说，工作出色的奖赏就是举办下一期培训项目，这听起来有点儿讽刺。同其他人一样，她渴望到交易厅里去，但比起我们来她的机会更加渺茫。而正因为没有希望加入那部赚钱机器，她作为组织者也几乎毫无威信可言。她的唯一权力就是在背后嚼舌头，就连这份权力她也不能随意行使。我们是未来的老板，她必须同我们结交，为明天做准备。一旦培训课程结束，我们将升入交易厅，而她还得从头开始新一轮培训，那时就轮到她来求我们给碗饭吃了。实习生们都知道她就像代课教师一样无足轻重，他们对她的态度是要么轻蔑，要么干脆不理。现在，这位苏珊小姐就要发布一条重要消息了。

“别闹了，孩子们，”她的请求就像家长日前一天校内顾问的口吻一样，“吉姆·马西马上就要到了，你们这个班可是臭名远扬啊。”这话倒是

不错。几天前，后排的一个实习生把纸团扔到了债券市场研究部经理的头上，这位先生的脸憋得紫红，足足骂了5分钟。他到底也没能查出是谁干的，最后把一腔怒气全都撒在我们身上。

苏珊·詹姆斯已经是在重复第十遍了，吉姆·马西在出席的半小时期间对我们的印象将影响我们终生的职业前途。（工资单！）我们都知道马西是约翰·古特弗罗因德的打手，在公司专干龌龊的勾当。无须高超的想象力就可以勾画出马西用他那边缘锐如剃刀的圆顶硬礼帽将傲慢的实习生开除出局的景象。他的特点就是从无笑容，有人也许会认为这样有损形象。他的正式头衔是在所罗门兄弟公司执行委员会中负责销售，手握决定我们命运的生杀大权。他负责交易厅黑板上的职位安排。他的手腕只要轻轻一抖，你的名字就从纽约飞到了亚特兰大。实习生们惧怕马西，而他对此也颇为得意。

我们都知道，马西此来是为了答复我们对公司的疑问的。尽管培训项目不过才开始几个星期，但我们必须提出一些有关公司的问題。事实上，在这一点上我们无权自主选择。我们还不得不装出充满求知欲的样子，苏珊说：“你们最好问几个明智的问题。记住，第一印象最重要。”

如此一来，还没等这位老板所倚重的公司文化守护人出场，捧场的喇叭就已经吹响了。马西的头发剪得很短，下巴轮廓扁而尖，可以切得开糕饼。他穿着一件灰色的套装，同别的董事们不一样，前胸口袋里没有放手帕。他在穿着上力求朴素，而在行动中也力求简捷，仿佛一位优秀的运动员，储备力量以待在需要时爆发出来。

他做了一个简短的谈话，中心意思是说所罗门兄弟公司的文化是如何独一无二和令人赞叹。是的，我们知道它是世界上最好的交易公司，我们也知道，所罗门兄弟最看重团队精神。（哪家公司不这样呢？）是的，我们也知道，如果你干得不耐烦了，只要到报社去吹嘘我们赚了多少钱，你就可以立马卷铺盖走人（因为所罗门兄弟公司既谦虚又谨慎）。我们也都听说过所罗门兄弟洛杉矶分公司那个家伙的事，他斜躺在游泳池边上的照片上了《新闻周刊》，还吹嘘自己的好运气。结果呢，他被炒掉了。我们也知道，所罗门兄弟手上的30亿美元资本使它成为金融市场上最令人生畏的一支力量。当然，我们还应该知道，不管自己以前干出过什么，我们连给交易厅里的人端咖啡都不够格。还有，我们绝不能自作主张，而要让公司（也就是马西）来决定在培训结束时把我们分配到哪里的交易厅。

同其他高级经理一样，马西在1985年那些收益创纪录的季度里平步青云。不仅所罗门兄弟公司，在那段时间里，华尔街上的公司全都创下了收益纪录。他从来不会做错。而从他的讲话来看，所罗门兄弟公司也从来不会做错。最后，他结束了讲话，等待有人提问，然而迎接他的却是一片沉默。我们害怕得连话都不会讲了。

我自然也没有胆量开口。他当然知道许多我希望了解的事情，但我能感觉到他的提问邀请并不真诚。想必别的人也与我有同感。没有人敢开口提问，比方说，为什么一方面不让公司里的人同报界打交道，而另一方面古特弗罗因德的肥圆脸却频频见诸报端？也没有一个人敢问他我们最关心的问题：在未来几年里我们能赚到多少钱？最明显的一点就是，没有人胆敢质问吉姆·马西，这位负责招募实习生、对公司的爆炸性成长负有直接责任的人，为什么对公司的无节制扩张的危险视而不见（是的，就连实习生也能看出这一点）。然而我们没有，反而四下彷徨，仿佛实在想不出有什么问题可提。我在笔记本上记下了当时的感想，这就是公司与学校不同所在。马西想要的不是打破砂锅问到底的求知者，他要的只是狂热的崇拜者。但是他的气势把别人镇住了，就连前排最不要脸的家伙也不敢颀颜迎合。

苏珊·詹姆斯在前排紧靠着我坐着，看上去像一个绝望的幼儿园阿姨。来呀，孩子们，提个问题好吗？最后，终于有人打破僵局了，是我右手边的一个蠢货。我看清这个人是谁之后闭上了自己的眼睛，不想看他下不了台的样子。他果然没有让我失望。

这位一心想撞大运的年轻人问道：“请问公司是否已经考虑在东欧开设一家办事处，比如说布拉格？”

布拉格？！如果今天的主讲人不是执行委员会的成员，教室里恐怕早就乱成一团了，纸团满天飞，一片鬼哭狼嚎。尽管如此，后排还是传出一阵压抑的声响，仿佛十多个年轻人竭力憋住不要笑出声来。所罗门兄弟公司在布拉格开办事处？！在公司75年的历史上恐怕还没有人会产生这种想法。这就是期待提问的公司执行委员会成员亲临教室所激发出来的所谓创造性的火花。

马西别无选择，只得一本正经地作答，口气僵硬得就像国务院的发

言人。显然，他指望的是诸如“你认为自己成功的秘诀是什么”这样的问题，但是今天，他只能怪自己运气不佳。

马西走后，足有1个月时间没有一个像他那种级别的官员有勇气再到课堂上来。也许他已经告诉那帮人，我们是一伙不识抬举的家伙。此后情况突然有了转机，另一位执行委员会成员戴尔·霍罗威茨前来授课。紧接着，董事长本人纡尊降贵，亲临点拨。

霍罗威茨是一个老式的投资银行家，50多岁，是那种浸透了华尔街计谋的关系型人士，他倒是时机成熟时在布拉格开办和主持办事处的合适人选。此人的头支在硕大的身躯上摇来摆去，他的面孔总是让我想起忍者神龟。像古特弗罗因德一样，他也是由市政债券起家的，公司里有不少的犹太同事托庇于他。关于霍罗威茨，我所知道的也只有这些。他就像是早先的犹太学者拉比：和善而聪明，喜欢吸大号的雪茄。人们叫他戴尔大叔。他不喜欢站在台子上布道，而是坐在房间前部的桌子上，把两手撑开。他谈到家庭比工作重要得多，对大多数人来说，这是整个培训课程中最不可思议的观点。讲完之后，他用低沉但热情的语调说，自己愿意回答任何我们想知道的问题。真的，不必客气，问什么都可以。

好几双手同时举了起来。我觉得期盼已久的一刻终于来临了。我们可以毫无顾忌地问那些以前不敢问的事情了。他把第一个提问的机会给了坐在房间中部的某人，这也是一整天课程里最值得一提的问题：“为什么所罗门兄弟公司会被阿拉伯人列入黑名单？”

戴尔大叔的眉头皱了起来。“这跟你有什么关系？”他尖刻地反问，满脸不悦之色，像个发怒的忍者神龟，可我想象不出来这是为什么。很明显我们惹麻烦了。（而要从困境中拔出脚来非得有007詹姆斯·邦德的本领才行。显然，这有待于一次前往大马士革的外交斡旋。）所罗门兄弟公司同商品交易商菲利普兄弟公司合并之后，阿拉伯人切断了同它们的联系。据说菲利普兄弟公司同以色列有特殊关系。我想，在石油价格崩溃之后，这种关系的重要性已经大打折扣了。现在，阿拉伯人正在坐吃山空。一桶原油只卖12美元，失去这个客户已经感觉不到什么痛苦了。这中间毫无秘密可言。虽说如此，那个提问的家伙到底难逃厄运，你差不多可以想象得出他的名字怎样被列入了黑名单。

孩子们再也不敢招惹戴尔大叔了。他一开始的表现把我们引入了一

种安全的误区。我们立刻意识到这一点，曾经举起的手一下子都消失了，好像在捕鼠夹子合拢前突然缩了回来。但总有人反应迟钝，有一只手还来不及放下来，霍罗威茨点了他的名。

“为什么我们容忍一家南非公司做我们最大的股东？公司是不是该考虑一下股东的道德形象呢？”

霍罗威茨狠狠地剜了他一眼：“你们这帮实习生可真他妈的会说话。”他的眼睛眯成一条缝，嘴里叼着一根粗大的雪茄。一家名为Minorco的南非矿业公司持有所罗门兄弟公司12%的股份。戴尔大叔首先给出了肯定的答复。是的，道德当然是公司的一种考虑。（有哪家投资银行家会说自己不在意道德问题？）但除此之外，他不打算进一步讨论。

和风细雨就此中止。

* * *

几天之后的一个早晨，约翰·古特弗罗因德来了。到了这个时候，我们早已领教了所谓高级经理推心置腹的演讲。有些实习生打算到时候就睡他一场避过去。苏珊·詹姆斯担心人太少，场面不够热闹，冷落了这位大人物，这天早晨早就让秘书们逐个给我们打电话，威胁说如果不来必要受罚。至少对我来说，她大可不必如此煞费苦心。我无意错过这次演讲，就好像不会错过女影星琼·科林斯的出场一样。我并不指望听到什么新鲜东西，但我相信可以间接获得不少信息。人们都说他把自己的人格印迹烙在整个机构上，无论是他的美德还是他的缺陷都是属于所罗门兄弟公司的。

模仿英国发音是古特弗罗因德常常受人诟病的习惯，不过这一次他倒是非常有节制，唯一一处是把别人称为“伙计”。比如说“吉姆·马西是一个非常有才气的伙计”。可是据我判断，就连这一点也不是学自英格兰，它只不过是美国东北地区的土话。不，他学得最像的倒是那种政治家的冷静。他那过于做作的冷静会让你浑身起鸡皮疙瘩。更令人百思不得其解的是，每个问题提出后，他都要有意地停顿一下。他似乎真的想知道我们在想什么。有一个实习生问他所罗门兄弟公司对待慈善事业的态度，古特弗罗因德皱起眉头，站在那里沉默了很长一段时间，长到令人不安的程度，然后说：“慈善是一个非常棘手的话题，而我打算善用你

们的收入。”

政治家的外表多少令人感到宽慰，古特弗罗因德并不像我们想象的那样满口粗话。何况他不仅像政治家一样说话，而且连外形也像。他像丘吉尔一样肥胖，白发像哈里·杜鲁门一样日渐稀疏，而他的表情则像戴高乐一样庄重（只是高度够不上）。这就是那个每天早上准备“咬掉熊屁股”老板吗？这就是那个因其野蛮的权术而在整个华尔街臭名昭著的人吗？这就是让各个部门经理闻风丧胆的古特弗罗因德？我们不知道，我甚至不能肯定我们是否想知道。所有这一切高傲的情感表现和蓄意的拖延都在他声威的阴影之下黯然失色。通过口耳相传，我们对他已经非常了解，不会有人愿意冒险去摸老虎屁股。谁知道他什么时候会突然丢掉政治家的伪装呢？我们都知道那不过是迷惑人的假象。太危险了——就好像眼镜蛇在打盹儿。

古特弗罗因德没有说多少话，他的意图只在于在近距离内向我们展示世界级金融家的风采，然后他就退场了。所罗门兄弟公司的经理们对本届培训班的考察也就此结束。

我猜想公司经理们这种不可一世的表现只不过是大量金钱落入口袋后的自然反应。他们还沉醉在由保罗·沃尔克和美国债务人大肆举债所带来的好日子里。原来他们可都是些谨小慎微的人，靠别人的残羹冷炙过活。突然间有人塞给他们一只喂得饱饱的肥鸟，他们干的还是原来的那一摊事，但荣耀却骤然降临。他们的收入发生了戏剧性的变化，生活方式也随之改变。这都是人之常情。

如果你是一个有自制力的人，对自己的银行户头有一种健康的超然心态，这时有人给你寄来一张上千万美元的支票，你的第一反应可能就像中了大奖一样，手舞足蹈，晚上会笑着入睡。但是如果沉醉于财务上的成功，你很可能进一步认为自己无所不能。你会认为这一切都是出自内在的伟大品质。而在讨论独一无二和备受推崇的所罗门兄弟公司文化时，你不由自主地被其吸引并且像古龙香水一样频频使用。

在华尔街上，每个人都认为自己的收入是理所当然的，他们并不在意钱的来路，我们的老板们也不例外。但在所罗门兄弟公司内部，一些资深人士对自己的收入似乎有一种更为复杂的反应。这并不是说他们不能心安理得地看待自己的收入，这些人只是对美国国内爆炸性的债务增长感到不安（他们首先想到的是20世纪20年代末经济大萧条的重演，更

加不妙的前景则是美国丧失自己的经济地位)。所罗门兄弟债券研究方面的负责人亨利·考夫曼，就是公司里最直言不讳的“猫头鹰”。他是债券市场大师，也是所罗门兄弟公司的良知。他的工作是向投资者提供预测，分析他们手上大进大出的券种的走向。他的成功率如此之高，使他成了市场上的名人，如果说他在英语世界的投资人士中无人不晓有些夸张的话，那么至少可以说在《华尔街日报》的读者群中深入人心。但考夫曼也由于屡屡说出别人不敢讲的话而获赠“悲观博士”的称号。所罗门兄弟公司由于他的努力而步入辉煌，而他却似乎希望这一切赶快终结。1987年7月，他在《机构投资者》杂志上撰文：

80年代最引人注目的事件就是债务爆炸式增加，其规模远远超出了历史最高水平。它一路暴涨，把GNP、货币供应量等基本因素远远抛在了身后。它的前景令人担忧，因为它是自由化的金融体制和金融资本主义精神的产物，缺乏自我约束和保护性机制。这就是今天我们所面临的问题。

这就是今天我们所面临的问题：胆大妄为，毫无节制，在债券的泥潭中越陷越深。所罗门兄弟公司是金融企业中的领军者。考夫曼实际上在说，正是我们的所作所为起了助纣为虐的作用。

大多数人都把华尔街看成股票市场的代名词。但是，在20世纪80年代，为整个华尔街定调的却是我们拿手的债券市场。所罗门兄弟公司置身于转折的路口，由于在正确的时间位于正确的地点，它正在纵情享受天外飞来的横财，它为自己高超的债券交易技巧以及它们一再得到验证而喜不自禁。同时，它又为市场前景而提心吊胆，它不知道债券市场的爆发性增长将走向何方。公司应该用拿到手的钱做什么？只要有钱，用处总是不用愁的，每个交易师都有自己的主意，毕竟，对交易师来说，独立见解是最可贵的，但是这些意见往往表现为独断和自以为是。从1980年以后，所罗门兄弟公司赶上了美国有史以来最有利可图、最令人兴奋的商业热潮，一去不回头。

在此后8个星期的培训课程中，主讲人走马灯似的轮换，也分不清楚谁是谁。不过，有一个交易师倒是让我不能忘怀，他有着纽约布鲁克林区的口音，不断猛烈地咳嗽，把痰吐在前面的地板上，烟抽得很凶，只有在吸烟的间隙才讲几句话。此外，还有一样东西使他显得异于常

人。起初我一直弄不清楚到底是什么，后来我才意识到是皱纹，他的年纪很大了。按照我们的看法，工作似乎已经融入他的血肉。他会在不经意间冒出警句妙语：“做交易时，我从不会沾沾自喜，沾沾自喜之后必是失魂落魄。做事有定力方可长久。”我们问他成功的秘诀，他说：“假如周围都是瞎子，哪怕只有一只眼睛的人也可以当老大。”最绝的是，他教给我们鉴别市场信息真伪的方法，令我后来受用无穷：“知者不言，言者不知。”

应该指出，他谈的是股票市场的场景，他在该死的股权投资部任职，这个部门宛如后院里的一潭死水，前面曾提到它的达拉斯分部就是永无出头之日的清水衙门。要想躲开到达拉斯兜售股票的命运，最简单的做法就是不要碰上任何一个股权投资部的人。为了怕被他们相中，在股权投资部来人讲课的时候，我们都把头埋在座位上，唯愿讲完课后再也不要见到他们。当然，这些人绝对不是傻瓜，所罗门兄弟公司是华尔街上首屈一指的新股发行承销商，在股权交易方面也名列三甲，但是，在所罗门兄弟公司内部，股权部的人属于二等公民。原因很简单，相对来说，股权生意不赚钱。

股权部没能设在41层，那是公司的主要交易厅，它设在下面一层。40层的房间天花板低得多，也没有窗户，看上去就像是机房。除了股权交易师，这里还聚集着一大群债券推销员（只有“大老二”级别的债券推销员才有资格在41层办公）。整个40层被淹没在一片推销股票和债券的噪声之中，毫无头绪，永无止息：数百种声音同时发出恳求的语调，还有翻动数据文件的沙沙声。在这个过程中，传来的信息被重新包装为颇具吸引力的投资项目。房间里有个扬声器，他们背地里叫它催命喇叭，41层的一个家伙在喇叭里吆三喝四，催促40层的推销员们卖出更多的债券。有一次，公司正在推销连锁药店Revco的债券（这家药店后来倒闭了，债券也未能按期兑付）。我刚好有事到40层，亲耳听到喇叭里边大嚷道：“加紧干，伙计们，我们可不是在推销真理。”40层的工作简直是人憎鬼厌。

虽然中间只隔一层地板，但40层同权力中枢的距离却不可以物理上的实际距离计。40层与41层的电梯是分开的。两层楼里的人每天要互相讲很多话但却不会碰面。通信系统高度发达，人际联系却少之又少。从这个意义上讲，40层与41层的距离并不比位于达拉斯的推销员与41层更近。在某种程度上，可以说达拉斯的人同权力中心更近一些。至少，当

他们向41层的大人物表示敬意时，考虑到地处偏远，经理至少会道一声辛苦。

* * *

股权投资部是生活中“颠倒游戏”的一个活生生的例子。股票市场一度是华尔街上最主要的收入源泉，佣金丰厚、固定、不讲价。每当一只股票易手，可观的佣金就会流入某个公司里某个经纪人的腰包，而无须付出多少努力。如果成交额是200手，那么经纪人的佣金就会比成交100手高1倍，尽管做成这两单生意的工作量其实是一样的。固定佣金制在1975年5月1日（股票经纪人后来称之为五月节）宣告终结，从那以后，佣金大幅下降。投资者只跟收费最低的经纪人打交道。1976年，整个华尔街的收入减少了大约6亿美元。一向稳健可靠的赚钱机器突然失灵了。

雪上加霜的是债券市场突然间活跃起来。在活跃的债市的反衬下，股票推销员和交易师的收入不免相形见绌。他们还在赚钱，日子也过得相当不错，但比起搞债券的还是差得多。举个例子，股票交易师有哪个够胆敢玩100万美元一把的“说谎者的扑克牌”游戏？他没有这个本钱。

作为实习生，我们一心只想发财。股权部的人要想拉我们入伙可得费点儿功夫。他们出现在讲台上的时候可不会像债券部里的人那样把屁股朝着我们。相反，他们会拉开阵势做一场推销展示。在他们的讲话中似乎总有一种可怜巴巴的乞求味道，这反而令人起疑。我们这帮人可能在任何一个方面反应迟钝，但对时尚却绝对敏感。我们也知道自己在培训课上所受的待遇与主讲人所在部门对我们的需要程度成反比。这里有一条经验之谈：要想谋条好出路，就得当个受气包。

从这个意义上讲，实习生与客户没什么两样。股权部的人取悦、引诱我们的方法与他们用在客户身上兜揽生意的技巧是一样的，因为股票承销也是一个竞争激烈的生意。投资者固然可以从所罗门兄弟这里买到IBM公司的股票，但同样可以在其他40家经纪人那里买到。债券部的人对实习生可以为所欲为，而如果他们愿意，也可以用同样的态度对待自己的客户。因为在某些特定的债券市场，所罗门兄弟是独一无二的交易者。从不同部门的主讲人对我们的态度中可以推断出所罗门兄弟公司在各个市场中的地位和行为标准。虽然没有明说，但人人心里都很清楚：去股权部只能算是舔威利·洛曼[4]的屁股，而去债券部就可以舔到兰博

尽管如此，股权部的人倒是挺快活的，个个中奥秘直到我跟他们混熟了之后才明白。比起债券交易师和推销员，他们身上的压力小得多。他们随遇而安，就像田园牧歌里的农民一样，满足于自己生活的快乐。在泽西拥有一所房子也不错，不一定非要在汉普顿，而能够在佛蒙特滑雪就已令人满足了，何必去瑞士的采尔马特呢？令人不敢恭维的是他们那种职业感。对股权部的人来说，只要心爱的股票市场还在交易，他们并不在意邻居的逼人富贵。他们急于告诉我们这份工作带来灵魂上的充实。为此，在培训项目刚进入股权业务阶段的时候，他们发给每人一本小册子，汇集了诗歌、散文和名人名言。不幸的是，这本小册子的开篇就不讨人喜欢，它取自股权部某人所写的《一个交易师的备忘录》：

市场就像大海一样令人敬畏。闲适的仲夏时节里，你在波平如镜的海面泛舟，微风徐来，令人陶醉。你的心情无比轻松，时而入水嬉戏，时而享受日光浴的畅美。在有节奏的轻微摆动中昏昏欲睡。一阵阴风突然吹过，太阳不见了，乌云笼罩天空，一时间雷电交加，波涛翻滚，你脆弱的小船在波峰浪谷间颠簸。船上有一半的人被冲到大海里……你被冲到崖边——衣不蔽体，精疲力竭，你趴在沙滩上，庆幸自己捡回了一条命……

在课堂上，股权部的人要面对的可不光是波涛汹涌的大海，实习生们从一开始就拒斥他们，场面令人惨不忍睹。股权部的司仪拉斯洛·比里尼每天都要做一次精彩而又鼓动意味十足的演讲，试图打动我们。股权部以下面这种提问方式来推销自己的主要卖点：当你在6点半打开电视时，主持人丹·拉瑟会报道说，今天市场上扬了24点，他指的是什么？“是什么？”拉斯洛大声重复，“是A级工业债券市场吗？不是，他说的是股票市场。”换句话说，如果你加入股权部，至少可以很容易地向你妈妈解释你靠什么吃饭。

拉斯洛强调的另一点则是股票市场的悠久历史和文化。从威尔·罗杰斯到J. K. 加尔布雷思在股票市场方面都有过长篇大论。加入股权部意味着进入一个新境界。我想不出什么是新境界，即使知道，也没有用。拉斯洛的这套说辞完全落了空。历史和文化不能令我们动心，何况那么多杰出人士都曾涉足股票市场，这绝不是一个有吸引力的信号。他们的拙劣作品同《一个交易师的备忘录》一样肉麻，在小册子里有个名叫沃尔特·古特曼的人写道：“股票收报机吐出的字条就像是女人的心意——你

说尽了甜言蜜语，耗尽了自己的耐心，终于等到了最终的结果。希望与憧憬，挫折与绝望，感情的起伏只有追逐女人能够与之相比。”面对这番高论，男实习生们不由得想起自己性征服的经验，而谁又知道女同事们会怎么想呢？

* * *

在内心深处，股票市场里的人并不看重书本知识、学校出身或任何实际经验之外的东西。股市大师本杰明·格雷厄姆的话被用来为此辩护：“在股票市场上，数学工具越复杂、越深奥，由此而得出的结论也就越不可靠、越不准确……微积分或高等代数的使用是一个可靠的警示信号，它说明交易师已经开始用理论来取代经验。”

这听上去是对在座的80位MBA和15位博士的讽刺。如果法律限制你只能用弓箭捕猎，那么火箭筒还有什么用呢？股权部看来是在有意开倒车。它的推销根本没有说到点子上去，这谁都看得出来。于是他们改变了自己的策略，推出一个新人，一个当红的明星。他的任务是用他的智慧和成功来让我们倾心于他。他在股权部最新、最热门的领域里工作——程序交易（后来这种交易工具一直被指责为1987年10月股市崩溃的罪魁祸首）。他介绍了自己的专业工作，然后请我们提问。一个名叫弗兰基·西蒙的芝加哥大学出身的MBA扮演了杀手的角色。

“在交易期权时，”西蒙问道，“你是同时对 γ 、 θ 和 Δ 进行套期保值，还是只为 Δ 做套期保值？如果你没有为 γ 和 θ 做套期保值，那么请问是什么原因？”

这位期权专家不停地点头，差不多有10秒之久。我猜他连问题都没弄明白。我们这些实习生当然已经把讲过的东西全都丢到脑后去了（这的确是个讨厌的问题），但是我们总觉得任何一个有自尊心的期权交易员总不至于被一个实习生难倒。这个可怜人艰难地试图用自嘲来化解尴尬。他说：“你看，我不知道应该怎样回答这个问题，因为我不去碰那些复杂的交易。我回去考虑一下，明天答复你。我还算不上是期权理论的专家。”

弗兰基的回答更妙：“这就是你为什么要在股权部干的原因。”

这下可把他打惨了。股权部派来的年轻的未来之星没有我的天任何反应。他只是缩成一团默不作声地忍受自己的痛苦。多丢脸啊，被实习

生收拾了一顿。

毫无疑问，在股权部上班绝对不酷。所以，当股权部提出要为实习生举办优胜者项目时，你可以想象出我们的恐慌之情。比里尼坚持同我们中的每个人共进晚餐，突然之间，几乎人人都成了达拉斯股权投资分部的候选人。课堂里陷入一片惊慌失措的局面。许多人耍花招让自己招人讨厌，其中有些堪称精于此道。他们当然可以各出奇招，但再也不可能把自己藏起来了。没有人是安全的。谣言迅速传开，据说股权部已经有了一份短短的名单，列出他们感兴趣的人选。接下来的消息更加令人紧张，股权部筹划了一次游船会，邀请名单上的人以做进一步了解。

这条消息可靠吗？的确如此。已经有6个人被摄入比里尼的法眼，具体是哪6个我还没打听出来。不久，邀请函到了，真相得以大白。6个人里后排的占了四席，看来公道自在人心。此外的人选之一是迈伦·塞缪尔斯，但他有护身符，市政债券部已经看中他，他无须紧张。最后一个倒霉鬼，第六个被邀请的，就是——我。

我就像包办婚姻里的新娘第一眼看到她丈夫的丑恶面容时那样，绝望地尖叫起来。想到自己在公司里的前程，这是很自然的反应。我缺乏可靠而直接的关系，不会有哪个部门经理替我出头说话。摆脱这一正在形成的圈套的方法在于冷落股权部的人，与此同时，设法鼓励另一个部门经理向我提出邀请。当然这样做会有风险，我恐怕要得罪股权部，而它们可能以开除我作为报复。虽说它们没有多大的权力，但开除我这个实习生也用不着多大的权力。

游艇已经开出了曼哈顿的南端。股权部的人试图把我们拉到身边，加入他们关于市场的热烈讨论。实习生们使出闪转腾挪的功夫，像拳击手一样害怕对方靠近，在前甲板待上几分钟，然后跑到后甲板，再下到船舱里。就这样，我们兜了一圈又一圈，船上空间挤得就像救生艇。用不了多久就会有人援引《一个交易师的备忘录》里的话套用在这条颠簸起伏的“环线”号上。

配对仪式粗鲁不堪。他们在某个角落逼住你，给你倒上威士忌，等到月亮照到华尔街的街面上之后，再把船停在看得见证交所的地方。然后就会有一位经理把手伸过来环住你的肩膀，他会说你如何如何有才能，这样的年轻人难道不想加入一个注定会大放光彩的职业吗？想想历史！再想想文化！对我来说，此时想起的却是一条华尔街的生存金

律：在别人的船上时，不要接受他的建议，否则到了早上你就会后悔。所以，我格外小心，唯恐给自己惹麻烦。

迈伦·塞缪尔斯把第二天一早称为“豺狼的早晨”。在不堪回首的一夜风流之后，你醒了过来看清了与你同乐的女人的脸，而你的手还枕在她的头下。这时你的反应一定是悄悄地抽回你的手，不要惊动她，像只落入陷阱的豺狼一样立刻溜之大吉。在清晨惨淡的光线里，股权部诸公果然露出了鄙俗的面目。

狩猎游戏还没有结束。他们邀请我们参加所罗门兄弟公司股权部与它最大的客户间的棒球友谊赛。昨天晚上还亲热地搂着我说好话的经理，今天恐怕连我的名字也记不得了。他的心思全都放到客户身上去了，顾不上别的事情。从局面来看，所罗门兄弟来的这批人从一开始就没打算赢球。此外，我们还要为对方的每一个笑话捧场，并且绝不能脸红。我没有让他们失望，在当游击手时故意漏接了几个地滚球，然后笑得上气不接下气——我们的客户多有幽默感啊！而我心里却暗自庆幸昨天晚上躲过了一劫，我一直把自己反锁在盥洗室里。

* * *

随着培训项目日渐接近尾声，“说谎者的扑克牌”在房间后部大行其道。债券交易占据了其中大部分人的思想。现在我们已经不像普通人那样用“买”“卖”的字眼了，代替它们的是“出价”和“要价”。一切都被纳入野心勃勃的交易师们的市场交易对象，从巨人队的点数到第一个日本人睡着的时间，甚至《纽约邮报》最后一页的单词数量。每天早晨，坐在前边的一个年轻人总是这样喊：“甜甜圈，出价25美分。”

债券，债券，更多的债券。做不成交易师的人只好去干推销员。这个群体中包括几位女实习生，她们曾经指望有机会做交易。在所罗门兄弟公司，男人做交易，女人只能出售债券。从来没有人质问过所罗门兄弟公司的性别政策。但是，禁止女性参与交易的直接用意是很明显的：这样一来，女性就不会有机会接近权力中枢。

交易师代表所罗门兄弟公司在市场里下注，而推销员则为交易师摇旗呐喊。推销员们同机构投资者如养老基金、保险公司和储贷协会等打交道。因此，这两种工作所需要的最基本技能不大一样。对交易师来说，最重要的能力是在市场上智胜对手。而对推销员来说，则是人际沟

通的能力。但是，从另一个角度来看，最好的交易师同时也是优秀的推销员，因为他们必须首先劝服推销员，然后才能通过推销员劝服他们的客户购入或售出某只股票。反过来也是一样。最好的推销员同时也是优秀的交易师，他必须找到真心愿意把自己的投资组合交由他来管理的客户。

交易师和推销员之间的区别绝不仅仅是功能上的。在两者中，交易师是老板，这一点不难看出。推销员的年终奖取决于交易师，而交易师的年终奖则取决于交易登记簿上的业绩。推销员拿交易师毫无办法，而交易师则对推销员有完全的控制能力。因此，如果你看到年轻的推销员紧张地跑来跑去，而交易师却坐在一边悠闲地抽雪茄，也就不必感到奇怪了。交易师们的这种飞扬跋扈是制度性原因造成的，因为他们是离钞票最近的一伙人。公司最高领导们也是交易师出身，古特弗罗因德本人就曾是一名交易师。甚至曾经有过这样的传言，这很可能出自交易师之口：公司将开除所有的推销员，只留下交易师们在愉快的环境中做买卖。也没有谁问问，如果推销员都卷铺盖走人了，那么客户又从哪里来？

优秀的债券交易师要头脑灵活，还要有无限的耐力。他们要时刻盯住市场，一天12小时，有时甚至16个小时，盯住的也不仅仅是债券市场。他们要注意十多种金融和商品市场：股票、石油、天然气、外汇以及任何可能对债券市场产生影响的东西。他们在早上7点就坐下来，一直到天黑才能走。很少有人愿意谈论自己的工作，他们就像久历戎行的老兵一样沉默寡言。他们只看重利润和钞票，尤其是钞票，以及所有可以用钱买到的东西，还有富人身上金灿灿的光环。

因为我来公司的时候对自己的将来并没有什么打算，所以我愿意尝试任何工作。不过，我很快就认识到，自己永远也没有希望当一名债券交易师。我见识过各种各样的交易师，但没有一个人和我有哪怕是轻微的相似之处。就本人的观察所及，他们和我毫无共同点，做交易师就好比要把我变成中国人一样难而又难。

看起来我只好去做推销员了。不过，想象中自己做债券推销员的样子似乎也不比做债券交易师好到哪里去。我正在跌跌撞撞间完成从学生到职员转变，无论在所罗门兄弟公司里面还是在公司之外都感到很不适应。随着培训课程的进行，在交易厅工作的前景非但没有令我感到兴奋，反而越来越让我感到痛苦，这对我是一个很大的打击。从41层下来

讲课的债券推销员按说属于公司里的领导层，你从他们的身上可以感觉到领导气质，然而他们的表现在让人难以亲近。除了销售债券，他们对别的东西一概没有兴趣，也从不谈论所罗门兄弟公司之外的世界。他们的生活从41层开始，也在那里结束。我开始怀疑自己是否真的愿意跨进那片不辨晨昏的办公区。

在交易厅里取得成功的人和我从前的想象大不一样。有些人真是令人感到可怕，打击别人抬高自己、捉弄女性、痛骂实习生。在他们眼中没有什么客户，只有落在自己手上的牺牲品。还有一些人则不然，可谓德才兼备。他们鼓励周围的人，对待自己的客户也很公平，对实习生则以礼相待。“大老二”未必就是坏人。问题在于，只要能为公司赚钱，好坏根本无关紧要。在41层，坏家伙并不会因为他们的恶行而受惩罚，相反，他们过得越来越好（他们是不是因为作恶多端而成功，或者是不是这个公司的环境对这种人特别有利，那又是另一回事）。善行在交易厅里并不被看重。既没有人奖赏，也没有人找你麻烦。就那样好了。或者，就不那样好了。

41层是公司里最野心勃勃之人的选择，而那里对利润和荣誉的追求又毫无规则可言。无怪乎在那里工作的人，包括最肆无忌惮的人在内，都会有一种被追捕的感觉。在这里，对想象中的自我利益最放纵的追求被认为是健康有益的，这也是一种共识。要么吃掉别人，要么被人吃掉。41层的人在工作时还得时刻留意着是不是有人想搞垮你，因为说不准什么人看上了系在你脖子下面的铃铛，急不可待地企图取而代之。在所罗门兄弟公司内部，可接受的行为表现虽然不限于区区数种，但由此也可以看出市场经济的力量，如何将人的行为强迫纳入可接受的模式。这是最粗鄙的资本主义，它终将走向自我毁灭。

作为所罗门兄弟公司的实习生，你当然没有资格担心道德问题。你的目标就是生存。能够与这些尔虞我诈的人共事已经是你的荣幸了。就好像一个稀里糊涂地与学校里的恶霸们交上朋友的小学生，你假装对债券部门的缺陷视而不见，以此换取他们的保护。我坐在那里，眼看着各色主讲人进出教室，他们的行为表现让我大开眼界，我从前只在读小说时才领略过如此精彩的表演。作为学生，你只能把因这些品格而获得极大成功作为事实先接受下来，以后再尝试找出答案。就是抱着这种思想，我第一次见到了活生生的“食人鱼”。

这位“食人鱼”是来向我们讲解政府债券生意的。他在操纵金钱方面几乎无所不知，对任何一种生意都了如指掌。他是唯一一个让交易师们害怕的人，因为一般来讲他比他们更了解交易师的工作。如果有人想出难题给他一个错误的报价，他会当场发作让那人下不了台。每当这种时候，别的债券推销员总是带着满意的神情欣赏他的作为。

“食人鱼”身材短而方，活像橄榄球队里的钩球手。此人最大的特点是面无表情，黑色的眼珠从不转动，宛若两个黑洞。即便转起来，也是极缓慢地移动，仿佛一架潜望镜。在讲话时，他的嘴形好像也从无变化，只是按一定比例扩张和收缩，从里面吐出的是一串串轻车熟路的利润分析和亵渎神明的语言。

这天，“食人鱼”的课从痛斥法国政府开始。法国政府曾经发行过一种被圈内人士称为吉斯卡尔（Giscard）的债券（是的，就是汤姆·沃尔夫在《虚荣的篝火》里描写过的那个，为了研究小说中的债券推销员，沃尔夫曾经亲自到41层，就坐在离“食人鱼”近在咫尺的地方）。“食人鱼”被吉斯卡尔弄得很烦，这个绰号的来历是此债券是在法国瓦莱里·吉斯卡尔·德斯坦（Valéry Giscard d'Estaing）政府任期内完成发行的。1978年，法国政府通过这一债券筹集了10亿美元。这当然不是什么问题。问题在于，这种债券可以在一定的条件下兑换成黄金——一盎司32美元。也就是说，如果你持有3200万美元债券，你可以要求兑换成100万盎司的黄金。

“这些笨猪这回可栽了。”“食人鱼”说。他的意思是说法国政府要亏一大笔钱了。这笔债券实际上变成了可兑换债券，而黄金的价格已经升到了500美元一盎司。笨猪们的愚蠢让“食人鱼”感到恶心。他将这一点同法国人5点就下班的恶习联系起来，他实在看不上欧洲人的工作伦理。

法国债券的话题结束之后，他随意画出一些图表告诉我们怎样做政府债券套利交易。在他讲话时，前排的人毕恭毕敬，而后排的人则开始轻笑，前排的人因此更加紧张，担心后排那些人的表现触怒“食人鱼”而惹祸上身。“食人鱼”的话简直不堪入耳。诸如：“要是你他妈的在交易时买了这种债券，你他妈的就等死吧。”“你他妈的要是不盯住他妈的两年期债券，就等着死翘翘吧。”名词、动词、副词，花样翻新。脏字在他的话里无处不在。在他的世界里，各种没有生命的东西在不停地交媾，人们被揭掉了脸皮。我们从未听说过有谁的脸皮被揭掉过，而他却时不时

地提到这一点，仿佛是神经性的抽搐。每当他讲一次，后排的人就笑一回。“食人鱼”是哈佛大学毕业生，他可不管什么学校名誉，向来我行我素。

* * *

在整个培训项目中，我们见识了来自三大债券集团（政府债券、公司债券和抵押债券）的几十名推销员和交易师，但我还能想得起来的不过寥寥数人。“食人鱼”来自政府债券集团，但他之所以给我留下印象与其说是因为他的部门，不如说因为他是风靡所罗门兄弟公司交易厅的脏话运动的代表人物。另一个家伙是公司债券部的，他的口语表达则颇有新意。他试图别出心裁，用更加赤裸裸的威胁来对付我们。“食人鱼”吓倒了前排的人，而在后排的人眼里，他只不过是古怪而已。但这一回，来自公司债券部的人把我们全都震住了。

课程已经进行到第九周了，那天早上我们事先并不知道他要来。他的名字是……算了，就叫他“冷面人”吧，他的血管里流的是冰水。他的话像子弹一样进向空中，轻柔的英国重音强化了语气中的冷漠。他个子很高，足以将整个教室一览无余，可以看清楚教室里每排的12个座位，一共15排。最边上的座位旁边有一条过道从前通到后。进来之后，整整一分钟时间里他没有作声。一个身穿灰色套装、表情冷漠的高个子盯着满屋子好奇的实习生，这一分钟显得格外地长。

“冷面人”沿着过道走过来。到了这种时候，后排的人开始陷入极度的不安。你可以听到他们在窃窃私语：“他到后面来干什么？他不该这样做。他……想……干……什么？”还没到最后一排他就站住了，指了指局促不安地坐在房间中部的某个人问道：“你叫什么名字？”

“罗恩·罗森堡。”实习生回答道。

“好的，罗恩，请告诉我今天的LIBOR是多少？”

“LIBOR？LIBOR？”十几个后排的人开始交头接耳，“LIBOR是他妈的什么东西？”LIBOR是伦敦银行同业拆借利率的缩写，它是伦敦银行之间出借资金的利率，通常在伦敦时间早上8点，也就是纽约时间凌晨3点公布。这就是说，在我们每天早晨7点开课前，LIBOR数据已经发布4个小时了。“冷面人”希望我们能将LIBOR数据烂熟于心，不仅如此，对债券市场上的其他数据也应同样牢记。

“今天早上的LIBOR为7.25%，比昨天上升了0.25个百分点。”罗恩答出来了。真是令人称奇，想不到信手一点居然点中一个真的懂得LIBOR的人。在这个班里，知道LIBOR是什么的人最多也不超过一半，更别提要记住当天的交易数据了。

不过，“冷面人”没有就此为止，他甚至没有向罗森堡表示祝贺，而是接着向教室的后部走去，在他的脚步声中，我们的心情越来越紧张。

“你，”他又指向一个后排的人，“你叫什么名字？”

“比尔·刘易斯。”实习生答道。

“比尔，今天早晨的TED利差是多少？”“冷面人”问道，声调不断提高。TED利差是三月期LIBOR与三月期美国国库券利率之间的差额。后者在我们每天开课前半小时才公布。可以想象，刘易斯根本答不出来。不过，对刘易斯来说，交白卷可是一个原则性的问题。他脸红了，紧抿着嘴，挑衅地看着“冷面人”：“我不知道。”

“为什么？”“冷面人”回瞪道。

“今天早上我没看。”

找到了！“冷面人”走遍整个房间为的就是找这个。无知！懒惰！缺乏投入态度！这是不能容忍的。他告诫我们，实习生必须掌握最新动态，时刻注意保持自己的竞争力，这也正是古特弗罗因德挂在嘴边的说辞。无怪乎我们都觉得交易厅给我们留下了极不友好的印象。还有诸如此类的训诫等等。讲完这一切他才走，但是在走之前，他告诉我们他随时还会回来。

* * *

“冷面人”和“食人鱼”是我在41层最欣赏的两个人，身上毫无矫揉造作之气。他们确很粗鲁，但也很诚实，并且，我想，还很公正。41层的问题是由那些既粗鲁又狭隘的家伙们弄出来的，实习生们背地里叫他们“着火的屁股眼儿”。只要你掌握了自己应该知道的东西，“冷面人”和“食人鱼”就不会为难你了。但是，对那种每次经过他桌子时都要把电话砸到你头上的交易师，你能有什么办法呢？同样，对女人来说，如果已经有太太的董事只要看见你一个人就总想引诱你，那又怎么办？培

训项目里不包括求生训练，但是，也有人能够把41层的恐怖转变成希望。我就认识这样一个年轻的债券推销员，他从培训课程结业刚1年，名叫理查德·奥格雷迪，在41层上班。

奥格雷迪走进教室后的第一件事就是把为课堂录像的机器关掉。然后关上门，再走到窗户边看看这23层的窗檐边有没有偷听的人。干完了这一切之后，他才坐下来。

他先讲自己是怎么进的所罗门兄弟公司。在来这里之前，他是公司聘请的律师。所罗门兄弟公司的律师在了解了交易师的工作后，往往本人也改行做了交易师。事实上，公司主动邀请奥格雷迪加盟交易厅。他是在一个星期五的下午参加面试的，见的第一个部门经理是基默尔·李（他在黑板上写下这位执行委员会成员的名字）。当奥格雷迪走进基默尔的办公室时，后者正在翻阅他的简历。基默尔从简历上抬起头来说道：“阿默斯特学院优秀毕业生联谊会会员，体育明星，哈佛法学院毕业生，你肯定赚了不少钱。”奥格雷迪笑了笑。（在这种情况下，你还能做什么？）

“有什么好笑的？”基默尔问道。

“因为你说我赚了不少钱。”

“这有什么好笑的？”基默尔说，他的语气中渗入了一丝阴险，“你究竟赚了多少钱？”

“那是我自己的事。”奥格雷迪回敬他。

基默尔的手指猛地敲了一下面前的桌子，说：“别跟我耍花腔。如果我知道，你就得告诉我，懂吗？”

奥格雷迪在一场又一场的面试中吃尽了苦头。最后，他终于熬到了面见利奥·科比特的机会，后者就是让我得到这份工作的人。

“好吧，迪克，”科比特说，“要是我请你到这儿来干，你意下如何？”

“是吗？我当然愿意到所罗门兄弟公司来，不过，请给我时间让我回家考虑一两天。”

“你的口气还是当律师时的那副腔调，不像交易师。”科比特说。

“利奥，我不是在做交易，这是投资。”奥格雷迪说道。

“我不想听你那堆哈佛法学院的臭狗屎，”科比特答道，“我开始认为找你可能是一种错误……我要出去一下，10分钟之后回来，等我回来的时候，我希望你会主意。”

奥格雷迪说，他的第一反应是自己刚刚犯下了一个灾难性的判断错误。接着他又恢复了正常人的理智（奥格雷迪之所以让人感到新鲜，是因为和其他来自41层的人不同，他看上去倒像是个真正的人）。是所罗门兄弟公司要我来面试的。可这些王八蛋竟敢对我下最后通牒？奥格雷迪这下子可气极了。科比特离开的时间比他许诺的要长得多，更是火上浇油。

“好吧……”科比特一回来就开了口。

“你听着，就是把全世界的钱都给了我，我也不会给你们干了，”奥格雷迪愤愤地说，“我这辈子都没见过这么多屁股眼儿。收回这份工作，挂到你自己的屁股上去吧。”

“我到底听到了想听的话，”科比特说，“这是一整天里你说的第一句聪明话。”

奥格雷迪怒气冲天离开了所罗门兄弟公司，到另一家华尔街公司那里去谋了份工作。

故事到这里还没有完。奥格雷迪说，就在他奉劝科比特把工作挂回到自己屁股上仅仅1年后，整个场景又重演了一遍。所罗门兄弟再次找上门来，它对自己过去的行为道了歉。所罗门兄弟公司的态度来了180度大转弯，这当然是事出有因。奥格雷迪如今不仅仅是一个优秀的债券推销员，他已经成了交易厅里极为稀缺的“善”的象征（我好像有一次亲眼看到他把零钱施舍给乞丐），一个大受欢迎的人物。令人称奇的不是所罗门兄弟的邀请，而是奥格雷迪为什么会同意考虑。记得有一个聪明人曾说过，历史教给我们的唯一东西就是它没有任何东西可以教给我们。

接下来，他终于道出我们最想知道的东西。“你们一定想知道应该怎

样对付那些屁股眼儿，是吧？”实习生们全都忙不迭地点头。奥格雷迪说，这个秘密他比其他人发现得都要早。在他刚入行的时候，有件事给了他一个很大的教训。

他曾经给一个名叫佩恩·金的高级债券推销员做跟班，后者个子高高的，长着一头金发，堪称交易厅里货真价实的“大老二”。有一天金叫他去拿四种债券的报价，是为一个大客户摩根担保信托公司准备的。奥格雷迪去找做这几种债券的交易师询价。交易师看到他走过来，问他：“他妈的你来干什么？”

“为几种债券询价。”奥格雷迪答道。

“我忙得很。”交易师答道。好吧，奥格雷迪心想：我可以试试看能不能自己去行情记录仪上找找。

行情记录仪就跟一台个人电脑差不多，就在奥格雷迪摆弄行情记录仪的键盘时，佩恩·金等不及了。“我叫你去问，该死的。”他厉声骂道。奥格雷迪只好一路小跑又去找那个交易师。“妈的，”交易师说，“在这儿，自己看吧。”他把一张登记了债券价格的纸递给了奥格雷迪，后者赶忙回去，却发现满满一张纸的数据里偏偏没有他想要的东西。

“那些该死的价格问出来没有？”佩恩吼了起来。

奥格雷迪只好向他解释事情的经过以及他同交易师打交道的困难。

“听着，我告诉你怎么办，”佩恩·金这回可真的动怒了。“你去找那个屁股眼儿，就这样讲：‘喂，屁股眼儿，他妈的上次你给我的那份东西不行，把摩根担保信托公司要的那几个该死的报价给我。’”

奥格雷迪又回到交易师那里，心里盘算着怎么讲才好，至少“屁股眼儿”和“他妈的”这种话他说不出口，得准备一个干净的版本才行。

他打算这样讲：“瞧，真不好意思又来麻烦你，可是摩根担保信托公司是我们最大的客户，我们需要你的帮助……”

可是还没等他走到那个交易师的席位，那家伙已经从座位上站起来尖声嚷道：“你他妈的又回来干什么？我不是告诉你了吗，我……很忙……”

“听着，屁股眼儿，”奥格雷迪一气之下忘了他的干净版本，“他妈的上次你给我的那份东西不行，把摩根担保信托公司要的那几个该死的报价给我，现在就要。”交易师跌坐回自己的座位。奥格雷迪在想象中仿佛比交易师高出两倍。他居高临下地盯着交易师看了足有1分钟。“屁股眼儿！”看看没有反应，他又大吼了一声。

突然，交易师仿佛不敢相信似的，“佩恩！”他半是尖叫半是抱怨地喊远在另一头的奥格雷迪的老板，“他妈的这家伙是怎么回事？”

佩恩轻轻耸了一下肩膀，好像是说他一点儿也不知道。

奥格雷迪昂首走回自己的座位，周围目睹了刚才一幕的三四名交易师都站起来向他致意，佩恩咧嘴大笑。这一招果然灵，不到两分钟时间，那个交易师就亲自把报价拿过来了。

“从那以后，”奥格雷迪面对一屋子屏息静听的听众说，“他再也没有跟我捣过蛋。”

可以想见，这一结局让后排的人乐疯了，他们就像在露天看台上看到大满贯之后那样拼命跺脚。前排的人被他的演说惊得目瞪口呆，说不出话来。从气质和教育背景来看，奥格雷迪无疑属于那种文雅和随和的人。不错，他身上有一股子无赖劲儿，可是要想在41层避免尼安德特人[6]的命运，就不能不学奥格雷迪本来的那一套。这个故事对我们有什么教益？答案很简单，在41层，除非把别人踩到脚下，否则别想站住脚，就算你是阿默斯特学院和哈佛大学法学院的优秀毕业生联谊会会员、体育明星或是向来拿高薪的人也都没有用。跟“屁股眼儿们”打交道有什么秘诀吧？“提高自己的重量级。学一下空手道也大有裨益。”

仿佛为了证明我们的想法，接下来讲课的是抵押债券交易部的人。抵押交易师一向被认为是公司里最牛气的“大老二”，也许只有约翰·梅里韦瑟可以镇住他们。抵押部是公司最赚钱的部门，也是实习生们争破头要去的地方。为了进去，我们甚至不惜恶心自己。抵押部门的课程是整个培训项目中课堂学习阶段的尾声。

41层的抵押交易台位于电梯和我选择用于藏身的角落之间。这个地方是我精心选择的。这里有一个友善的部门经理，他手下的人也是交易厅里最安稳的一群。事实上，这位经理曾许诺向我伸出援手，以免我落到达拉斯的股权部去。此外，他为我提供了暂可栖身的地方。每天早

上，当我跳出电梯进入41层时，总是低着头快速地走向抵押部里的那个位置。每天我都要决定是不是应该走过那些抵押交易台，而我的选择从来都是否定的。抵押交易师们浑身散发着罪恶的激情，令我敬而远之，宁肯绕一个大圈子。还有更邪乎的传言。听说他们向实习生头上扔电话，而且为了能达到更远的地方特意把电话线接长。我后来发现他们也一样向经验丰富的专业人士头上砸电话。甚至连那些在所罗门兄弟公司里工作多年、早已对各种恶作剧见怪不怪的人也从走近抵押部的交易台。华尔街上的每家公司里都有最为人不齿的花花公子，在所罗门兄弟公司里，这些人就出自抵押部。

虽说在抵押交易师面前我怕得要死，但我对他们的工作和老板刘易斯·拉涅里却充满了好奇心。每个实习生都对拉涅里好奇得不得了。拉涅里是个狂放不羁的天才，他的经历可以称得上是一个传奇故事：出身于邮件中心，一路走进交易厅，在美国创造了抵押债券市场（正准备在英国创建一个类似的市场）。拉涅里就是所罗门兄弟公司，所罗门兄弟公司就是拉涅里。每当提到我们公司如何如何了不起时，拉涅里的名字总是被挂在嘴边。他是交易厅精英论的最佳证明。在所罗门兄弟公司里，由于拉涅里的成就，许多不可能的事成为可能。我从未见过这位大人物，但看过他写的东西。我们听说他也要来给我们讲课。

他没有来，而是派了三个高级抵押交易师代表他的部门。这三个家伙加在一起，体重可以轻松超过900磅（408.23千克）。他们在房间前面站成一列，中间那个人叼着我见过的最大号的雪茄——便宜货，但是够大。我记住了这个人。

他什么也不说，只是在实习生们提出问题时咕哝几声，笑一笑。想去抵押债券部的人多得挤破头，他们问了一大串问题，却没有获得任何答案。如果某个实习生问了愚蠢的问题，叼雪茄的那个家伙就会重复一句话，我对此记忆犹新。他说：“哦，这么说你想当抵押交易师。”然后这三个人就一起开始大笑，好像几艘拖轮同时拉响了汽笛。

那个倒霉的学生真的想当抵押交易师，剩下的35个人也无一例外。最后，只有5个人入选。我的名字不在其中，这反倒令我如释重负。我被派到伦敦出任债券推销员，后面会在适当的时候讲述我在伦敦交易厅里的个人感受和经历。不过现在我还要接着讲抵押交易师们的故事，他们是20世纪80年代里公司的灵魂，也是当年整个华尔街的缩影。在教科书中，抵押债券市场的繁荣被认为是导致金融界格局剧变的几个主要因

素之一。我坐在伦敦的交易席位上紧紧地追踪着我们的抵押交易师，因为我一直弄不懂，这么糙的一批人居然做得那么好。我迷上了拉涅里。在好几年时间里，只要紧跟他和他手下的交易师，你赚的钱就会比华尔街任何人都多。我一点儿也不喜欢这些人，但这可能正好从反面证明了他们的价值。他们的存在是公司健康发展的标志，也正如我的加盟意味着公司的病态一样。万一抵押交易师们离开了所罗门兄弟，那真够公司喝一壶的了。也就是说，公司里会只剩下一伙没用的好人。

[4]威利·洛曼（Willy Loman），是阿瑟·米斯获普利策奖的戏剧《推销员之死》中的主角，为其推销工作付出了30多年青春，最终选择以自杀的方式结束了自己的生命。——编者注

[5]兰博（Rambo），是影片《第一滴血》（First Blood）中的男主角。一位孤胆英雄。——编者注

[6]尼安德特人（Neanderthal），是一种在大约12万年到3万年前居住在欧亚及西亚的人种，和现代人不同种，3万多年前，尼安德特人便灭绝了。——编者注

第五章 强盗兄弟会

就像有些人是不可救药的酒鬼一样，抵押交易师是一群永远也喂不饱的饿鬼。除了在吃饭时被打断，再也没有比吃不到东西更令他们愤怒的了。

行善非本愿，施恩必图报。

——古西西里格言

1985年1月，马蒂·奥利瓦刚从哈佛大学毕业，他参加了所罗门兄弟公司的培训项目并且顺利通过。现在，好消息和坏消息一起来了。好消息说，他得到抵押交易部的一个美缺。坏消息是，在头一年里他得忍受别人的恶作剧。高级抵押交易师们顽固地认为，捉弄实习生是最好的启蒙，有助于剥开实习生的伪装，使他们认识到自己是世界上最低贱的动物。毫无疑问，交易师们要为马蒂·奥利瓦此后即将遭受的磨难负全部责任。

有几个交易师总是要马蒂帮他们取午饭。他们冲着他喊：“喂，小子，搞点儿吃的来。”如果这天他们情绪不错，也许会换一副友好的腔调：“马蒂，到时间了，是吧？”当然，他们用不着对马蒂客气，因为他只是一个奴隶。你甚至用不着告诉他买什么，每个实习生都知道，抵押交易师随时随地都可以吃得下任何东西。

就像有些人是不可救药的酒鬼一样，抵押交易师是一群永远也喂不饱的饿鬼。除了在吃饭时被打断，再也没有比吃不到东西更令他们愤怒的了。换句话说，他们可不是那种甲状腺功能亢进的胖子，整天小心翼翼地啜饮减肥可乐，引得人们不禁猜想：“他怎么会这么胖，从来也没看见他吃东西啊？”但他们也不是人们常见的那类整天兴高采烈的胖子，这种人对所有人都无害，也因此受到欢迎。抵押交易师们从肚腩的深处发出不满的哼唧声，他们才不在乎自己的体重呢，个个都像日本的相扑选手。如果他们开口要吃的，抵押交易台边上的实习生总是带回尽可能多的东西，准保没错。

在那个要命的1月份里，可怜的马蒂得从交易厅爬5层楼到上面的咖啡间，他怕别的实习生看到自己这副实在的奴才相。跟他比起来，分到

别的部门里的实习生的处境几乎可以称得上自由人。马蒂快手快脚地在提篮里装满油炸食品、汉堡包、可口可乐、糖果和几十个巧克力薄脆饼，所罗门兄弟公司的餐厅以经常受到纽约市卫生检查部门的警告而闻名于华尔街。马蒂蹑手蹑脚地躲过警卫溜了出来，分文未付。你可以称之为小小的胜利，或称之为备受折磨的灵魂发出的一声小小的自由呼号。当然，也可以简单地归结为省钱。交易师在所罗门兄弟公司的餐室里大吃零食不是什么稀奇事，把食品从咖啡间里偷出来也算不上多么了不起的事，可他万不该向一个肥仔交易师吹嘘他干的好事。

这天下午，马蒂接到了一个电话，对方自称是美国证券交易委员会（SEC）“特殊项目部”的。此人解释说，证券交易委员会有权处理华尔街上各家餐室的投诉，他正在调查一桩举报案件，有关所罗门兄弟公司咖啡间三盒食品失窃一案。问马蒂对此是否知道点儿什么。

“哈哈。”马蒂笑道，感到很好玩。

“不，”这位官员说，“我们是非常认真的。华尔街的道德标准适用于各个层面。”

马蒂又笑了起来，然后他挂断了电话。

第二天一早，马蒂上班时，发现迈克尔·莫塔拉在等他。迈克尔是部门经理，抵押交易部的头头。在培训课程中，就是由他代表那个部门来出席的。交易厅里的聪明人常喜欢模仿莫塔拉，其形象介于《教父》中的马龙·白兰度和《欲望号街车》里的马龙·白兰度之间。

莫塔拉看上去无精打采。他把马蒂请进自己的办公室。“马蒂，我刚接到证券交易委员会特殊项目部打来的一个电话，我也不知道该怎么办。你从我们咖啡室里偷出了食品，是真的吗？”

马蒂点点头。

“你是怎么搞的？我真的不知道会出什么事。好吧，你先回去，我会再找你谈。这可不是闹着玩的。”莫塔拉说。

整整一天，马蒂的表情就像一个已经中了乐透彩头奖，却发现自己把彩票弄丢了的家伙。虽说他是一个年轻的、备受折磨的实习交易师，但他毫无疑问已经站到了“大老二”俱乐部的门口。美国抵押债券市场比

世界上任何一个资本市场发展得都要快，抵押债券交易因此也成了公司里最吃香的业务。既然它在1985年所罗门兄弟公司交易厅里是最受人羡慕的，那么很有可能也是整个华尔街上最热门的业务，因为所罗门兄弟公司的交易厅左右着整个华尔街。

只要能在所罗门兄弟公司里干上两年，年轻的抵押债券交易师就会接到一大批公司的邀请：美林公司、贝尔斯登、高盛、德崇和摩根士丹利，它们都想弄清所罗门兄弟公司抵押魔术的瓶中之秘。这些邀请中大多包括一年至少50万美元的薪水保证，外加交易利润提成。马蒂现在还只是头一年。4年之后，他的工作将会得心应手，税前年收入可能高达100万美元。对于一个22岁的年轻人来说，再也不会比这更好的机会和更理想的工作了。马蒂经过自己的努力，靠着运气的帮助，终于达到了自己的目标。可是，突然之间，眼看这一切就要被咖啡室事件给毁了。情况究竟严重到什么程度？其他抵押交易师看到他魂不守舍的样子，给他放了一天假，让他自己回去品味生活中的大起大落。

第二天，马蒂被告知要到古特弗罗因德的办公室里去一趟。马蒂从未见过约翰·古特弗罗因德，他也不应该见到。有一个抵押交易师曾告诉马蒂：“古特弗罗因德从不会在低级员工身上瞎耽误工夫。”如果古特弗罗因德要见他，那说明偷东西的事已经东窗事发了。古特弗罗因德的办公室离马蒂的座位大约有20米，里边一般是空着的。你在所罗门兄弟公司里干白了头也未必有机会跨进去一步。坏消息总是从那个办公室里的黑暗角落传出来，落在远比马蒂有本事的人头上。当马蒂看见莫塔拉坐在古特弗罗因德的边上时，他知道种种猜测全都破灭了，只剩下一可能性。他硬着头皮走了进去。

古特弗罗因德先是长篇大论地谴责了一番偷东西的行为，然后说道：“马蒂，刚刚我和执行委员会进行了一次马拉松式的艰苦讨论，我们最后的决定是（一个长长的停顿），让你先留下来看看再说。我现在只能告诉你，我们还得再去华盛顿跟证券交易委员会交涉这件事，回头我再找你。”

在市场里混，最重要的资本就是自己的言论和信誉。在每年的培训课上，约翰·古特弗罗因德都要重复这一套。马蒂还是这一行里的新手，他对这句话想必更是诚惶诚恐。不管怎么说，马蒂想这下自己可要完了。只要他还留在华尔街，小偷事件的阴影就总也挥之不去。每当证券交易委员会调查内部交易或偷食品的事件，马蒂都会是一个可疑的对

象。他已经留下了案底，成了别人嘴里的是非。

当马蒂回到自己的抵押交易台时，脸上的表情就好像他刚刚见到了世界末日。在场的20多名抵押交易师再也忍不住了，他们试图把窃笑藏在行情记录仪的后面。马蒂环顾四周，吃惊地发现人人都在笑，而且，更令他吃惊的是，他们全都在笑他。在这个部里有一种叫“找蠢货”的游戏，现在他就是牺牲品。这本来是莫塔拉的鬼点子，后来他又出面说服古特弗罗因德出场增加整个游戏的可信度。马蒂怎么也想不到古特弗罗因德竟会玩这种把戏。“有史以来最出色的蠢货！”一个抵押交易师喊道。这再一次证明了，实习生的轻信简直到了不可理喻的程度。想想看：证券交易委员会怎么会到公司咖啡室里去逮人？！

马蒂理解不了这种幽默。他脸上的表情变化就仿佛一个人刚刚经受了假枪毙的残酷考验，他开始哭起来，然后逃出交易厅，跳进下行电梯。他再也不想回来了。没有人站起来留他，交易师们都笑得前仰后合。古特弗罗因德和莫塔拉在古氏的办公室里笑得喘不上气来。最后，更多的是出于责任而不是同情心，一位名叫安迪·斯通的高级抵押交易师动身出去找马蒂。他之所以觉得自己有责任是因为马蒂是分配给他做奴隶的。斯通本来也是一个比较有人情味的交易师，他在大堂里给马蒂买了一杯啤酒，试图安慰他说刚才的一切只是大家喜欢他的一种表现。如果他们看不上你，根本就不会拿你寻开心。在大街上徘徊了几个小时后，马蒂还是决定回去。

我不知道马蒂怒气冲天地在南曼哈顿大街上兜圈子时的心情。不过平静下来之后，他想必认识到自己别无选择。他已经被金手铐铐在所罗门兄弟公司抵押交易部里了。那几个让这位哈佛毕业生吃尽苦头的交易师牢牢地掌握了1/3的债券市场，他们很可能是美国公司里最赚钱的雇员。他们可以教给马蒂怎样控制市场。斯通没讲真话，他们可不是只拿自己看得起的人寻开心。他们对任何人都是如此。有时，残忍并不是针对某个人的，它几乎成了一种仪式。好在只要熬过1年，马蒂就可以主客易位。到那时就轮到他躲在行情记录仪后面笑个不停了，也会有新的实习生奴隶向隅而泣。不，在1985年的1月，你找不到比迈克尔·莫塔拉和他手下那一小撮富豪兄弟会占据的更好的地界了，所罗门兄弟公司抵押交易师的魅力无法阻挡。

1978—1981

华尔街撮合了货币的借贷双方。1978年春季，所罗门兄弟公司成立了华尔街上第一家抵押债券交易部。在此之前，“借款人”一词在华尔街上指的是大公司，联邦、州和地方政府，其中不包括房屋所有人。在所罗门兄弟公司里，有一个名叫罗伯特·多尔（也有人叫他“鲍勃·多尔”）的合伙人认为这是一件非常奇怪的事，因为成长最快的借款人集团既不是政府也不是企业，而是房屋所有人。早在20世纪30年代，立法机构就采取了一系列刺激措施鼓励美国人借钱买房。抵押贷款利息支付的税收减让政策就是其中最典型的一项，另一项则与储蓄和贷款协会有关。

储贷协会为普通美国人提供了所需的购房贷款的主要部分，同时它还接受政府的支持和保护。储贷业享受种种特惠，诸如存款保险和税收饶让，这些做法间接降低了抵押贷款的利息成本，因为它使储贷协会降低了筹资成本。储贷协会的说客们在华盛顿向国会争取这些特惠条件，每一次他们都大声诉诸民主、国旗甚至苹果派。他们高举“居者有其屋”的旗帜。在他们嘴里，“居者有其屋”就是美国的生活方式。要在国会里站出来反对“居者有其屋”计划，在政治上所冒的风险几乎就像叛国一样。在有利的公共政策的推动下，储贷业开始发展起来，未偿还抵押贷款从1950年的550亿美元上升到1976年的7000亿美元。到1980年1月，又增加到1.2万亿美元。与此同时，抵押债券市场的市值超过了美国股票市场的总市值，成为世界上最大的资本市场。

尽管如此，在1978年的华尔街，住房抵押将成为大买卖的想法仍然被认为是不现实的。与住房抵押有关的一切似乎都是细小和琐碎的，至少在那些经常向首席执行官和政府首脑提供咨询的人看来是如此。储贷协会的总裁通常是小集团中的领导者。他是那种会出面赞助小镇游行花车的人，这就说明了一切，不是吗？他穿涤纶套装，收入高达5位数，而每天的工作时间则不超过10个小时。他加入狮子会、扶轮社，还有储贷业内部的非正式团体“3-6-3俱乐部”。这个俱乐部名字的来历是：用3%的利率借款，以6%的利率贷出，每天下午3点去打高尔夫。

在所罗门兄弟公司的培训项目中，每年都会有4个推销员在课堂里表演向得克萨斯储贷协会推销债券的情景剧。两个人扮演所罗门兄弟公司推销员，两个人则扮演另一方——一家储贷协会的经理。情节是这样的：所罗门兄弟公司推销员到达的时候，储贷协会的经理正要出门，一

个手上拿着网球拍，另一个已经背上了高尔夫球包。储贷协会的人打扮得颇为另类，他们上身穿大翻领花格涤纶夹克，下身穿花格长裤。所罗门兄弟的人向储贷协会经理摇尾乞怜。他们甚至赞美起其中一位身上夹克的大翻领。不料，这却惹怒了另一位经理。“这种小玩意儿也叫大翻领？才这么一点点大，”他用浓重的得克萨斯口音讲道，“如果你从背后看不见，那它就不是什么大翻领。”然后他转过身来，千真万确，大翻领看得清清楚楚，就像是从他肩膀上长出来的翅膀。

闲扯一阵之后，所罗门兄弟公司的推销员拉住他们的客户要做生意。他们建议两位经理买入价值10亿美元的利率互换合约。储贷协会的经理很显然不懂利率互换是什么东西，他们对视一眼，耸了耸肩。一位所罗门兄弟推销员试图向他解释。他们不想听，他们要去高尔夫球场。但所罗门兄弟的推销员总是在最后一分钟缠住他们不让走。“好了，我们就买进10亿美元利率互换合约好了，要不我们就来不及了。”终于有一个经理耐不住了。演出到此结束。

这就是掌握着住房抵押业务的人，在华尔街的牛仔大人物眼中，他们不过是邻家放羊的牧场主。牛仔们干的是债券交易——公司债和政府债。他们在交易时为之手挥足舞的都是债券。他站起来冲着整个交易厅大喊：“我手上有1000万IBM8.5（利率8.5%的债券），101美元成交（期望销售价），现在他妈的就要。”你永远也无法设想一个交易师喊道：“我买下了默文·K·芬克尔伯格6.2万亿美元的住房抵押贷款，101美元成交。20年后到期，利率9%。地点就在诺沃克外面，有3间小卧室。这桩买卖划得来。”交易师没法把房主拿来做讲头。

实际问题当然不会像情景演示的那么简单。抵押合约不是可以用来交易的纸片，它们不是债券。它们是一笔笔的贷款，只能待在做这笔贷款业务的银行里。在习惯于大进大出的华尔街人士眼里，单笔住房抵押业务过于琐碎。没有哪个交易师或投资者愿意跑遍市郊去调查那个刚刚借了钱的房主是不是有足够的信用。住房抵押要想成为债券，首先必须非个人化。

一开始要做的工作是把该抵押贷款同其他人的抵押贷款集中到一起。交易师和投资商相信统计法则，他们可以一次购入某一储贷协会做成的数千桩抵押贷款，从概率上讲，其中可能违约拖欠的只有很小一部分。以此为保证，可以发行一些票据，持票人按比例对抵押贷款集合产生的现金流量拥有所有权，就像从一块大饼上切下来一部分。可以依照

这种原则组织数百万个抵押贷款集合，每个集合都是内部同质的。例如，面额小于11万美元，利率为12%的住房抵押贷款集合。投资该集合的持票人可以获得12%的年收益外加抵押购房房主偿还的本金。

经过标准化处理后，这些票据就可以卖给美国养老基金、东京信托公司、瑞士银行、住在蒙特卡洛港口游艇上逃税的希腊船王，或者任何有钱用于投资的人。一旦实现了标准化，它们就变成了可交易的票据。交易师眼里只有债券，他想要的也只有债券，可以拿在手里上下挥舞的债券。在市场的中央，有一条永远也不能逾越的分界线。一边是抵押贷款购房的房主，另一边则是投资人和交易师。这两伙人永远也不会见面，这听上去有点儿滑稽。借钱给人买房是一项非常个人化的业务。在这个过程中，抵押贷款购房的房主面对的只是当地的储贷协会的经理，钱从他们那儿来，最终也回到他们那儿去。投资者和交易师手里的只是纸片。

鲍勃·多尔第一次对抵押购房业务产生兴趣时，他还在为一位名叫威廉·西蒙的所罗门兄弟公司合伙人工作，西蒙此后曾在杰拉尔德·福特的政府中任财政部长（再后来，他靠着以低廉的价格从美国政府手中买下储贷协会而成了亿万富翁）。人们一般认为，西蒙在培养抵押债券市场的发展过程中出了大力，但多尔的说法却是：“再也没有比他更漠不关心抵押债务市场的了。”在20世纪70年代早期，西蒙为所罗门兄弟公司交易美国国库券。他喜欢站着工作，一杯接一杯地喝冰水。那时，在外人看来，喊价叫价促成债券交易并不是一项时髦的工作。“我刚入行的时候，交易师并不是一个受人敬重的职业，”他后来这样告诉那位名叫L. J. 戴维斯的作家，“我一生中从未雇到一个商学院的毕业生。我总是对手下的交易师说：‘如果你们不做债券交易就去开大卡车吧。别指望在市场上当个知识分子。干好自己的活儿！’”

西蒙不是哈佛毕业生，他出身于拉斐特学院，一路冲杀爬上顶层。在他去大学和商学院演讲时，从来也没有成群结队充满渴望的交易师给他捧场，因为那里根本就没有这种人。他的所作所为也绝不会引起《纽约时报》或《华尔街日报》的关心。在20世纪70年代，谁会在意国库券呢？不过，他的自我感觉倒还挺好。重要的是所罗门兄弟公司自己人的态度，在所罗门兄弟公司内部，国库券交易师无异于王子。国库券是所有债券中最好的券种，而操作国库券的交易师也是所有人里面最吃香的。

西蒙对住房抵押市场的反感源自1970年他同美国政府国民抵押贷款协会（即吉利美，Ginnie Mae）的一次过节。吉利美为不够富裕的公民抵押贷款购房提供担保，这样他们的贷款就获得了与国库券一样的可靠性和信用等级。任何符合联邦住房和退伍军人管理协会（FHA/VA）的规定抵押贷款购房的公民（大约15%的美国购房者符合这一条件）都可以获得一张吉利美印花。吉利美打算把它辖下的贷款汇集起来发行债券。西蒙就是在这个阶段插进来的。作为美国政府最精通债券业务的顾问，他是培育发展债券市场的当然人选。

像大多数抵押贷款一样，吉利美担保的贷款也要求在一定期间归还本金。当然，借款人可以在任何时候全额归还本金，这一点也同大多数抵押贷款一样。而在西蒙看来，这恰恰是吉利美抵押债券的缺陷所在。同公司债券和政府债券的购买者相比，购买这种债券的人对一个关键问题并不知情——他们不知道债券何时到期。如果借款人偿清抵押款，那么原以为自己持有30年期抵押债券的持票人就会发现自己变成大把现金在手。

此外，如果利率下降，借款人会转而以更低的利率为30年期定息抵押贷款融资。结果抵押债券的持有人手上的债券就提前变成了现金。如果投资者可以按原始贷款利率或更高的利率再投资，现金倒也无所谓。但是，如果利率下降了，投资者就会吃亏，因为他的钱再也拿不到从前那种回报率了。对购房者来说，在利率下降时为住房进行再融资是理所当然的，因为他们可以在更低的利率水平下获得新贷款。换句话说，投资于抵押债券的钱是在对贷款人最不利的时刻还回来的。

西蒙试图说服吉利美保护抵押债券购买者（贷款人）的利益。他认为，不能简单地让抵押贷款购房者把现金还给债券持有者，而应该仿照普通债券的做法确立一个固定的偿还期限。否则谁会出钱买这种债券？谁会愿意买一种偿还期限不明的债券？又有谁愿意接受这种随时可能偿付本金的不安定感？但吉利美没有接受他的意见，因此西蒙下决心不理睬吉利美。他指定一个在所罗门兄弟公司内部被称为“咕噜”的人（公司金融部分析师）负责在新的抵押债券市场中制定收费原则。但咕噜向来不会做收费业务，也就是说，这个市场根本就做不起来。

鲍勃·多尔的工作是借钱，为西蒙在美国国债市场上下的赌注融资。多尔的工作实际上就是买卖货币，以最低利率借入、最高利率贷出。但是他的借贷活动仅限于1天的期限范围。第二天又从头再来，周而复

始。货币买卖与债券交易可大不一样，它从来就不是一个吃香的活儿，即使在所罗门兄弟公司内部也无人青睐。货币是所罗门兄弟公司交易的商品中波动性最小的一个品种，因此风险也最低。

货币交易毕竟也是交易。做这个活儿至少得有一只铁拳以及和债券交易一样的奇怪逻辑。试看：一个早上，多尔需要入市购买（借入）5000万美元。经过一番征询，他发现货币市场利率为4%~4.25%，这意味着他可以用4%的利率买入（借得）或在4.25%的利率卖出（借出）。然而，当他开始下单试图以4.25%的利率从市场上买入时，利率已经变成了4.25%~4.5%，大手笔的购入惊动了卖家。多尔报出了购买价：以4.5%的利率买入。市场又变了，这次变成了4.5%~4.75%。他再提高自己的买入价，情况又是一样，如此几番下来，结果没有丝毫改变。于是他跑到西蒙的办公室去诉苦，说他总也买不到需要的货币量。卖家们就像小鸡一样跑掉了。

“那你就当卖家好了。”西蒙说。

这回多尔成了卖家，尽管他应该是买家。他在5.5%的水平卖出5000万美元。接着，又在同一水平卖出同样的数额。正如西蒙所预料的那样，市场崩溃了。人人都想当卖家，场内再也没有一个买家。“现在买回来。”当市场跌到4%时，西蒙下了指令。多尔不仅在4%的价位上买到了他需要的5000万美元，而且从先前高价位卖出的生意中赚了钱。这就是所罗门兄弟债券交易师的思维方式。无论他要做什么，首要的事情就是放下这个念头。意念守一，然后感觉一下市场的脉动。如果市场躁动不安，场内人士饱受惊吓、灰心丧气，他会像牧羊人一样把他们带到一个安全的角落。然后，让他们为自己的不安支付代价。他就坐在市场里等着它吐出金币，只有到了这时他才开始考虑自己到市场来的目的。

鲍勃·多尔喜爱交易。尽管他无须对吉利美负官方的责任，但他还是开始做这种债券的生意——总得有人做。到了1977年9月，他已经成了所罗门兄弟公司里的抵押债券权威。他和德崇证券公司的首席执行官弗雷德·约瑟夫的哥哥斯蒂芬·约瑟夫一起主持了首次抵押债券的私募。他们劝说美国银行出售它发放的住房抵押贷款——以债券的形式。另一方面，他们又劝说投资者，例如保险公司，来购买新型的抵押债券。经过这样一番处理之后，美国银行拿回了它一开始借给那些抵押贷款购房者的现金，而这些钱立刻又可以用来再出借。抵押贷款购房者继续向美国银行归还抵押贷款款项，但是这些钱只是在美国银行过一过手，就支付

给了购买美国银行所发行债券的所罗门兄弟公司的客户们。

多尔心里有底了，这代表着未来的潮流。他认为购房需求的高涨将导致资金短缺。人口年龄在增长，人均住房面积迅速增加。整个国家越来越有钱，想买第二套房的人也会越来越多。储贷协会的发展满足不了对贷款的需求。他还注意到，人口从铁锈地带（Rust Belt）向阳光地带（Sun Belt）的稳定转移，导致了系统性不平衡。阳光地带的储贷业只能吸收到少量的存款，但购房者对贷款的需求却很高。多尔想出了一个解决的办法。通过购入阳光地带储贷协会的抵押债券，铁锈地带的储贷协会可以有效地把款项贷给阳光地带的购房者。

应所罗门兄弟公司执行委员会的要求，多尔撰写了一份三页纸的备忘录，总结了他对开发这一市场的信条。正是这份备忘录促使约翰·古特弗罗因德将吉利美的债券交易从政府债券交易部中分离出来，建立了专门的抵押部。那是在1978年春天，古特弗罗因德刚刚被他的前任威廉·所罗门指定为公司董事长，后者的父亲是当年创建公司的三巨头之一。多尔停下了买卖货币的工作，改坐到离他以前那张桌子几英尺远的一个座位里，开始考虑未来几年的计划。他认识到，自己需要一个金融家帮他同银行和储贷协会谈判，劝说它们效仿美国银行出售它们手里的贷款资产。这些贷款可以转化成抵押债券。斯蒂芬·约瑟夫是从事这一工作的理想人选，他在美国银行的那桩生意里同多尔有密切的合作。

此外，多尔还需要一个交易师为约瑟夫创造的债券组织一个交易市场，而这个问题可能更麻烦一些。交易师绝对是个关键人物，他负责在市场里买卖债券。一个大牌交易师可以激发投资者的信心，他的出场本身也有助于市场的成长发育，而且他还能给所罗门兄弟公司带来利润。正因为如此，大牌交易师是众人仰慕、关注和热衷于结识的人。多尔一直都是抵押交易师，而现在，因为要出任经理，他必须从公司债券部或政府债券交易部借来一名公认的赢家。这里面有一个问题。在所罗门兄弟公司，如果某个部门允许它的人离开，那一定是它想开掉此人。如果想从别的部门挖人，他们给你的只能是你不想要的人。

但是，因为有约翰·古特弗罗因德撑腰，多尔还是如愿以偿，弄到了他最想要的人：刘易斯·拉涅里，一个30岁的公用事业债券交易师（负责交易公用事业的债券，如路易斯安那能源与照明公司）。拉涅里转入抵押部是债券交易师黄金岁月到来前夕的一个关键性事件。1978年年中，他被指派到抵押部工作。从此，抵押市场的发展便成了所罗门兄弟公司

内部的传奇。

多尔当然知道为什么要选择拉涅里。“我需要的是一个强悍的交易师。刘易斯不是普通的交易师，他拥有创造一个市场所需的意愿和斗志。他是个沉得住气的人，只要有必要，他会当着经理的面隐瞒100万美元的亏损。他不会因为道德上的考虑而裹足不前。当然，道德这个字眼用得并不合适，不过你能明白我的意思。我从没见过脑子动得比他还快的人，不管是受过教育的还是没受过教育的。最棒的是，他还是一个梦想家。”

当古特弗罗因德告诉他公司任命他为新筹办的抵押债券部首席交易师时，刘易斯一点儿思想准备都没有。“我是公司债券部里最红的交易师，我不明白这是怎么回事。”这一调动使他离开了热闹的交易中心。公用事业债券正在赚大钱。如果一个人赚不到佣金，那就休想在所罗门兄弟公司里往上爬，在这一点上绝无客气可言。到年底时，他要指着那堆钱大声说：“看，那是我赚的。”收入意味着权力。在刘易斯看来，如果去抵押部干，年底根本就不会赚到多少钱，也就不会有升迁的机会。现在想起来，他当初的担心荒谬得可笑。6年之后，也就是1984年，拉涅里得意扬扬地宣布，他的抵押交易部赚的钱比华尔街上所有别家公司的抵押业务部加在一起还多。谈到抵押部的成就时，拉涅里不由得趾高气扬起来。他后来当上了所罗门兄弟公司的副董事长，仅次于古特弗罗因德。古特弗罗因德总是把拉涅里的名字挂在嘴边，把他当作接班人的人选。不过，1978年的时候，拉涅里做梦也想不到这些。在接到任命时，他觉得自己被出卖了。

“我仿佛听到他们正在议论：‘恭喜恭喜，我们想把你流放到西伯利亚去。’我不打算违抗，这不是我的行事风格。我只是缠住约翰一味地问他：‘为什么是我？’甚至在调动完成后，也不断有朋友来问我什么时候得罪了约翰。交易亏损，还是违反纪律，要么还有别的事？”就像西蒙一样，在拉涅里眼中，抵押交易市场就像是后娘养的丑儿子。谁会要买这些债券？谁会愿意借钱给一个随时可能偿付本金的抵押贷款购房者？何况，那儿也没有什么债券可交易的。“只有几种吉利美债券（再加上一份美国银行的合约），没有人看得上眼。我的任务就是发掘别的可以用来交易的品种。”

拉涅里童年时的梦想是在意大利餐厅里当厨师长。可是后来他在布鲁克林的斯内克山上出了一次车祸，头部受重伤，留下哮喘的病根，从

此再也闻不得厨房的味道，由此，梦想破灭了。1968年，他正在圣约翰大学英语专业读二年级，当时他在所罗门兄弟公司的邮件中心找了一份夜急送的兼职。所罗门兄弟付他的薪水是每星期70美元。上班几个月之后，他遇到了经济上的困难。他不能指望从爹妈那里要钱（父亲在他13岁时就已经去世了），而他的太太卧病在床，医药费单子上的数字越来越大。他当时只有19岁，名下的全部财产就是每周支付的薪水。

最后，他走投无路，只好去找一位所罗门兄弟公司的合伙人，虽说他们的关系仅仅是认识而已。“要知道，”今天，回忆起这件事，拉涅里讲道，“我可以肯定自己会被开除，我真的是那样认为的。”出乎他的意料，合伙人告诉他公司会负责。拉涅里以为这笔钱会从他的周薪中扣除，而没有薪水他肯定活不下去，于是他开始抱怨。“公司会负责的。”这位合伙人重复了一遍。所罗门兄弟公司在3个月里为邮件中心职员太太支付了1万美元的账单。没有人为此举行委员会会议来讨论这样做是否得当。拉涅里找的那个合伙人在答应下来之前甚至都没有犹豫一下。他只知道公司应当支付账单，别无其他理由。

谁也不能肯定已经去世多年的所罗门兄弟公司合伙人当年究竟说过哪些话，但拉涅里却牢记于心：“我们会对刘易斯·拉涅里负责到底。”这一做法深深地感动了拉涅里。当他谈起忠诚，谈起所罗门兄弟和雇员之间的“契约”关系时，总会提到这件事。“从那时起，”一位他手下的抵押交易师说，“刘易斯爱上了公司。”在他眼里，所罗门兄弟公司已经不仅仅是一个企业了。“这个公司对雇员负责，”拉涅里说，“有些话人人都会讲，诸如‘做好人比当好经理更重要’。但这里的人却是认真的。我们都是手足兄弟。正如人们所说的，这是一种神圣的契约。”

口惠总要比现实来得轻松。你可以像拉涅里所说的那样向公司付出自己的信任和忠诚，但拉涅里却不会因此而要你。“我信仰上帝，但绝不会当圣人。”拉涅里曾经这样告诉《绅士》杂志的一个采访记者。这并不是说他没有做人的原则，但他坚信有时目的比手段更重要。此外，他对个人利益也有一种执着的追求。在他和公司债券部之间（是公用事业债券交易的上级管理机构）存在关系紧张的种种迹象。1977年9月，他的死对头比尔·佛特晋升为合伙人，而他却未能如愿。“刘易斯听到消息之后气急败坏。”斯蒂芬·约瑟夫说。一位20世纪70年代曾在所罗门兄弟公司工作过的债券推销员回忆说：“刘易斯属于那种为争待遇而大吵大闹的公司债券交易师。刘易斯一口咬定公司支付给他的薪酬比不上他的贡

献。他当时的话我还记得清清楚楚，他说：“如果不是因为我在这儿可以为所欲为，我早就不干了。”

他身材难看，阔嘴巴，又是个暴脾气。为他服务的后台职员还记得，他当年站在桌子上一边挥舞手臂，一边用最大的音量尖声告诉他们应该怎么干的情景，活像个拳击比赛裁判。不过，他也有可爱之处，至少他希望别人喜欢他。“我没有私敌，”他说，“连我的竞争对手也喜欢我，即使他们抱怨我独揽生意，不给他们机会。”

拉涅里初到所罗门兄弟公司时，邮件中心里的职员多半是刚刚移民到美国还不会说英语的人。他们工作效率不高，其中的一个表现就是在发出的信件上贴太多的邮票。他的第一个贡献就是削减成本，这多少有点儿讽刺性，因为事实上他从未真正关心过成本，因为他无暇顾及细节。“我想出了一个绝妙的点子，把美国地图钉在墙上，用荧光笔画出邮政区的边缘。因为这个举措，我被提升为主管。”担任白天快送的主管之后，他立刻搬出了圣约翰。“这对我来说是再自然不过的了。”他回忆说。接着，他从邮件中心的主管进入职员后台办公室，从而使他获得了直接接触交易和交易师的机会。到1974年，他终于如愿以偿，坐上了公司债券部公用事业债券交易师的位子。

1985年，当马蒂·奥利瓦从哈佛大学进入培训项目，再从这里出发转入抵押交易部时，在后台和前台之间早已形成了一道不可逾越的障碍。培养交易师的程序也严格地系统化了。首先你得有一份简历。大学毕业是起码的要求，最好在商学院镀过金。重要的是看上去要像个投资银行家。而在20世纪70年代中期时还不兴这一套，拉涅里大学没毕业，没有履历表，他看上去更像意大利餐馆的厨师长而不是投资银行家。用他从前的合伙人的话来说，拉涅里是个“肥胖而粗鲁”的人。不过，显然这些都无所谓。“如果交易厅里有什么人离职不干了，他们会冲手边最近的家伙喊一嗓子：‘喂，你来干。’”汤姆·肯德尔回忆说，他自己就是从后台进入刘易斯·拉涅里的抵押部的，“一个交易师会说：‘嗨，你是个聪明的孩子，坐下，坐在那儿。’”而如果你真的是一个极为聪明的孩子，就像拉涅里，你就会从此发迹。

在进入抵押部之前，拉涅里在工作过的每一个部里都是绝对主力。公司鼓励野心和挑战，它的原则是从不干扰自然的丛林法则。就任新成立的抵押部首席交易师之后仅仅几个月的时间，拉涅里已经把这个部牢牢地攥在手心里了。大家要顺着拉涅里的野心，连多尔都要让他三分。

多尔生了病，经常不在公司。在他离开期间，拉涅里自作主张成立了研究部（“抵押交易要靠数学”，他本人虽然没有读完大学，但却坚持这一点），邀请一位大师级数学家迈克尔·沃尔德曼出任该职。沃尔德曼回忆道，他的邀请是以“刘易斯式的强迫方式”提出的。

接着，拉涅里劝说公司给他组织一支销售队伍，开展天知道的抵押债券交易工作。突然之间，十几名销售人员发现自己换了座位，不得不开始想办法取悦拉涅里。里奇·舒斯特以前在所罗门兄弟公司芝加哥办事处当负责储贷协会业务的债券推销员，现在则变成了替拉涅里工作的抵押债券推销员。“有一次我打电话给商业票据交易部却错拨到了抵押部。刘易斯刚好接到这个电话，他立刻明白了这是怎么回事。他向我大吼：‘你他妈的干吗要卖商业票据？公司付你薪水是为了让你卖抵押债券。’”在拉涅里的驱赶下，推销员们开始专注于抵押交易业务。

斯蒂芬·约瑟夫是唯一一个可能接替多尔的竞争对手，但他却是一个公司金融专家而不是交易师。正如他所说的，“那时，在所罗门兄弟公司你不可能想象把一个主要的交易部门交给一个公司金融专家去管理”。相反，你却可以将一个主要的金融项目交给交易师指导。斯蒂芬自然挡不住拉涅里的升迁之路，拉涅里反过来嘲笑公司金融部是一个吃闲饭的部门，连女人都要。（抵押部里从来就不会有什么性别平等的念头。一位曾经想加入抵押交易业务但遭到拒绝的女士后来讲道：“要想坐上抵押交易台，非得是白种男人不可。”直到1986年，抵押债券交易部里从来都没有女交易师。）

鲍勃·多尔消失了，尽管他本人直到1984年才离开所罗门兄弟公司。他发现自己无事可干，雇用了拉涅里几个月之后，他就被挤了出来。这种事情在所罗门兄弟公司可谓司空见惯。挑战者逐渐变得更有活力，更熟悉客户，对同事的影响力也越来越大，在不知不觉中，那个被挑战者似乎是蒸发掉了。他好像变成了过时的废物，就像汽车上的手摇曲柄。管理层对此不闻不问，输家最后只能离开。

“古特弗罗因德从来没有跟我打过招呼，说他想要刘易斯·拉涅里接替我，”多尔说，“我就这样被挂了起来，足足6个月之后我才意识到，原来这里没我什么事了。”拉涅里至今还把抵押债券市场称为“鲍勃的远见”。1984年，多尔离开了。他先是到摩根士丹利，然后又去为斯蒂芬·约瑟夫工作，后者已经离开所罗门兄弟公司去了德崇证券公司。“假如我不信仰资本主义体制，那么我绝对不能接受所发生的一切。但我的确信

仰它：适者生存。”多尔是在接受《纽约时报》记者詹姆斯·斯特恩戈尔德时讲这番话的。后者试图了解所罗门兄弟公司过去那些合伙人的遭遇。

* * *

1979年2月，古特弗罗因德正式任命拉涅里为整个抵押业务的负责人。此后两年半的时间里，在外人眼里，抵押部更像一出闹剧而不是一项认真的事业。拉涅里按自己的形象招募人员：意大利人、自学成才者、大嗓门和肥胖者。像拉涅里一样，第一批人员来自后台办公室。其中只有一人拥有大学学历，是曼哈顿大学文学士。抵押交易台的创建之父除了拉涅里之外，还有约翰·德安东纳、彼得·马罗和曼尼·阿拉瓦奇，最后则是比尔·埃斯波西托和罗恩·迪帕斯奎尔。他们相互间直呼其名或昵称：刘易、约翰尼、彼得、曼尼、比利和龙尼。听起来更像棒球场上的内野手而不是投资银行家。“有关我在邮件中心的种种传闻全部所言不虚，”拉涅里说，“我掌管抵押部之后，开始不无虔敬地从后台选拔人才。起初我是出于道德原因这样干的，但是效果很不错，他们喜欢这份工作。他们不会理直气壮地认为社会欠他们一份工作，因此他们也显得更为忠诚。”但拉涅里同样也希望从所罗门兄弟培训项目中招募有活力的年轻人。接下来的一幕是，抵押部迎来了第一个实习生，也是第一个MBA、第一个瘦子、第一个犹太人——杰弗里·克隆塔尔。

克隆塔尔回忆说，他是1979年所罗门兄弟公司培训班里唯一一个以普通职员身份开始其职业生涯的。分到其他部门的人都有了推销员或交易师的头衔。克隆塔尔甚至不是首席办事员，他只是屈居于彼得·马罗之下的低级职员。作为低级职员，他的首要责任是跟踪约翰·德安东纳负责的债券头寸。

克隆塔尔刚刚从五年制的沃顿商学院毕业，包括本科教育和MBA课程——美国最接近于金融家所需要的交易学校，他有远比德安东纳的头寸更感兴趣的事。这一点让约翰尼颇为不快。德安东纳有时会靠在靠背椅上发问：“杰弗里，什么是债券头寸？”

杰弗里会说：“我不知道。”

德安东纳回头向拉涅里嚷道：“这家伙他妈的是干什么的？他说他不知道头寸是什么。”

拉涅里会接着冲彼得嚷：“这家伙他妈的是干什么的？你手下的人不知道头寸是什么。”

彼得又对着杰弗里喊：“为什么你不知道头寸是什么？”

杰弗里只是耸耸肩算作回答。

杰弗里不会把这放在心上，理由有两个。第一，他知道拉涅里喜欢自己，而拉涅里是老板。克隆塔尔同意加入抵押部，这给了拉涅里一个面子。根据克隆塔尔的回忆，在他的班里，人们对羽翼未丰的抵押部敬而远之。“这肯定不是MBA毕业生的去处，抵押交易师都是唐尼·格林之流的人物。”他说。

唐尼·格林之流指的是那些让实习生不好过的人。他们对任何没有给公司赚来大笔现钞的人都怀有敌意，并且极为粗鲁地对待他们。

“唐尼·格林之流在你凑过去坐在身边时不会同你打招呼，而在你走开的时候也不会道再见，他对你视若无睹。没有实习生够胆坐在唐尼·格林身边。”克隆塔尔说。唐尼·格林曾在最黑暗的日子里当过所罗门兄弟公司的交易师，那年头，交易师胸口的毛比头上的还要多。大家都记得，他有一次叫住了一个正准备出门搭纽约去往芝加哥班机的毛头小子。格林抽出一张10美元的票子塞到这个推销员手里。“嗨，拿这钱给你上点儿坠机保险，受益人填我的名字。”他说。“为什么？”推销员转向他。“我觉得今天特别走运。”格林说。

“谁也不愿意走进抵押部。”克隆塔尔说。甚至连拉涅里也承认，杰弗里自愿加入抵押部的决定是极其愚蠢的。那么克隆塔尔究竟为什么要那么干？“我当然有自己的考虑。首先，我只有23岁，一人吃饱全家不饿，就算失败了也没有什么了不起的。其次，公司想必对抵押交易业务寄予厚望，否则他们不会让刘易去负责这一摊。”

克隆塔尔之所以不把上司们的大吵大叫放在眼里，另一个原因是拉涅里本人并不看重职员的工作。“刘易常说我是他见到的第二个最差的职员，而第一个就是他自己。”克隆塔尔说。不过职员也的确没有多少事可做。在这个意义上还可以说，任何人没有什么事可做。抵押交易市场就像金融市场里的鬼城：一切都静止不动，什么交易也做不成。这意味着他们不赚钱。拉涅里意识到，为了弄到债券来交易，他必须打开一条路，劝说所罗门兄弟的客户们来玩这个游戏。他也许得先扮作赌场的促

销员，引诱客户走进这个场子。但为了把自己从交易台上解放出来，拉涅里需要找一个“首席交易师”。他匆匆做出了人选决定，请马罗出任此职，这是一个小小的判断错误但却相当有趣，也许不是他的第一次，不过可以肯定不是最后一次。

“马罗是从美林证券公司来的，他对这里的情况一无所知。”塞缪尔·萨克斯说，后者是1979年进抵押部的债券推销员。部里的交易师们个个衣冠不整，马罗却穿了一身三件套的涤纶套装，胸前挂着一根晃来晃去的金表链。他的仪表无可挑剔，头发一丝不乱。萨克斯说：“他会斜侧着身子问刘易：‘你看好它们（指的是债券市场）吗？’刘易可能会说：‘我很看好！’马罗就会附和道：‘是的，我也看好，我也看好。’15分钟后，他又会斜侧着身子问刘易：‘你现在觉得它们怎么样？’刘易可能会说：‘我一点儿也不看好。’而马罗也会来个180度大转变：‘我也不看好，一点儿也不看好。’”马罗在所罗门兄弟公司抵押交易部头头的位置上待了将近9个月。

* * *

首席交易师的位置不能总空着。1980年5月，迈克尔·莫塔拉（“肥脚”）从伦敦办事处被调回。他在那里当交易师，现在回来补马罗空出的缺。莫塔拉以前在伦敦的一个同事还记得他打好行李包后那一副惶惶不安的样子，不知道回去之后会怎样。时至今日，莫塔拉仍声称那时自己对回来后的工作胸有成竹。想当初，他可是有苦说不出。整整1年没有赚到钱，抵押部成了所罗门兄弟内部的笑柄，它的前景看来实在不妙。在这一小撮教育不足的意大利人和公司其他部门之间，嫌隙在一天天增长。抵押交易师们对公司债券和政府债券交易师深恶痛绝。

钱只是问题的一部分。所罗门兄弟公司的报酬机制，就像它对实习生的工作分配一样，具有浓厚的政治色彩。年终奖金的发放并不是同此人所赚取的利润直接挂钩的，相反，它在很大程度上取决于所罗门兄弟公司报酬评定委员会对该员工价值的感觉。年终奖的发放原则是高度主观性的，朝中有人和交易业绩同样重要。而抵押部既赚不到钱也没有人出头为他们说话。“我手下的人得不到应有的报酬，”拉涅里说，“他们被看成是二流的人物，但他们是黑绵羊中队[7]。”最让交易师痛苦的不是报酬的绝对值而是他们同其他债券交易师的差距。“你感觉好像公司是在可怜你（才给你发几个钱）。”一个叫汤姆·肯德尔的前抵押交易师如是说。

“如果你问他们，”拉涅里说，“他们会告诉你，公司债券交易师赚的钱比你们多一倍。”一般来讲，奖金数目属于管理层的秘密。话是不错，但在所罗门兄弟公司里，要想瞒住一大笔奖金就像是在高中男生的更衣室里保住一次艳遇的秘密一样不可能。只要不到1个小时的时间，交易师们就会知道别人的奖金数额。

如果抵押交易师和别的债券交易师之间的矛盾仅仅是钱引起的，那么它最终还是可以修复的。现在的问题是，双方在文化上的差距也在不断扩大。在20世纪70年代后期，所罗门兄弟招聘政策的制定者吉姆·马西决定，公司有必要提升它的人员素质。“他得出结论说，我们不能总是让一批不上档次的乡巴佬坐在交易厅里。”斯科特·布里滕汉姆回忆道。1980年时，他是马西手下的招募官，后来转入抵押部当交易师。

所罗门兄弟公司开始向华尔街上的其他公司看齐。它也像高盛公司和摩根士丹利一样招入MBA毕业生，其社会效果显著，而公司的集体智慧也同样提到了提升。就像戈德曼、萨克斯、雷曼、库恩和洛布等家族的人一样，所罗门兄弟的人总觉得自己属于像作家斯蒂芬·伯明翰所说的“我们的一伙”，尽管我们还没走到要在大都会博物馆里树立自己天使般的塑像那一步。公司以前一向是由犹太人经营的，现在则由一群先后到来的WASP[8]掌管，一群面色苍白的WASP，他们从社会竞争中脱颖而出。形象的提升刚好发生在1981年公司出售给商品交易商菲利普兄弟那段时期。所罗门兄弟不再由合伙人所有，它变成了一家公司。合伙人从这次销售中平均每人获得了780万美元的补偿。就像他们自己讲的，这一切都在一瞬间发生了，“现在我们有钱了，下一步干什么？”拥有了一个帝国？社会身份显赫？去巴黎度周末？去圣詹姆斯宫赴夜宴？

* * *

同别的部门相比，不管是政府债券部还是公司债券部，抵押部的文化更为丰富并且脚踏实地。其他部门逐渐获得了一种新的人格，抵押部却保持了一种鲜明的风格。拉涅里将两类迥然相异但风格同样鲜明的族群融合成一个统一的风格。所有的交易师大致来自两种背景：创办抵押部的意大利人和刚从培训班出来的拥有MBA学位的犹太人。我不能肯定他们是否像人们所说的那样具有真正的种族特征，但他们是受压迫的少数。他们个性鲜明，收敛可不是他们的风格。应该说，他们属于后排人物。

从外部标准来看，抵押交易部的种族歧视和性别歧视问题是够严重的：几乎没有黑人和东方人，而且一个女性也没有。不过，同别的部门比起来，抵押部可以算得上是联合国。所罗门兄弟公司年度报告上的照片透露了内幕。20世纪70年代后期的年度报告看上去就像呼吁世界和平的广告。一幅幅照片，有黑人、黄种人、白人，男男女女在洒满阳光的会议桌旁和谐地工作着。可是到了80年代中期，所有的黑面孔、黄面孔和女性形象都像变戏法似的不见了。年度报告上是清一色的白人男性。

抵押部变成了白人兄弟会分会。其中有一条心照不宣的协定，拉涅里会尽其所能地为他的交易师争取利益，以此换取他们对自己的忠诚。相对而言，他们的责任比拉涅里轻一些。更多的交易师出身于商学院，而不是邮件中心。许多人在经济上拥有独立性，他们不需要拉涅里在这方面的关怀，而拉涅里喜欢待在他能有所贡献的圈子里。他喜欢部里的人，但他更喜欢“拉涅里的人”。他愿意为交易师支付他们付不起的医药费开支。比尔·埃斯波西托看好一套房子，但还差1.9万美元，拉涅里让所罗门兄弟公司出钱补上。“他很抱歉，原本他是想自己掏钱的。”埃斯波西托说。

不管怎么说，他还是打动了不少人。1979年，从沃顿商学院毕业的汤姆·肯德尔加入抵押部，在后台做了短暂停留。1980年，克隆塔尔在沃顿大学优秀毕业生联谊会里的学弟梅森·豪普特，还有从斯坦福大学来的史蒂夫·罗思也相继加盟。1981年，又有两名哈佛人——安迪·斯通和沃尔夫·纳都尔曼进入抵押部。在他们眼里，他们在公司里的地位同拉涅里没有什么两样。正如纳都尔曼所言，“汤姆·斯特劳斯（政府债券部里正在崛起的台柱子）和他手下的一伙打着爱马仕的领带，个个能上铁人三项比赛，拉涅里这边的人则更像一个意大利家庭。政府债券部的人吃得少，裤管打晃”。抵押部的人对此的看法则是：“为什么他们一天只吃两餐？是因为不喜欢吃吗？你可曾见过一个胖点儿的政府债券交易师？当然不会。他们又瘦又狡猾，他们歧视肥胖。是的，我当然知道自己在说什么，我自己就很胖。”

“看得出来，尽管公司里别的部门的人容忍我们，但他们心里却满是不屑，”汤姆·肯德尔说，“他们会问：‘你们这些坐在角落里的家伙靠他妈的什么来赚钱？’”作为实习生，安迪·斯通最难忘的记忆是有一次他指着拉涅里部门的方向问一个公司债券交易师，那里是些什么人。“什么也不是，”这位交易师回答，“抵押部，一个什么都算不上的部门，没人愿意

去。”所罗门兄弟公司政府债券交易部的头头克雷格·科茨曾经问斯通：“为什么你会考虑去抵押部，你本来有机会进政府债券部的？”即使是在上层，肥胖一族也认为瘦子一族对他们不怀好意。前部门经理莫塔拉说：“公司内部就像被划分为一块块的领地。其他部门的人在意的全都是怎样保住自己的业务，谁也不去动开发新业务的脑筋。”

抵押部对外界的敌意在1980年早期尤甚，当时风传别的部门要求关闭该部。抵押部不赚钱。华尔街上别的公司，如美林、第一波士顿、高盛，它们的抵押业务部门全都流产了，几乎还没等到开业就关门大吉了。流行的看法是抵押业务不适合华尔街。

* * *

整个业务正面临着被淘汰出局的严峻考验。1979年10月6日，保罗·沃尔克发表了历史性的讲话。短期利率一飞冲天。如果一家储贷协会的经理打算发放30年期的住房贷款，他最多只能拿到10%的年利率。而同时，他的筹资成本却高达12%。这样一来，他只好停止发放新贷款，这正好遂了联邦储备委员会的愿，它的本意就是让经济增长速度放慢。新的房屋建造率一直降到了战后的最低点。在沃尔克发表讲话之前，斯蒂芬·约瑟夫的抵押金融部创造了将近20亿美元的抵押债券。一个小得可怜的数目，还不到全美国未偿付住房抵押贷款总额的2%。但这至少还算是一个起步。沃尔克讲话之后，交易干脆停了下来。只有在储贷协会愿意发放贷款的前提下，拉涅里的抵押部才能发行债券。现在，这个前提丧失了。这个为绝大多数美国人发放住房抵押贷款的行业正在崩溃。1980年，美国尚有4002家储贷协会。3年之后，其中的962家将会消失。就像汤姆·肯德尔所讲的那样：“人人都要蹲下舔伤。”

拉涅里除外，他不退反进。为什么？天知道。也许他手上拿着可预知未来的水晶球。也许他认为部门规模越大，被撤销的可能性就越小。不论出于何种动机，拉涅里继续留用被别的公司炒掉的抵押债券推销员，建起了自己的研究部，把交易师的数目增加一倍，保留了进入休眠状态的抵押金融部。为了增加抵押债券的潜在购买者，他在华盛顿聘请了大批的律师和说客。“让我告诉你一个事实，”拉涅里讲道，“只有3个州承认美国银行那桩交易（鲍勃·多尔的第一个智慧产品）是合法的投资。如果聘请一批律师挨个州做工作去修改法律，那恐怕得花上2000年的工夫。这就是我为什么要到华盛顿去的原因。只有越过各州，直接请求联邦的许可。”

“如果刘易不喜欢某项法律，他就会设法进行修改。”拉涅里手下的一位交易师这样说。就算拉涅里能够随心所欲地修改法律，投资商还是对抵押债券敬而远之。汤姆·肯德尔还记得自己1979年到所罗门兄弟公司旧金山办事处拜访拉涅里的首席推销员里克·博登时的情景，博登当时正在读一本自我激励的书。“他当时一遍又一遍地唠叨：‘这些狗娘养的吉利美债券，利率走高它们变成长期债券，一旦利率走低又变回短期债券，没人想要这种东西……’”

更糟糕的是，所罗门兄弟公司的信贷委员会越来越不愿意同正在崩溃的储贷行业做生意了。愚蠢的客户（市场里的傻子）会提供一笔绝妙的财产，但是，当无知达到某种程度时就变成了负担：他们破产了。何况，有时储贷协会也表现出不同于一般愚蠢客户的能力。有一家名为“惠益标准”（Beneficial Standard）的储贷协会，设在加利福尼亚州，它对一桩在电话中已经确认的向所罗门兄弟公司购买债券的交易不认账，而所有债券交易师都是通过电话来确认交易成立的。在此后的诉讼过程中，这家储贷协会辩称，抵押债券业务纠纷应适用不动产法，而不是证券法。在不动产法中，口头协议不具有约束力（数年后这家协会还是输掉了这场官司）。这大概就是所谓最后一根稻草了吧。

所罗门兄弟公司执行委员会成员认定抵押债券市场没有什么出路。他们对它不了解，也不打算去了解它，只盼眼不见心不烦。他们采取的第一步就是切断同储贷业的联系。储贷协会陷入了全行业危机，必须切断与其的信贷联系。而切断同储贷业的业务联系就等于关闭了抵押部，因为储贷协会是抵押债券的唯一买主。“我差不多是拿自己的身体挡在信贷委员会和储贷协会之间。”拉涅里回忆道。在所罗门兄弟公司执行委员会里，只有一个人支持拉涅里的全部决定，但他的支持具有极大的分量：约翰·古特弗罗因德。“约翰保护了我。”拉涅里说。

抵押部与两大实权部门（公司债券部和政府债券部）交恶的结果是，抵押部的一切都是独立的：抵押销售、抵押金融、抵押研究、抵押营业部和抵押交易部。“处处独立的原因是没有人肯帮我们。”拉涅里说。

这种说法略有混淆真相的嫌疑。在某种程度上，抵押部有意选择了这样的结果。拉涅里并不曾真的向公司里别的部门求助。而鲍勃·多尔也一向坚持他在最初交给所罗门兄弟执行委员会的三页纸备忘录中的条件，抵押部应当独立，他还记得自己以前的老板西蒙对待刚出现的抵押

债券的态度。他说一旦将抵押部与政府债券部放在一起，“那么抵押市场永远也别想打开，它将处处受掣”。如果将所罗门兄弟公司里那几个将拜访大公司首席执行官视为日常工作的金融家分到抵押金融部，“那他们一桩交易也做不成。在公司金融部的人看来，抵押债券太低级，配不上他们的身份”，多尔这样解释道。

但是，在拉涅里的心目中，抵押部之所以事事独立完全是因为无人相助。他筑起了高墙保护自己人不受敌意侵害。他的对手已经不再是华尔街上别的公司的抵押部门了，因为它们早已消失殆尽。现在，他的对手就是所罗门兄弟公司自己。“富于讽刺意味的是，”拉涅里说，“公司总是指着抵押部说：‘看，我们多么富于创新精神！’但事实却是，公司对我们做的每件事都持否定态度。这个部门能够成长起来不是靠公司的帮助，而是因为它无视公司的非议。”

[7]美国“黑绵羊”战斗机中队成立于1943年，成立以后，很快成长为太平洋上空的王牌飞行队。——译者注

[8]WASP，“White Anglo-Saxon Protestant”的缩写，指信奉新教的盎格鲁-撒克逊裔白人。——编者注

第六章 肥胖的交易师和神奇的赚钱机器

自发形成的抵押部有一种妙不可言的生活哲学，它的程序是：预备！射击！瞄准！从开业时间来看，这帮虚张声势的交易师所赚的钱多得吓人。

1981—1986

1981年10月，曙光终于降临抵押交易部。最初谁也弄不懂究竟是怎么回事。在电话线那头，仿佛全美国储贷协会的总裁都在心急火燎地要同所罗门兄弟公司的抵押交易师通话。他们不顾一切地抛售手上的贷款。全美国的住房抵押贷款，加起来总计有1000亿美元的债务，都在急于出售。卖主有上千家，市场上却没有一家买主，不，应该说只有一家买主——刘易斯·拉涅里和他手下的交易师。供求之间的不平衡令人咋舌，就好像消防水管喷向了一群渴极了的小淘气。1000亿美元的生意蜂拥而来，接听电话的交易师们所要做的只是张开嘴巴尽可能地吞下去。

到底发生了什么事？1979年10月，联邦储备委员会提高了利率。从此，储贷协会陷入大量亏损的局面，整个住房抵押贷款制度走到了崩溃的边缘。有一段时间，形势极度紧张，如果无人施以援手，储贷协会将出现全行业性破产。国会为了挽救它心爱的储贷协会，于1981年9月30日通过了一项税收豁免法案。^[9]它为储贷协会提供了巨额救济，而要想领到这种救济，储贷协会必须售出它们的抵押贷款。它们也正是这样做的，上千亿美元的资产进入华尔街进行流通。税收豁免不是华尔街的点子，事实上，连拉涅里的交易师也是事后才知道有这回事。但是，国会的这一举措意味着华尔街获得了一笔巨额的津贴。祖国万岁！购房者万岁！美国国会就这样拯救了“拉涅里合有限公司”。华尔街上唯一一家建制完整的抵押部从此摆脱了尴尬的处境，摆脱了花钱无底洞的恶名，摇身一变成了众人心头的宠儿。

这是一场彻头彻尾的闹剧。市场的兴隆不是因为鲍勃·多尔在他给古特弗罗因德的备忘录中所列举的那些大趋势（住房需求增长，人口从铁锈地带向阳光地带转移等），尽管它们后来都一一实现了。启动市场的是一个简单的因素，税收豁免。就仿佛史蒂夫·乔布斯先买下办公室，建

造装配线，雇上20万个推销员，把使用说明书印好，但手上拿不出任何可以卖给客户的東西。这时，突然有某个人创造出了个人电脑，乔布斯刚好看到了这个东西，于是立刻行动起来，把从前那堆毫无用处的东西命名为苹果电脑。

债券交易师倾向于把每一个交易日都看作是最后一个。在这种短视性格的支配下，他们一味放纵客户的弱点，毫不顾忌这样做可能对长期客户关系产生的影响。他们拿走可以拿走的一切，而孤注一掷的客户则在交易中处于下风，他们关心的是什么时候可以拿到钱而不是一共可以拿到多少钱。储贷协会的总裁们正是一群孤注一掷的客户。他们把帽子拿在手上，络绎不绝地来到所罗门兄弟公司的抵押交易厅。他们把自己的弱点表现得如此明显，还不如直接给所罗门兄弟公司开一张支票来得更痛快一些。

储贷协会头头们的无知让形势变得更糟。这些3-6-3俱乐部的成员从未在债券市场上摔打过，他们根本不懂该怎么玩“说谎者的扑克牌”游戏，他们也不了解自己要与之打交道的人的心理。他们不知道自己卖出去的东西究竟价值几何，甚至连自己手上的贷款合约的条款（年限、利率等）也所知甚少。储贷协会的经理们只知道一件事，那就是他们想卖到什么价钱。所罗门兄弟的交易师们注意到一件最不可思议的事情，不论这些人受到怎样的粗暴对待，下一次他们还会回来要求卖出更多的贷款。他们就像我在公司猎鸭活动中见到的那些鸭子，它们受到训练，在同一伙猎人面前反复出现，直到被打死为止。无须成为查尔斯·达尔文你就可以断定，这一物种肯定没有希望了。

交易师汤姆·迪那波里愉快地回忆起某个储贷协会总裁的来访。“他想卖出价值1亿美元的30年期贷款（利率不变），再用拿回来的现金买入价值1亿美元的别人的贷款，我告诉他我会为他自己的贷款出价（买入）75（每1美元贷款买入价75美分），然后报价（卖出）85卖给他别人的贷款。”面对这几个数字，储贷协会的老板开始挠头。他卖出去的贷款和买进来的贷款大同小异，但一进一出在收益上的差额意味着他要从口袋里掏出去1000万美元。或者，换个说法，储贷协会要为这笔交易向所罗门兄弟公司支付1000万美元的佣金。“听上去这可不像一桩好生意。”他说。迪那波里心里早有准备。“从经济学的角度来说，这当然不是一桩好买卖，”他说，“但你可以换个角度来看。如果你不这样做，就得丢饭碗。”旁边另一个交易师也在和一家储贷协会的总裁通话，他无意

中听到迪那波里的话，几乎控制不住要笑出声来。这是他一整天里听到的最风趣的话。他可以想象电话那头那个家伙的样子，一副绝望的倒霉样。

拉里·芬克认为：“1981年10月是资本市场历史上最不负责任的一段时期。”他是黑石集团的合伙人之一，其他诸人包括史蒂文·施瓦茨曼、彼得·彼得森和戴维斯·斯托克曼。在1981年10月，芬克正是第一波士顿银行那个小小的抵押交易部的头头，它将很快地壮大起来，成为刘易斯·拉涅里的主要竞争对手。“最明智的储贷协会不为所动，而那些做成大笔买卖的其实都被交易师们耍了。”

此话也许不假。但是，正如其他在成年人间达成的协议一样，参与者的唯一戒律就是：买者当心。如果这是一场拳击比赛，裁判可能早就叫停了，免得落败的一方丧命——但这不是。从任何一个方面来看，情形只会变得更加恶劣。拉涅里本人倒还有几分怜悯之心，有时他会介入干预储贷协会总裁和他手下的交易师在权力上的不平衡。抵押交易师安迪·斯通还记得自己曾以80（每1美元面值出价80美分）的价格购入价值7000万美元的抵押债券。在斯通的坚持下，加利福尼亚的一名债券推销员立刻以83的价格把它转卖给了本·富兰克林储贷协会。在短短几分钟的时间里，斯通已经赚了210万美元（7000万的3%）。在例行的鼓掌庆贺和通过扬声器对推销员进行了表扬之后，斯通把消息告诉了拉涅里。

一天赚入210万美元是一个相当不错的成绩。斯通当上交易师不过才8个月，急于在老板面前表功。但老板似乎并不高兴。“刘易说：‘如果不是看在你还年轻的分儿上，我会立刻把你开除。给那个客户打电话，告诉他你就是那个偷了他钱的屁股眼儿。告诉他你是用80的价格买下那批债券的，因此卖给他的价钱不应该是83，而应该是80.25。’”斯通回忆说，“试想一下，给你的客户打电话说什么：‘嗨，我就是那个偷了你钱的屁股眼儿。’这是什么心情！”

并不是只有那些傻瓜们排着队等待同所罗门兄弟公司做生意，精通业务的储贷协会老总们一样面临两难选择，要么任人玩弄，要么慢性自杀。对许多人来说，不为所动意味着破产。吸收存款要支付14%的利息，而先前办理的住房抵押贷款的入息只有5%，这种日子能好过吗？不幸的是，这恰恰就是储贷协会的真实处境。到1982年年底，各储贷协会开始了自救的努力，以摆脱灾难性的命运。当时，短期利率已经回落到长期利率水平之下，这样，储贷协会就可以按12%的利率吸收存款，而

以14%的利率安排新的抵押贷款。

许多储贷协会抛出数亿美元现存的不可救药的和亏损累累的旧贷款，转而买入数十亿美元新名目的贷款。每次新购入抵押债券的交易（相当于发放一笔贷款）都像是绝望者的孤注一掷。这种策略是极端不负责任的，因为它于根本问题（买入短期资金，贷出长期资金）毫无助益。交易的超速增长只不过意味着下一次储贷协会的危机会更加严重。但是储贷协会的经理们想不到那么远，他们只顾着保持业务的连续性。这可以解释为什么储贷协会一边卖出贷款一边又购入抵押债券。

税收豁免和会计标准的优惠政策本来是为了挽救储贷协会，但最后却成了为刘易斯·拉涅里的抵押部量身定制的发财之道。它把大把的钞票送给了所罗门兄弟公司的交易师。至少，华尔街上那些心怀嫉妒的人是这样想的。在储贷业风光无限的日子里，拉涅里容许他手下的人采取一种买了再说的态度。所罗门兄弟公司的交易师扮演了一个匪夷所思的角色。他们已经不再交易抵押债券，而是买卖抵押债券的“原材料”，即住房贷款本身。所罗门兄弟公司突然间干起了储贷协会的行当。在华尔街的投资银行和购房者之间既没有吉利美，也没有美国银行，只有所罗门兄弟在承担着购房者的支付风险。在此情况下，一个谨慎的人一定会事先检查作为贷款抵押物的财产，因为它是贷款的唯一担保。

但是，如果想跟上新市场的步伐，你就不可能有时间逐一检查贷款项目里作为担保物的最后财产。买下整宗贷款（这就是交易师所说的住房贷款，以此区别于住房抵押债券）完全是一种信任行为，就像你可以尽管放心地食用大香肠。崇尚冒险是拉涅里的特质。只用心算他就可以断定，不论他为买入劣质贷款付出多大的代价，在交易中所获得的利润都远远超过此数。事实证明他是对的。有一次他曾拒绝购入一连串发放给得克萨斯浸礼会教堂的贷款，一般来讲，贷款的用途都是购买住房，出售贷款的储贷协会经理大致上所言不虚。

不过，正如我曾经讲过的那样，所罗门兄弟公司的高管对信任储贷协会的做法却颇有微词（在这方面，所罗门兄弟倒也不是个别的。绝大多数华尔街上的公司都已经切断了同储贷协会的关系）。拉涅里回忆说：“执行委员会说我不应该交易整宗贷款，而我索性走出会议室，按自己的想法放手去干。人人都说我不该那样做，他们警告我这样迟早要下大狱。但是，整宗贷款占了全部抵押市场中99.9%的份额。你又怎么可能避开这种交易呢？”此言甚是。“我们大买整宗贷款，”汤姆·肯德尔

说，“不过接着就遭到了麻烦，有人告诉我们在买入之前应该先去弄一个鹰徽。”所谓鹰徽，就是联邦住房管理局对整宗贷款交易的许可证。“直到那时，我们才知道应该去办这件事，而且马上就办成了。”

拉涅里一伙儿的如意算盘是贴上政府标签，尽快将“整宗贷款”转换为债券。然后，他们就能把这些债券卖给所罗门兄弟公司的机构投资者，性质上就像推销美国政府债券一样。也许是拉涅里的反复游说终于起了作用，联邦政府在吉利美之外又设立了两个新的机构。它们的职能是为不符合吉利美资格的抵押贷款提供担保，分别命名为联邦住房贷款抵押公司（即房地美，Freddie Mac）和联邦全国抵押协会（即房利美，Fannie Mae）。它们通过提供担保的方式将大多数住房抵押贷款转变为政府担保的债券。储贷协会为抵押担保向担保机构支付一笔费用。贷款质量越差，储贷协会向担保机构支付的费用也就越高。不过，只要弄到了担保证明，就不会有人再过问贷款的质量。违约拖欠的贷款购房者逐渐成了政府的包袱。而政府开设这些机构的本意是以为它们在评估信用质量和计算信用成本方面能够比个人投资者更精明一些。

自发形成的抵押部有一种妙不可言的生活哲学，它的程序是：预备！射击！瞄准！从开业时间来看，这帮虚张声势的交易师所赚的钱多得吓人。到1982年，在经历了两年半清苦的日子之后，刘易斯拉涅里的抵押部赚了1.5亿美元。1984年，一个名叫史蒂夫·鲍姆的抵押交易师创造了所罗门兄弟公司的一项新纪录，在1年时间里，他经手的整宗贷款交易取得了1亿美元的利润。尽管没有见到官方数字，但所罗门兄弟内部一般都认为拉涅里的交易师们在1983年赚2亿，1984年1.75亿，1985年则是2.75亿。

刘易斯拉涅里成了在正确的时间里、正确的位置上的正确人选。“刘易斯愿意投身于他还不太理解的事业。他对自己信赖的事业有一种直觉，而这是最重要的。”他手下的一位高级交易师说道，“所罗门兄弟的态度永远是，‘只要你确定，就放手去干。但如果失了手，你也就完蛋了’。刘易很适应这一套，如果是在别处，经理们会说：‘好吧，小家伙，值得押上全部身家来搏这桩买卖吗？’刘易不光自己要搏，他还要雇人让他们也去搏一搏。他的态度是：‘是的，豁出去了，没有什么了不起的。’如果是在别的公司，他恐怕得向某个委员会提交长达200页的备忘录以证明他的作为是安全的。他必须首先证明知道自己在干什么。这意味着他永远没有机会做成这桩事。他也许知道自己在干什么，但他永

远也不能证明。如果刘易是在别的公司里被任命为负责抵押市场业务的主管，他将一事无成。”

* * *

所罗门兄弟公司的交易厅是独一无二的。最低限度的领导，最低限度的控制，也没有职位上的限制。交易师可以买卖任意数量的债券。只要他认为合适，他无须征求任何人的许可。换句话说，交易厅是首席执行官的噩梦。抵押交易师沃尔夫·纳都尔曼说：“如果将所罗门兄弟的交易厅拿到商学院做案例研究，那些扮演首席执行官的家伙会说：‘这简直令人震惊！’但是你知道吗？他们很可能是错的。有时你会亏一些钱，但有时你也会发一笔意外之财。所罗门兄弟是对的。”

所罗门兄弟宽松的管理风格也有不利的一面。所罗门兄弟公司是20世纪80年代早期华尔街上唯一一家没有建立成本分配制度的主要大公司。令人难以置信的是，对利润也没有进行分析。对人员的评估完全依赖于交易账簿上的总收入，而不去考虑为此支付的成本。在合伙制年代里（1910—1981），经理们抽屉里的都是自己的钱，宽松的管理风格是适用的。可是，如今这些钱已经不再属于他们自己，而是属于股东的。在合伙公司里屡试不爽的做法在一家公众持有股份的公司中却是灾难性的。

交易经理们没有专注于利润，而是专注于收入。他们会因为任何的成长而受到奖赏。总收入意味着纯粹的权力。拉涅里在1978年终于当上了合伙人。此后，他的影响随着收入的减少而日渐衰落，直至1981年年末。但是，当抵押市场出现爆炸性增长之后，他迈向所罗门兄弟公司权力顶层的步伐却大大加快。1983年，他掌管的部门创造了公司总收入的40%，而别的部门没有一个能够达到10%，他也借此得以升入所罗门兄弟公司的执行委员会。他继续扩大自己的业务规模，雇用更多的交易师并且涉足不动产抵押。

1985年12月，约翰·古特弗罗因德对记者说：“关于可能在将来出任董事长的人选，我们手上有一张非常短的名单，刘易是其中的一员，这是相当肯定的。”拉涅里继续扩张，他收购了一家抵押银行，后者直接向购房者发放贷款，从而可以向拉涅里提供抵押债券的“原材料”。1986年，拉涅里升入直属古特弗罗因德的董事长办公室。在那一年，拉涅里把业务扩展到了海外，他在英国创办了抵押公司，按照美国模式重塑英

国的抵押市场。同他一道进入董事长办公室的还有分别来自政府债券部和公司债券部的两位代表，汤姆·斯特劳斯和比尔·佛特，他们也是未来董事长的竞争人选。大家都在拼命扩张自己的部门，拉涅里则遥遥领先。到1987年年中，尽管无法证实资料的可靠性，所罗门兄弟公司的一位部门经理还是宣布，在所罗门兄弟现有的7000多名雇员中，大约有40%直接或间接地听命于拉涅里。

随着交易收入的猛增以及各个层面上的进展，抵押部的业务逐渐为其他部门所了解，就像奖金额度一样，交易账簿上的数字别人也能打探出来。虽说实习生永远是最后一个知情者，但到底还是让他们估算出了这个由所罗门兄弟公司统领的突然崛起的市场的容量。“你坐在教室里，计算全美国抵押贷款的总额有多少，只要将其中的一部分，比如说10%予以证券化，你就可以领悟到这个市场有多大。”说这话的人是前所罗门兄弟公司交易师，马克·弗里德，他是1982年培训班里的成员。

到1984年，所罗门兄弟公司已经可以自豪地在一个国会专门委员会面前宣称，到1994年之前，全美将需要4000亿美元用于新房融资。拉涅里成了新的征服者、英雄、所罗门兄弟的传奇人物和成功的化身。他在培训班上讲课，说到他刚从加利福尼亚飞回来，他在飞机上看到的那些小房子如何做了抵押，而所有这些抵押贷款最终都会流入所罗门兄弟公司的交易大厅（没有人怀疑他在9000多米的高空中是怎样看到下面那些小房子的，如果有，那也只能是拉涅里自己）。到了1984年，抵押交易师已经成了从所罗门兄弟公司培训项目中脱颖而出的年轻MBA们眼中的热门职位。人人都想做抵押交易，想做所罗门兄弟公司的抵押交易师，想成为这个如今已经占到公司过半数收入的赚钱机器的一部分。

所罗门兄弟公司的抵押交易师们不可一世地巡视这个在本公司乃至在全世界都最大的资本市场，这个华尔街上最赚钱的市场，已把别人远远抛在后面。他们感到幸运。“这是个不争的事实，”一位交易师讲道，“抵押交易师都是些野心勃勃的家伙。一个不争的事实是，作为抵押交易师，你赚的不是很多钱，而是市场上所有的钱。同样的事实是，你做的不是市场里的部分交易，也不是市场里的绝大部分交易，而是市场里所有的交易。”

要想一口吞下市场上所有的交易，你就得有买家和卖家，而在1981年10月，这听上去有点儿像天方夜谭。拉涅里和德崇的垃圾债券大师迈克尔·米尔肯一起在20世纪80年代扮演了伟大的债券传教士的角色。在穿

行于全美试图劝说机构投资者购买抵押债券的旅途中，拉涅里常撞上米尔肯。他们在同一天拜访同样的客户。“我的东西先卖出去了，”拉涅里说，“投资者们开始购买我带给他们的福音。”按照拉涅里的说法，他的福音可以简略地表述为：“抵押债券便宜到让你牙痒的程度。”拉涅里手里的王牌就是吹嘘抵押债券的收益如何胜过信用等级相似的政府债券和公司债券。绝大多数抵押债券被两大评级机构穆迪和标准普尔评为最高的信用等级AAA，绝大多数抵押债券都获得了美国政府的担保。有些是明显的，比如吉利美债券，另一些则较为隐蔽，如房地美和房利美债券。

没有人认为美国政府也会赖账，但投资者就是不想同拉涅里或他手下日益扩大的销售队伍打交道。尽管抵押市场发生着日新月异的变化，但是由威廉·西蒙向吉利美指出的问题却未能解决：你无法预测抵押债券的寿命。提前偿付本身倒不是问题，问题在于你不知道何时发生。而如果你不知道现金返还的具体时间，你就无法计算收益。你所能推测的只是当利率上升时，购房者不会提前偿付，债券将按票面期间到期偿付。如果利率下降，购房者就会融新偿旧，债券将提前偿还。投资者可不喜欢这个。尽管债券的供给形势在1981年出现了戏剧性的变化，但需求方面却还没有打开局面。抵押贷款真的很便宜，多得不得了，但就是没人要。

更糟糕的是，在好几个州里，抵押债券至今还属于非法投资，拉涅里对此心有不甘。在一次会议上，他对一位以前从未见过面的律师大喊大叫：“我不想听律师们说什么，我只想办成想办的事。”他试图寻找一项能够克服州法的联邦优先权。他还着手寻求一种能够让抵押债券与其他债券相类同的方法，让抵押债券也取得确定的到期日。

最后，他打算改变美国人借钱购房的方式。他说：“我至少应当有权利向消费者说明，这儿有两种实质上完全一样的贷款品种。利率分别为13%和12.5%，你可以任选一种。对那种利率为13%的债券，你可以在任何时候以任何借口提前偿付。而12.5%的那种，如果出现搬家、亡故或要买更贵的房子的情况，提前偿付没有问题。但如果你只是想减轻储蓄和负债负担而提前偿付的话，那么你就得向我缴纳一笔费用。”国会授权他在所有的州销售抵押债券，但拒绝了后面那项更为激进的建议。购房者有权在任何时候提前偿付抵押贷款，拉涅里只有另找出路才能说服机构投资者购买天晓得有多少回报的抵押债券。

这没有难倒拉涅里。“刘易这家伙能把冰卖给爱斯基摩人。”斯科特·布里滕汉姆说道，他曾陪同前者多次进行这类销售拜访。“同客户打交道是他的拿手好戏，把他绑在交易台可真是屈才了。”鲍勃·多尔也说，此时他在所罗门兄弟公司里的职业生涯已接近尾声。拉涅里回忆道：“我不想再为提前偿付问题多费口舌。最后，我直截了当地进入价格谈判。到底什么样的价格才能打动他们？总有一个价格能够让他们动心购买。比国库券的收益高出1个百分点？2个百分点？我的意思是说，比（美国国库券的）收益曲线高3.5个百分点！”

全美国所有的购房者都知道，在任何时候提前偿付贷款都是一项有价值的权益。他们懂得，如果在高利率时期借了钱，那么当利率下降时，他们可以借新债还旧债，这是有利可图的。他们也乐于拥有这项选择权。可以假定，他们也会愿意为这项选择权支付费用。问题在于，就连华尔街上的人物也说不出购房者的选择权价值几何（直到今天他们仍旧没弄明白，不过已经大有进步了）。作为交易师，拉涅里不仅向大家指出，而且还要证明说，既然没有人要买而人人都想卖，那么抵押债券的价格一定是很便宜的。更准确地讲，他声称抵押债券利率高于政府债券（又称无风险债券）的部分超出了购房者所拥有的选择权的价值。

拉涅里打破了华尔街上推销员的常规做法。他将抵押债券的业务个人化。如果人家不肯买，他会觉得受了伤害，仿佛是自己落到了没人要的境地。1985年，他告诉《美国银行家》杂志：“在我们这些弄房子的人眼里，市场为补偿提前偿付的风险向我征收了超出实际价值的溢价。”请思考一下这句话的讲法。“我们这些弄房子的”的“我们”指谁？拉涅里本人没有多花一分钱，付钱的是购房者。刘易斯·拉涅里，这位所罗门兄弟公司从前的邮件中心小工和公用事业债券交易师，如今却成了美国购房者的代言人。这一形象比起八面玲珑、一心只想赚钱的华尔街交易师来自然可亲得多。“刘易在演讲中大谈为美国人民兴造住房的美好前景，”鲍勃·多尔说，“当我们结束会议走出会场时，我会说：‘嗨，你并不指望有人会相信这番废话，是吧？’”但这却正是拉涅里踌躇满志的本钱，因为他自己相信这些废话。

拉涅里也许是华尔街历史上的第一位公众人物。伟大的路易斯安那政治家H. P. 朗（Huey P. Long）的竞选口号是：“让每口锅里都煮上一只鸡！”刘易斯·拉涅里从他的交易台上拿起一叠债券高喊：“家家户户全

抵押！”拉涅里本人看起来长得和他的服务对象属于同一种人，这也是一个有利点。“这是一场伟大的演出。”他的被保护人克隆塔尔对此并不隐瞒。拉涅里上班时足蹬黑色约翰尼·尤尼塔斯（Johnny Unitas）式及膝长靴，戴着6英寸宽的领带。每逢周五，他总是换上棕黄色的涤纶夹克和黑色的斜纹夹克。他一共有4套套装，全是涤纶的。

在1982年到1986年的黄金岁月里，他的年收入从200万美元增加到500万美元。尽管越来越有钱，他还是只有4套套装。杰弗里·克隆塔尔回忆说：“我们常笑话他是在布鲁克林男性用品商店里排队买到这些套装的。他们会卖你1套套装，再送你去佛罗里达旅游，外加一瓶香槟和食品券，一共只收99美元。”拉涅里用自己的钱买了5条动力船。“这样一来我的船比我的套装还要多。”他对此颇为得意。除此之外，他的生活毫不张扬，没有闪亮的汽车和新宅。人靠衣装，每个人都会注意别人的衣着，而他身上的涤纶套装似乎在说：“我还没有忘记我是从后台办公室发迹的，你也别他妈的忘了。”其中蕴含的另一层含义是：“我是刘易，不是富有的投资银行家笨蛋。我不搞云山雾罩那一套。你们可以相信我，而我则尽心尽力地照顾你们。”

在拉涅里和他手下交易师们的压力下，投资商的不信任感消解了。慢慢地他们开始买进抵押债券。“波士顿投资经理安迪·卡特是第一个购买拉涅里福音书的人。”拉涅里回忆道。更重要的是，拉涅里是储贷业的精神导师。如果事先不征求他的意见，十几家美国最大的储贷协会根本就不知道该干什么。他们信任他：他外表像他们，穿着像他们，连讲话的腔调也差不多。因此，尽管在卖出贷款之后他们有机会购入迈克尔·米尔肯的垃圾债券，但他们还是紧抓着抵押债券不放。从1977年到1986年，美国各储贷协会持有的抵押债券的数额从126亿美元上升到1500亿美元。

但是，这些静态的统计数字大大低估了储贷协会对拉涅里一伙获得财富的重要性。拉涅里的推销队伍不仅鼓励储贷协会的经理们持有抵押债券，而且鼓励他们积极地交易债券。优秀的推销员可以把一位害羞、紧张的储贷协会总裁变成疯狂的赌徒。从前在债券市场上默默无闻的储贷协会行业突然间冒出了几个呼风唤雨的大玩家。尽管储贷协会的数量在减少，但储贷行业的总资产从1981年到1986年却几乎翻了一番，从6500亿美元增加到12000亿美元。所罗门兄弟公司交易师马克·弗里德还记得有一次拜访加州一家大型储贷协会的经理，后者在华尔街已经陷得

太深了。弗里德此行是想说服这位经理冷静下来，不要在市场上滥下赌注，要削减头寸规模，在债券市场上为自己的头寸设置套期保值。“你猜他说什么？”弗里德说，“他说套期保值是女人的玩意儿。”

* * *

许多所罗门兄弟公司的抵押交易师估计，他们所赚取的利润中有50%~90%直接来自对储贷协会的低买高卖。也许你会觉得奇怪，为什么储贷协会的总裁们能够容忍所罗门兄弟公司的巨额利润。首先要指出的是，他们对此一无所知。所罗门兄弟公司赚取的利润是无形的。而且，由于华尔街上没有另一家竞争对手，也就不会有人告诉他们所罗门兄弟公司正从他们身上牟取暴利。事实是，并且至今仍然是事实——从前这些市镇花车游行的赞助者、3-6-3俱乐部的成员和高尔夫球手们，如今已经变成了美国最大的债券交易师。他们也是全美国最蹩脚的债券交易师，是市场上的傻瓜。

正如鲍勃·多尔所预料的那样，尽管储贷协会疯狂扩张，但它们还是满足不了20世纪80年代早期住房抵押贷款的需求。在所罗门兄弟公司，所谓抵押交易师的工作更多的是充当买家而不是卖家。“史蒂夫·鲍姆（整宗贷款交易师）正在经营一家拥有20亿美元资产的储贷协会。”一位以前的同事说。正如储贷协会一样，鲍姆发现自己屁股底下坐了一堆长期贷款（和储贷协会不同的是，他发了起来）。这样一来，在80年代早期就出现了奇妙的角色倒置现象，储贷协会变成了交易师，交易师变成了储贷协会。（事实上，华尔街正在让整个储贷行业成为不必要的存在。总有一天会有人站出来勇敢地发问：“为什么不干脆甩掉整个储贷行业？”）迈克尔·莫塔拉给鲍姆起了个外号叫“买入鲍姆”，因为他似乎从来也卖不掉任何东西。形势的发展将会证明，这一局面对所罗门兄弟公司极为有利，债券市场正在酝酿一场创纪录的反弹。亨利·考夫曼在《机构投资者》上回忆道：

在80年代早期，优惠利率高达21.5%，国库券利率为17.5%。长期利率在1981年10月达到峰值，政府长期债券的利率上触15.25%的价位。当时我只是感觉，到1982年第三季度，经济恐怕没有希望迅速恢复，而到了1982年8月，我终于变成了牛市拥护者。当然，就在我转变立场的当天，股票创下了有史以来最大的收益，而债券则出现了戏剧性的反弹。

我们正打算去华尔道夫酒店参加一次执行委员会会议。前一天晚上我已经写好一份两页纸的东西，说明我认为收益即将猛烈下降并且提出了我的分析。我把它交给司机转给我的秘书，她将把这份文件输入机器，同时显示到交易师和推销员都能看到的屏幕上。噢，大概是在早上8点45分或9点的样子，那时市场还没有开市。接着我就去华尔道夫，那里有一个八人执行委员会会议。我接到秘书打来的电话请我对交给她录入的东西做些解释——我用的是普通字体，这时旁边有人同我讲话，可能是约翰·古特弗罗因德。“你刚才在电话上说什么？”我回答说：“噢，我正在指示写一份备忘录。”他问道：“是关于什么的？”我告诉他：“嗯，我已经改变了对债券市场走势的看法。”他们一齐叫道：“你已经改变了对债券市场走势的看法？”不过，此刻屏幕上已经打出了我那篇东西，接着市场就陷入了疯狂。

拉涅里和他的手下已经吃下了价值数十亿美元的抵押债券，处境堪忧。考虑到市场上的供求状况，他们别无选择，只能把宝押在市场回升的希望上。因此，华尔街有史以来最大的一次债市反弹令他们欣喜若狂。他们首先要感谢考夫曼，是他说债市要回升，而它果然回升了。接着，联邦储备委员会允许利率下调。正如考夫曼所预测的那样，华盛顿的政策又一次给拉涅里和他手下的那伙交易师们带来了幸运。“一切都乱了套，债券期货的价格在一周之内上涨了16点，简直让人不敢相信。”沃尔夫·纳都尔曼回忆道。抵押部成了公司上下嫉妒的对象。

寥寥数名交易师创下了数亿美元的交易利润，这在很大程度上是市场回升和储贷协会诸君令人庆幸的无知共同作用的结果。但是，拉涅里还有别的更诡秘的赚钱手法。

拉涅里的交易师发现，他们在其他公司里的对手很好骗。所罗门抵押交易台是唯一一个同别的华尔街投资银行没有直通电话线的特例。他们更喜欢借助中介，后者又称经纪人。安迪·斯通说：“我们主宰着华尔街……你可以在12美元的价位买入，即使当时的交易价是10美元，但你仍然可以赚钱。”所罗门兄弟公司的研究部会发布一份报告，说你刚刚以12美元的价格买下的那种债券实际上值20美元，或者放风出去说我们已经在12美元的价位上买下了60亿美元这种债券。华尔街上别家公司的人就会眼看着它们在屏幕上被炒起来并且深信不疑。“嗨，最好我们也买点儿，多少不拘，从而帮我们甩掉自己的头寸。”这段话的意思翻译过来就是：所罗门可以支配抵押债券交易的游戏规则。

随着时间的推移，拉涅里逐渐从日常交易决策中脱身出来。“刘易是一个光芒四射的大人物，”安迪·斯通说，“他会声言未来两周内抵押债券的表现将超出国库券，而且有95%的可能他是对的。即便他失言了，他也总是可以给19家储贷协会打电话劝说他们买入我们的抵押债券头寸。”可是，拉涅里不是一个擅长处理细节问题的人，而交易师们却开始深入探究抵押市场的细节。“交易师的性质变了，”老资格的抵押债券推销员萨缪尔·萨克斯讲道，“火箭科学家被请进了交易师队伍，他们开始将抵押债券分割为细小的类别。市场变得极为复杂，拉涅里已经不可能在脑子里同时考虑各种因素了。”

年轻的交易师们怀揣MBA和哲学博士学位。克隆塔尔是第一个，接下来是豪普特、罗思、斯通、布里滕汉姆、纳都尔曼、鲍姆、肯德尔和豪伊·鲁宾。年轻的新交易师们创造的诡计之一便是诱使借款人在不适当的时机提前偿付贷款。碰上好机会，华尔街还能利用华盛顿的糊涂为自己谋取好处。这一次，史蒂夫·罗思和斯科特·布里滕汉姆通过交易联邦项目贷款赚了几千万美元，这是发放给住房项目建筑商的贷款，由联邦政府担保。1981年，联邦政府出现了财政赤字。它开始着手进行资产出售项目。在它准备出售的资产中，有一块就是20世纪60年代和70年代发放给低成本住房开发商的贷款。当年，这些贷款是作为一种补贴形式以低于市场利率的价格发放的。在公开市场上，由于利率太低，它们的价值远远低于票面，典型的这类贷款的价格通常只有票面的60%（1美元票面只值60美分）。比如说，一宗30年期1亿美元的贷款，只能为贷款人挣来4%的年息（如果他投资于美国国库券，就可以赚到13%的年息），它的价值可能只有6000万美元。

有时，政府会将打算出售一宗贷款的声明登载在《华尔街日报》的一个小角落里。看来只有两个人读到这类消息：罗思和布里滕汉姆。布里滕汉姆现在还说：“我们在好几年的时间里主宰了这个市场。当我在1981年进入市场时，我们真的是唯一的买家。”这个市场比任何别的市场都更像赌场。他们的诡计就是在事先确定哪些政府项目贷款可能会提前偿付，因为一旦偿付，贷款的持有人即债主，将收获意外的横财。奥妙在于项目贷款的交易价格低于票面。如果罗思和布里滕汉姆按票面的60%买入，而政府又马上偿付了这笔贷款，那么他们就可以实现大约相当于票面价值40%的利润。为了赚到这笔钱，你得事先找出哪些项目贷款可能提前偿付。有两种项目可以满足上述要求。

第一种是陷入财务困境的项目。哪里有不幸，哪里就有机会。“如果你能找到一宗将会发生抵押贷款违约拖欠的政府住房项目，那你可就赚大发了。”布里滕汉姆说。之所以这样说是因为贷款由政府担保，当出现违约拖欠情形时，政府就要全额支付。这样一来，一次就能赚到几百万。

另一种有希望获得提前偿付的项目是舒适的上点儿档次的房产。布里滕汉姆回忆说：“你要去找的对象应该都是比较像样的房产，不是贫民区的那种，应配有不错的配套设施，如游泳池和网球场。找到之后，我就会情不自禁地讲：‘这处房产很有希望被人看中用来换房。而为了要换房，想住在里面的人就得从房主或开发商手中买下产权，后者则将收回的贷款还给政府。一旦政府收到这笔款项，它就会向罗思和布里滕汉姆全额偿付那张他们六折买来的债券。走遍全美考察住房项目，找出那些有漂亮泳池的房产和破产的客户，华尔街上这两个年轻MBA的想法看上去是多么的荒谬，但他们就这样做了，而且赚到了1000万美元。令人奇怪的反倒是华盛顿负责出售贷款的人为什么没有这样做。显然，他们并不理解这些贷款的价值。相反，他们相信市场会支付合理的价格。不幸的是，市场并不总是有效的。’”

从美国购房者的愚蠢行为中可以获取更多的财富。在决定何时应该提前偿付债务的问题上，购房者的技巧并不比联邦政府更高明。全国上下所有按4%、6%、8%的利率使用抵押贷款方式购房的公民都在极不理智地坚持要求提前偿付，他们根本不考虑当前的抵押贷款利率已经上升到16%这一事实；甚至在杠杆负债盛行的年代里，还是有许多人坚持提前偿付，就因为他们不喜欢背着抵押债务。就像联邦项目贷款的情形一样，这种心态也为我们创造了发财的良机。住房贷款是抵押债券的基础，而债券的价格则低于面值。这里的花招是在购房者偿付贷款之前赶紧以低于票面价值的价格买入。能够预测购房者行为的抵押交易师赚了大钱。任何提前偿付都意味着抵押债券持有者的利润。他当初是用六折的价格买入的，如今别人却还给他全价。

所罗门兄弟公司里有一个名叫豪伊·鲁宾的年轻交易师开始动手计算购房者提前偿付抵押贷款的概率。他发现，房产所处的位置、贷款剩余期限的长短和贷款的数额是影响概率变动的因素。他使用了拉涅里研究部收集的历史资料进行分析。聘请研究员的本意是作为顾问随时请教。

可是，在大多数时间里他们的待遇就像橄榄球队里的送水小弟。但是最优秀的交易师却懂得怎样充分发掘研究员的能力。在鲁宾和研究部的眼中，美国的购房者就是实验室里的老鼠。研究员们在图表上标示出当利率变化的冲击效应发生后，以前潜伏不动的购房者如何活跃起来做出反应。如果某个研究员确定某一购房群体很可能比其他人更容易做出非理性的行为时（提前偿付低息抵押贷款），他就通知鲁宾，后者则进场买入这群购房者的抵押债券。当然，购房者本人永远也不知道，华尔街对他们的行为进行了如此细致的研究。

读者由此可以看出，前几年里所罗门兄弟公司的生财之道并无特殊之处。尽管如此，大家也都承认，抵押债券是市场中在数学方面最为复杂的券种。全部的复杂性都是由于购房者提前偿付贷款的选择权所造成的，而普通人能够给市场出的唯一一道金融难题却成了华尔街上聪明人大发横财的机会，这简直需要诗人的想象力。拉涅里的直觉是正确的，他建立了一个庞大的研究部，因为抵押里面有深奥的数学。

这样一来，赚钱的工具越来越讲究了。不幸的是交易师们的所作所为却未能同时进步，伴随他们在市场技巧上的进步而来的是他们在人类进化道路上的后退。随着人数从6人增加到25人，他们的嗓门越来越大，人也变得越来越粗鲁，越来越肥胖，更加不屑于注意同公司其他部门的关系。他们的文化植根于食品之上，如果说这还不够奇怪的话，那么抵押交易师们的吃相将更令你大开眼界。“不用等到圣诞节，在抵押部天天都是圣诞节，你可以敞开肚皮尽情地吃。就算长得再胖也没关系，反正我们赚钱。”一位前交易师这样说。全日大餐从早上8点实习生从三一熟食店买来的洋葱奶酪汉堡包开始，这是第一轮。“其实你可能并不是真的想吃东西，”1985年进入这个部门的加里·基尔伯格回忆道：“你手边正好有事，而且还在喝咖啡，可是你闻到了飘来的香味，人人都在吃，于是你也忍不住拿起一个来。”

这帮交易师们创造了所罗门兄弟公司里前所未有的暴饮暴食纪录。莫塔拉两口吞下好几包麦乳精球。德安东纳每天下午让实习生去买20美元的硬糖。豪普特、杰西尔森和阿诺德一口能吃下整张小比萨饼。每个周五都是“疯狂饮食”日，市场收市后，大吃就开始了。“我们会订400美元的墨西哥食品，”一位前交易师说，“买墨西哥食品你不可能花出去400美元，但是我们试过——比方说，要上5加仑一桶的鳄梨酱。有时会有个把客户打电话进来要我们发盘或报价，你只好对他们讲：‘真对不

起，我们正在搞疯狂饮食节目。我回头再打给你。”

随着他们越来越胖，他们对瘦子也越发讨厌。“让伪善滚开！我们对自己现在这副模样感到自豪！”他们嘲笑那些瘦子，在周末参加铁人三项运动的政府债券交易师，说他们有一个星期没赚到1分钱。这种说法并不公平。不过谁也不如抵押债券交易师赚钱多，这倒是千真万确的。抵押交易市场已经出现了转机。安迪·斯通回忆说：“每到月底，我们都要举行一次部门内会餐。大家会议论说我们赚的钱比公司债券部和政府债券部加在一起还多。我们是最棒的。他妈的！1983年年末，别的部门头头都当上了合伙人，只有迈克尔·莫塔拉没上去，这一事件真正让我们团结起来了。我们说：‘我们可不是给所罗门兄弟公司干的，我们是为抵押部卖命。’”

尽管内部组织的数目不断增加，拉涅里还是成功地保护了这种文化。如果说他们不再举办月末大餐，那么这是因为已经改成去大西洋城旅行。无论如何，政府债券部和公司债券部的人都被严格地排斥在外。抵押交易师们钻进直升机，整夜狂赌，第二天一早又按时飞回所罗门兄弟公司不误交易。这就是符合你身份的活法——如果你是长着铁睾丸的交易师。

* * *

有些捉弄人的把戏是抵押部的传统。偷换衣服始于1982年，某个交易师偷了另一个交易师拎去度周末的箱子，取出里面的衣服，再塞满粉红色的花边短裤。从1982年到1985年，偷换和反偷换至少发生了4次。最后一次偷换终于结束了这类把戏。在某个星期五的早晨，约翰·德安东纳姗姗来迟，手里拿着衣箱。他打算到波多黎各去度周末。可他不该向别的交易师四处炫耀，“嗨，弟兄们，真抱歉不能带上你们一起去，哈——哈——哈——”诸如此类的话。

最后，彼得·马罗和格雷格·艾拉蒂（打来电话的常以为格雷格和艾拉蒂是两个人）实在忍不住了。他们趁德安东纳不注意，把他的衣箱拖了出去，把里面的衣服换成10磅湿纸巾。德安东纳丝毫没有觉察，直到他那天晚上从波多黎各酒店的淋浴喷头下走出来换衣服时才发现。顾不上擦干身子，他就先给首要怀疑对象马罗打了一通电话。“马罗承认了，”德安东纳说，“这个笑话一点儿也不可笑。”在这个周末，他一连又给马罗打了7个电话，告诉他自己如何如何不喜欢这个笑话。马罗不得

不在星期天一早爬起来接德安东纳的电话，他一定是这样开头的：“我不知道你是在什么时间、什么地点、用什么方式干的，但是，你等着，总有一天……”

报复很快就来了，但不是冲着马罗的。同往常一样，诅咒降临到为搞恶作剧者服务的实习生头上。为马罗打下手的实习生名叫加里·基尔伯格，在培训项目中和我同班。有一天，基尔伯格提着自己的衣箱来上班。这天晚上他要坐东航的班机去华盛顿，和别人一起面见两名参议员。他已经猜到自己可能是德安东纳的目标，于是他把自己的衣箱藏在亨利·考夫曼办公室的衣橱里。就在他准备启程去机场的时候，桌上的电话响了。是马罗打来的。马罗的位置离他只有8英尺。不过，交易师在讲悄悄话时总是用电话的，就算他们坐得再近也是如此。

马罗想给基尔伯格提个醒。“不要告诉别人我给你打过电话，”他说，“不过你最好检查一下你的衣箱。”于是，在确信没有人跟着他以后，基尔伯格又把自己的衣箱检查了一遍。所有东西都好好的。

基尔伯格搭上了那班飞机，他的旅行一切正常。可是，当他两天后走进交易厅时，所有的交易师都在大笑，德安东纳笑得最厉害。“有什么好笑的？”基尔伯格问道。

“旅行顺利吗，基勒？”德安东纳问道。

“是的。”基尔伯格回答。

“你说‘是的’，这是什么意思？”德安东纳问道。

接着，在场的6个人都明白了。在基尔伯格动身那天，德安东纳在交易厅附近找到了一只装满衣服的箱子。箱子上印着一个大大的金字“K”。K代表基尔伯格（Kilberg），不是吗？看来，这一次肯定是弄错了。

这不是基尔伯格的衣箱。“那么这些衬衫和套装是谁的呢？”一位交易师问道，他从桌子底下抓出几件看上去颇为昂贵的衣服。“人人都在琢磨，”基尔伯格回忆说，“他们脑子里想的不是小人物，而是大家伙。是亨利·考夫曼或理查·基尔，他们在惊恐中甚至丧失了正常的判断力，把政府债券部的头头克雷格也作为一种可能。接着，他们又互相问道：‘噢，天哪！我们该怎么办？’”

其实，只要细想一下，问题不难解决。丢衣服的人就是那个提走湿纸巾的。周末发现自己的衣箱里全是湿纸巾，他必然会勃然大怒。但是，偷换衣服一向只是抵押部的内部游戏，何况找遍抵押部也没有哪个“K”为此而受到伤害。既然如此，如果这个衣箱就此消失，那么谁也不会去声张，谁也不会那样做。最后，一位交易师把衣箱塞进一只绿色的大袋子里，就像尸体袋一样，然后把它倒在街对面的建筑垃圾堆里——就在纽约健康与职业俱乐部门前。交易师们同意，就像汤姆·索亚和哈克·芬一样，永远也不告诉别人这件事。基尔伯格说：“直到今天，他们也不知道那是谁的箱子。”

简单地讲，抵押部是一个十足的兄弟会，而不像是一家大公司的部门。它的老板至少对本部门这种不成熟的个性负有部分责任。他不仅仅是团队中的一名成员，他还是领头人。拉涅里注重的不仅仅是赢，更重要的是赢的风格。在拉涅里的交易台上，他用长矛斜串起一条橘黄色的脱衣舞娘短裤。仅仅比别的部门加在一起还要赚钱并不刺激，纯粹的快乐是在赚到比其他部门加在一起还要多的钞票的同时，抽出半天的时间拿你的手下寻开心或是抽粗大的雪茄。

某位交易师还记得有一次拉涅里神气十足地走出办公室同一个年轻的交易师安德鲁·弗里德瓦尔德谈话。“他脸上挂满微笑，同安迪站得那么近，问他一笔交易的进展。安迪向他报告自己希望如何在日本和伦敦销出多少债券，刘易却只是站在那里，脸上挂着古怪的微笑。安迪又说了些什么，刘易还是站在那里微笑，没有什么表示。接着安迪自己发现了恶作剧。刘易正拿着点着的打火机放在安迪的裤裆底下。他的衬裤马上就要着火了，安迪一惊之下差点儿跳出房顶。”

另一个安迪，安迪·斯通，回忆起拉涅里有一回把一瓶百利牌爱尔兰奶油倒进他夹克衫的口袋里。当他抱怨说这是自己心爱的衣服后，拉涅里抽出4张脏兮兮的百元钞票说：“别讲了，拿去买件新的。”

拉涅里有一种强烈的念头，他认为商学院分析管理决策的案例教学几乎没有任何用处。玛丽亚·桑切斯还记得她第一天到所罗门抵押金融部上班时的情景，她被人带着熟悉公司环境，在过道里碰上拉涅里。“我根本不认识他，”她说，“他蹒跚走来，像只企鹅，手里挥舞着一把剑——他在办公室里还有不少剑器的收藏。他走到我的导路人跟前，用剑指着我大声问道：‘她是谁？’”

“我们做了相互介绍之后，他问：‘你是意大利人？’我说：‘不是，我是古巴人。’我穿着短外套，上面有一个长长的蝴蝶领结。刘易拿出一把剪刀，脸上挂满微笑剪断了我的领结。他说他不喜欢女人戴领结。接着从钱包里拿出100美元叫我买一件新衬衫。我当时只有一个念头，天哪，我这是到了什么地方？”

拉涅里最终还是被迫做了让步，这是约翰·古特弗罗因德的意思。尽管古特弗罗因德不反对给自己找点儿小乐子，可无论如何他毕竟掌管着一家大公司。他的副董事长好像已经变成了恶作剧董事长。如果他打算提拔拉涅里，拉涅里至少要注意这方面。“我记得有一天刘易走过来把他的美国运通卡丢给丽兹（他的秘书），叫她去布鲁克斯兄弟商店给他买几套衣服，因为古特弗罗因德说他必须改善自己的形象。”安迪·斯通说。

古特弗罗因德不仅关心衣装，他还关心拉涅里本人。另一位交易师说：“古特弗罗因德时刻盯着刘易的体重。有一次我们订了比萨饼，古特弗罗因德正好走过来，刘易停下来再也不肯吃了，直到古特弗罗因德走开。谁都知道哪块比萨是刘易的，他脸上的表情很清楚：动一动它，你就得死。”

拉涅里对自己改变形象的过程的回忆则略有不同。他只记得有一天被他的太太佩格和秘书丽兹“耍过一回”，她们哄他进了巴尼服装店（Barney's）。“我只答应买一套新套装，”他说，“我们一路走过去，为我们服务的那个家伙问我觉得哪套衣服好。每次我看中一套，他就把它从架子上取下来。丽兹事先跟他打过招呼，说我会买下每一套看中的衣服，但我自己完全被蒙在鼓里。走完一圈我已经挑出了9套，接下来我不得不做平生最讨厌的事情——站在那里晃来晃去试穿所有这些该死的衣服。趁着这个当口儿，丽兹拿着我的信用卡说她去付账。可是回来的时候手上却多了三张纸条。‘这是什么？’我问。她一共买下了9套套装、15条领带和24件带姓氏字母组合的衬衫，还有一大堆这种小东西（他指了指手帕）。我被耍了。”

这还没完。他接下来的所作所为令外表修饰顾问的努力付诸东流。绝大多数新套装都是三件套的，他刚买下不久就被别人认为过时了。但是拉涅里从没认真地穿过这些新衣服。有一个交易师回忆道：“每天早上他走进来时，总是把马甲套在一边肩膀上，而领带又甩在另一个肩膀上。”尽管他有了新的形象，但在客户面前却怎么也改不了那副土得掉渣

的模样。新衣服变成了旧我的精致陪衬。

杰弗里·克隆塔尔回忆起有一次跟拉涅里和所罗门兄弟公司的一位客户共进晚餐的情景，拉涅里当场把汤洒到细细的新领带和衬衫上。“他又恨又怒，发狠说如果让他戴以前那种宽领带，最多也就把领带毁了，衬衫不会被弄脏。”还有一次，在去拜访一位重要客户——阿拉斯加州政府之前，有人告诉只穿一身套装的拉涅里，当时才3月份，在阿拉斯加还得再加一件大衣。他拿出美国运通卡给丽兹，她给他在布鲁克斯兄弟时装店买了一件800美元的切斯特菲尔德牌大衣。就这样，拉涅里去了阿拉斯加，身上不光穿着还很新的套装，还带着一件崭新的名牌大衣。不巧的是，在从41层到阿拉斯加的路上，他的鞋弄丢了。他在飞机上换了一双，显然是免税产品。结果他穿着800美元的大衣，却配了一双9或10美元的亮橘黄色的仿皮鞋，鞋跟足有6英寸高。这可真是一场出色的演出，也许是整个华尔街上最出色的。

* * *

你永远也说不清为什么看上去差不多的人，坐在同一个交易台上，其中一个赚了200万美元而另一个却亏了200万美元。约翰·梅里韦瑟，“说谎者的扑克牌”游戏的冠军，是所罗门兄弟公司交易经理中最擅长发现未来交易天才的人物，但连他也有失手的时候。他曾雇了一个人，此人每逢亏钱总要闹得一塌糊涂。有一次这家伙发现自己又掉进了陷阱，他崩溃了。“他们一起整我，他们一起整我……”他一遍又一遍地重复，直到有人把他硬推出交易厅。

你未必每次都能看出谁不行，但是，天才是一眼就能看出来的。豪伊·鲁宾就是一个天才。在所有的交易师中，鲁宾表现出过人的交易直觉。刘易斯拉涅里称鲁宾是他所见过的“最具有内秀的年轻交易师”。别的交易师则说 he 是最像拉涅里的交易师。有一位交易师记得：“刘易会说他认为市场正在回升，然后买入价值100万美元的债券，但市场却开始走低。刘易的做法则是再买入20亿美元，自然，市场又开始回升了。经过这番操纵之后，市场自然会回升，刘易会转过头来说：‘看，我告诉过你它会回升。’在这一点上，豪伊也有点儿像他。”

鲁宾于1982年秋从哈佛商学院毕业后进入了所罗门兄弟公司。关于鲁宾，自拉涅里以下的所有人都深感兴趣的是，他曾花了好几年在拉斯韦加斯的21点牌桌上点牌（记住已经打出去的牌，计算它对输赢的影

响)。一个哈佛毕业生曾在赌场点牌可谓罕见，他身上体现出旧所罗门和新所罗门的特质。

1977年，鲁宾刚从拉斐特大学毕业，在新泽西州林登市埃克森的一家炼油厂里当化学工程师。他一年能挣1.75万美元，当时他很满足。“6个月之后我就厌倦了，”他说，“一年半之后，我已经忍不下去了。”如果你是新泽西州林登市的一位百无聊赖的化学工程师，你还能干些什么呢？只能看电视，喝啤酒。有天晚上，他和一位大学朋友坐在一起看电视，频道调来换去，无意中撞上了《60分钟》节目，里面讲到有一个人靠在21点牌桌上点牌谋生。“他妈的，连他都能干这个，这活儿还会难到哪里去？”鲁宾说。他读了3本这方面的书，然后就跑到拉斯韦加斯去了。在两年时间里，他把带去的3000美元变成了8万美元。“我的困难不在于如何击败对手，而是如何不被赌场赶出来。”他说。到他离开时，镇上的每一家赌场里都贴上了他的照片，他只好乔装打扮骗过警卫。最后，当他连点牌也厌倦了之后，他跑到哈佛去注册上学。他从见多识广的同学那里知道了世上还有债券交易这一行。他说，他当时立刻就明白了，这就是他的机会。

鲁宾运用点牌时的经验确立了折扣抵押债券提前偿付游戏的规则。“21点是赌场里唯一一种结果具有非独立性的游戏。在这里，过去发生的事件可能会影响未来。你总有机会找出统计上的有利时机，这也就是你该痛下赌注的时刻。”他告诉我们。在所罗门兄弟公司，他的优势在于对购房者过去的行为有远超他人的丰富信息，也只有在有了这份把握之后他才会下注。不仅如此，他甚至还说，所罗门兄弟公司的交易厅感觉上就像拉斯韦加斯的赌场。你上千种消遣方式中选择去哪里下注并且自己承担风险。为了在赌场21点发牌手面前掩饰自己对已经打过的每一张牌的记忆，鲁宾雇了一个邻人与他谈话，喝杜松子酒，以此分散对手的注意力。而在所罗门兄弟公司交易时，有6个债券推销员围着他直嚷嚷，他还可以一边吃着早上的一份奶酪汉堡，一边看拉涅里在年轻交易师的裤裆下打着比克牌打火机。

在培训结束后的第一年，也就是1983年，鲁宾赚了2500万美元。那个所罗门兄弟公司管理层从未回答的问题就是由豪伊·鲁宾第一个提出来的，几亿美元的利润是谁赚来的，是豪伊还是所罗门兄弟公司？在鲁宾看来，答案只能是他自己；而在约翰·古特弗罗因德看来，却是所罗门

兄弟公司。古特弗罗因德认为，是公司创造了让鲁宾大显身手的机会，因此理该得大头。自然，古特弗罗因德的观点占了上风。豪伊·鲁宾从培训班里毕业的头两年，公司给他的待遇就像别的实习生一样是按部就班来的。第一年他拿了9万美元，是实习生第一年容许的最高限额。第二年他拿了17.5万美元，又是实习生在第二年容许的最高限额。他回忆说：“按哈佛的经验来讲，如果你真是个人才，3年后你的收入就会超过100万美元。”经验法则这次不灵了。1985年年初，他离开了所罗门兄弟公司，转而投向美林公司的一份三年期合约：每年至少100万美元，外加交易利润提成。

谁会诅咒他呢？当然不会是他的同伴。交易师们完全理解。你不能指望一个交易师从市场上为所罗门兄弟公司榨出最后一个铜板，公司训练他利用别人的弱点，却又一厢情愿地期望他在得到那点可怜的奖金时乐得打滚。每年年末，所罗门兄弟公司交易厅的人总会放下手里无论什么样的事情，花上几个星期的时间专做找工作的交易。他们会付我多少钱？关于我的前途他们说些什么？我从另一家公司那里能拿到多少钱？交易师们甚至会与公司玩一种游戏——很像是“说谎者的扑克牌”。沃尔夫·纳都尔曼称之为“怎样在每年拿到35万美元之后仍然表现得闷闷不乐”。（顺便说一下，我本人就精于此道，真是帅呆了。）这种游戏的诀窍在于让公司知道，也许今年给35万美元还说得过去。注意，仅仅是也许，但是明年，如果明年你还没有得到应有的待遇，那你可就要拜拜了。你有可能是在虚张声势，当然，也可能是要玩真的，谁知道！

约翰·古特弗罗因德本人虽然也是交易师出身，但却未能领悟他的报酬机制中内在的矛盾。在抵押市场中取得的史无前例的利润将所罗门兄弟公司过时的分配体制中的矛盾体现到了极点。古特弗罗因德在这个问题上的观点形成于公司还是合伙制的时期。在那时，对公司忠诚是理所当然的。合伙人必须把相当大一部分个人财产投入公司。如果他离开公司，就会损失一大笔钱。

可是，当1981年古特弗罗因德把公司卖给商品交易商菲利普兄弟公司之后，这一体制宣告结束了。如今，一个嘴上无毛的年轻人（在古特弗罗因德心目中正是如此）从培训班里冒了出来，被派到抵押市场上去寻找新的机会，赚了几千万美元的利润，然后向公司要求分享他的一块儿。古特弗罗因德无意分给任何人这“一块儿”。在他心中，10万美元已经是一个不小的数目。他的思维还停留在过去，那时为一个只有两年资

历的实习生支付100万美元是不可思议的。何况，不管怎么说，是所罗门兄弟公司，而不是豪伊·鲁宾，完成了那桩赚了2500万美元的交易。

古特弗罗因德公开谴责年轻人的过分贪婪。1985年，他一边向交易厅里的雇员挥手致意，一边告诉《商业周刊》的记者：“我根本不知道这些尖尖的小脑袋想些什么。”抵押交易师们识破了他的伪善，为此愤愤不平。古特弗罗因德说声“钱不算什么”当然很轻巧，但他为自己支付的薪水可是超过华尔街上任何一家公司。此外，他还从把公司出售给菲利普兄弟的交易中为自己赚了4000万美元。在将自己的筹码兑现了之后，他和其他那些老合伙人一样，对公司的态度发生了变化。这些人不再将所罗门兄弟公司看成是创造财富的工具，而开始把它看成权力和荣耀的工具，一大块儿可以让自己尽情抖威风的场地。

古特弗罗因德对这块儿场地的增大感到特别自豪。他最喜欢挂在嘴边的话就是所罗门兄弟公司是世界上最强大的投资银行，有30亿美元的资本。他对“全球性”投资银行概念的满足几乎掩盖不住。公司在外埠的办事处相继成立，延伸到伦敦、东京、法兰克福和苏黎世。公司1982年只有2000名员工，到1987年就猛增到6000人。

* * *

也许你会想，这一切都是出于保持公司竞争力的良好愿望。不过，许多抵押交易师却指出，为扩张而扩张不过是出于约翰·古特弗罗因德本人对荣耀的追逐。他一再强调，所罗门兄弟公司账簿上每天有800亿美元证券过夜。接下来他又会讲，从资产规模上讲，所罗门兄弟公司是“世界上最大的商业银行”，名列全球经济规模“40强”。正如一位（犹太）交易师回应的：“好啦，约翰，你谈的可不是荷兰，只不过是一伙被杠杆放大的犹太人。”

古特弗罗因德可不会这么想。在他心目中，所罗门兄弟公司要大得多。作为伟大经理的化身，约翰·古特弗罗因德也比这种说法里的形象高大得多。豪伊·鲁宾最多也只能算是一个不可多得的下属，但同约翰比起来，他又算得了什么呢？别的实习生一样可以顶他的缺。在交易师眼里，古特弗罗因德设下的局可不是一桩好买卖。好处是如果留在所罗门兄弟公司，随着公司继续壮大，交易师有希望在将来获得补偿。缺点是，如果公司不再赚钱，那么交易师最美好的年华就被荒废掉了。

也正是出于这种考虑，豪伊·鲁宾在1985年3月接受了美林公司300万美元的合约，成为当时的风云人物。有关鲁宾成功的传言弥漫在培训班里，从未见过他的人也在谈论。“你听说鲁宾在美林赚多少钱吗？”人们这样问道。当然，这不过是明知故问，因为不会有人不知道。豪伊·鲁宾给那些心怀异志的抵押交易师们树立了榜样，只要有人肯出300万美元，他们立刻就走。一种全新的工作观在所罗门兄弟公司里面滋长起来：打一枪换一个地方。

就这样，所罗门兄弟公司，特别是抵押交易部，成了华尔街的“新兵培训基地”。公司债券部、政府债券部和抵押部的交易师纷纷出走，形势愈演愈烈，甚至到了这样的程度：公司一位高级债券推销员说他正在考虑去美林公司，因为那儿的熟人比这里还多。抵押部为此深受其害。从别的公司的观点来看，无论出什么价格，所罗门的抵押交易师都是物有所值的。他们可以为任何一家公司打开以往对它们关闭的市场大门。因此，他们所获得的报酬往往超出预期。

* * *

在1984年的时候，按照一位交易师的说法，迪帕斯奎尔只是“一个三流抵押交易师”。他是从后台办公室升入交易厅的，美林公司找到他时他还没有多少交易经验，美林给他100万美元的年薪和一份两年的合约。他将出任新设立的抵押交易部主管（他实际上是鲁宾的前任）。尽管后来迪帕斯奎尔证明了自己是一位出色的交易师，但在那个时候他差不多还是一无所知。1周之后，美林公司发现了自己的错误，但为时已晚。迪帕斯奎尔已经合约在手，没法反悔了。美林只好把他安置在后台办公室，直到合约期满。他又回到所罗门兄弟公司，受到英雄凯旋般的欢迎。向征服者欢呼致敬！跳槽之后能够再回来的人少之又少，不过所罗门兄弟对迪帕斯奎尔倒是网开一面。在他的上司看来，他的异动只不过是美林公司开的一个玩笑。

豪伊·鲁宾可不是闹着玩的。不过奇怪的是他曾经考虑过不离开。他声称自己一度考虑回绝美林公司。签字之后，他都不敢再在所罗门兄弟公司露面，因为他知道，只要公司开口，他一定会留下。他希望自己能留下，他以为自己会在所罗门兄弟公司待一辈子。“我在这儿过得再快活不过了。”他说。他最喜欢这儿的一点是：“你只管做好交易，别的可以一概不理。”最终他还是没有露面，只给莫塔拉打了个电话，后者约他在南街渔港共进午餐。

交易师在市场上要择机而动，但他们却无法选择自己流露真情的时刻。鲁宾在同莫塔拉和克隆塔尔会面时流下了眼泪。他说：“我就像离开自己家一样难过。”他的上司并没有像想象中的那样劝说鲁宾留在所罗门兄弟公司，相反，他坦率地说，他完全理解鲁宾的做法。简单地说，豪伊·鲁宾被高价收买了。身为交易师，谁也难免这种命运。这种事同样可能落到莫塔拉或克隆塔尔身上，只不过他俩的价格标签可能会更高一些。莫塔拉现在的说法是：“你看，我一直希望自己在公司里好好干，做遵纪守法的职员。但是，我也认为参与过抵押市场开发的交易师成了所罗门兄弟公司薪酬体制的牺牲品，至少也可以说身受重创。他们的收入与产出太不成比例了。”

这是一出尴尬的悲剧。各方都深受其害，但却很难对任何一方寄予过多的同情。1984年，抵押部固然交了好运，但整个公司却效益不佳。交易师的报酬也的确与他们的贡献不成比例。想想他们对公司别的部门的想法（真是晦气），让他们用自己的利润补贴别人的荒年的说法也未必说得通。鲁宾离开公司之后，汤姆·肯德尔、史蒂夫·鲍姆和头号推销员里克·博登分别接受了位于加利福尼亚代维斯的农场主储蓄银行提供的百万美元薪酬。此后，史蒂夫·罗思和一个名叫安迪·阿斯特拉汉的人也接受了德崇证券公司的迈克尔·米尔肯提供的百万美元（很可能更多的）合约。

突然间，四个最赚钱的抵押交易师走了三个（罗思、鲍姆和鲁宾）。第四个是安迪·斯通，1984年他交易15年期抵押债券赚了7000万美元，这些债券因为期限短而被戏称为“小个子”、“小矮人”和“侏儒”。1985年年中，斯通收到美林公司打来的一个电话，对方提出给他的薪酬加倍。斯通谢绝了。像鲁宾一样，他不想离开抵押部大家庭。他说：“我以为自己至少会在所罗门兄弟公司干到50岁。美林公司随后又让我自己开个价。他们说，人人都有个价位。”打定了主意要把美林吓退的斯通回答说他的开价是1984年薪酬的4倍，可是它们的答复却是“同意”。交易也就此达成。斯通的合约比鲁宾还合算，他和从前的伙伴鲁宾共同担任了美林抵押交易部的负责人。到了这个时候，所罗门兄弟公司才慌了神。拉涅里和莫塔拉请求斯通在周末再考虑一下他的决定。看在曾经吃同一个锅里饭的分儿上，他同意了。

此后发生的一切同任何一个赚钱的雇员在离开所罗门兄弟公司投向竞争者之前的遭遇完全一样。一系列要人相继出面挽留。这些大人物会

用各种说辞来劝阻他，说他正在犯下一生中的大错。一开始通常是说，离开所罗门兄弟，他将一事无成。正如一位交易师所说：“他们想让你相信，在别的公司里干的人不是白痴就是屁股眼儿。因此，如果你去别家干，那也一定是白痴或屁股眼儿。”不过这一回，执行委员会的人想必已经意识到这一招不灵了，因为离开公司的交易师都是聪明人。这些人是斯通的伙伴，他绝不会同意别人说他们是白痴或屁股眼儿。这位抵押交易师说：“一位朋友去了美林，你会说：‘等等，他可不是白痴和屁股眼儿。’接着另一个也走了。下一个就轮到你自己了……”

* * *

星期一早晨，斯通如约而至，接待他的是三个大人物，出场顺序就在和培训班上露面的次序一样：吉姆·马西、戴尔·霍罗威茨和约翰·古特弗罗因德。马西第一个出场，就像我们在培训课程中领教过的一样，马西的功夫就在于恐吓和威胁。“马西企图让我产生负罪感，”斯通说，“他说：‘你欠我们的，我们培养了你，你不能这样一走了之。’”斯通本来就不会相信抵押部之外的任何人。他很快就让马西闭上了嘴巴。他提到自己为公司赚了7000万美元：“我想我们至少也算扯平了。”马西撤了，换上霍罗威茨。

戴尔·霍罗威茨在执行委员会里是唱红脸的，人称“戴尔大叔”。斯通说：“他一上来就讲：‘从你进公司以来我一直在密切关注你，了解你的工作情况。可能你自己不知道，但我对你的进步一直非常感兴趣。’”这也还是老一套。但接下来却出现了令人啼笑皆非的转折，霍罗威茨说：“当年你从垃圾债券部转到公司债券部，又从公司债券部到了抵押部，我可都是出过力的……”斯通从来也没在垃圾债券部或抵押债券部工作过。斯通意识到他说的是安迪·阿斯特拉汉，而不是自己。斯通从一开始就在抵押交易部里干。“他一定是向秘书要安迪的档案，而他的秘书把我们俩搞混了。我打心眼儿里为他感到羞愧，差一点儿就告诉了他。”差一点儿！霍罗威茨又把斯通交到古特弗罗因德手上。

“约翰·古特弗罗因德和我算不上真正的好朋友，”斯通说，“我走进他的办公室，他首先讲的是：‘我猜你到这里来不过是为了讨论一些微不足道的小问题，无非是你自己和你的薪酬，而不是有关公司未来的发展。’”这一套是不是事先设计好的？谁也不清楚。斯通没有退缩。他问古特弗罗因德会不会用1000万美元的价格把抵押部卖出去。古特弗罗因德的回答是“当然不会”。斯通说：“其实你正在这样做，因为我们都要走

了。外边给我们的报酬加起来无非也就是1000万美元。”古特弗罗因德说：“你果然是个难缠的家伙。”但是，在斯通获准离开之前，古特弗罗因德又问他要多少钱才肯留下来。斯通说：“我可以少要一点儿钱，但不会让你把你的意愿强加于我。”古特弗罗因德同意按“美林公司出价的80%”成交。

这是公司管理层第一次在闹着要走的抵押交易师面前竖白旗，也是最后一次。1985年年底，公司内风传安迪·斯通拿到900万美元，这么多的钱付给一个只有4年资历的所罗门交易师可谓闻所未闻，因此公司债券部和政府债券部表现出极度的不悦。因为斯通的缘故，别的抵押交易师也得到了好处，多拿到好几十万。但是，公司债券部和政府债券部却没沾上光。所罗门的规矩被打破了。可是，这种事情是干不得的。“从那时起，”斯通说，“我在公司里就再也没有好日子了。每次我在交易中亏了钱，他们总会说：‘当初就不该拦住他。’”

公司很快就认识到，迁就斯通是一个错误。一份孤零零的大额薪水支票不仅动摇了公司职员们对薪酬体制的信心，同时也破坏了所罗门兄弟公司内部长期行之有效的一套等级制度。在公司里，钱是衡量个人价值的绝对指标。抵押交易师的收入远远高于国库券交易师，这让后者感觉自己成了没用的人。这种局面再也不能继续下去了。为了止住手下年轻抵押交易天才的流失，莫塔拉被迫采取了外交手段，而外交永远敌不过现金的威力，对交易师尤为如此。1985年年底，他两次安排手下的交易师同约翰·古特弗罗因德共进晚餐。

第一次聚餐安排在古特弗罗因德喜爱的曼哈顿餐厅“Le Périgord”，按某位美食家的说法，“这家餐馆以做鸟菜出名”。在座的有莫塔拉、克隆塔尔、斯通和交易师内森·科恩费尔德。“古特弗罗因德才惊四座，完全掌握了现场气氛，”一位参加者说，“在回家的路上我不禁飘飘然，想到有他为公司掌舵真是幸事。”除此而外，聚餐本身则是一场灾难，几乎没有人动筷子。古特弗罗因德用自己特有的方式控制着现场。他不惜让早已升为董事经理的莫塔拉难堪，细说当初公司上市时莫塔拉手上的所罗门兄弟公司股票赚了多少钱。毫无疑问，古特弗罗因德是专门为了这顿晚餐才去找出这些数据的。“迈克尔（莫塔拉）的脸涨得通红。”一位在场的交易师回忆说。接下去古特弗罗因德提起了薪酬的话题。

像往常一样，斯通总有自己的一套。他告诉古特弗罗因德，抵押业务是公司最赚钱的部门，抵押交易师的工资比别的部门高是理所当然

的。“古特弗罗因德在这个问题上触即跳，”一位交易师回忆道，“他大谈在所罗门兄弟公司工作是一件多么有面子的事，是公司，而不是它里面的职员，创造了这些财富。”无论如何，古特弗罗因德强调说，抵押部夸大了自己的重要性，它甚至不如政府债券部赚钱赚得多。

交易师们当然知道这纯粹是一派谎言，但没有人当面反驳他。“谁也不想惹他更生气。”斯通说。晚餐在紧张的气氛中结束。古特弗罗因德和交易师之间的第二场聚餐被取消了。大家心里都明白，只是徒然地重揭伤疤而已。年轻的交易师继续离开所罗门兄弟公司。1986年年底，安迪·斯通去了培基（Prudential-Bache）公司，出任抵押交易部主管。

[9] 税收豁免法案授权储贷协会出售所有抵押贷款资产，将所得现金投资于回报率更高的资产，通常是以前储贷协会不得经营的资产项目。储贷协会所做的只不过是单纯的贷款组合互换业务。因资产出售而导致的巨额亏损（储贷协会正在按面值的65%出售其贷款）则可以隐藏起来。新设立的一项会计标准允许储贷协会按贷款的年限摊提损失。例如，如果储贷协会的一笔30年期贷款按35%贬值率售出，在第一年的财务报表上则只登记为1%多一点。更为优惠的是，可以用储贷协会前10年里已经上缴的税金抵补亏损。只要提交了亏损报告，国内收入署（IRS）将向储贷协会返还往年税款。对储贷协会来说，整个把戏的要害在于向国内收入署申报亏损，越多越好，这当然不是什么难事。它们只要尽情出售不良贷款就可以要回往年上缴的税款，无怪乎储贷协会不顾一切地兜售手里的抵押贷款。

第七章 所罗门食谱

不错，华尔街上的其他公司绝不会容许所罗门兄弟公司保持它在抵押市场上的垄断地位。最终别人也都能悟出其中的计谋，抵押业务的利润太丰厚了，谁也不能不动心。

1986—1988

债券市场和人力市场都在寻找各自的平衡，在Le Périgord晚餐会之后的两年里，所罗门兄弟公司的抵押部渐渐瓦解了。

交易师的空缺可以轻易地用来自全国顶尖商学院的聪明的年轻人填补上去。所罗门兄弟公司用拒绝豪伊·鲁宾的要求所省下来的几百万美元雇了十几个新“鲁宾”。表面看起来，这种人事代谢与以往并无不同。问题在于，他们赚的钱可差远了。首先，和他们的前任当年所处的境况所不同的是，他们不得不同行业中最优秀的人才竞争。希尔森-雷曼、高盛、摩根士丹利、德崇、第一波士顿和美林公司都雇用了所罗门以前的交易师。在华尔街上出现了一个成员越来越多的俱乐部，里面的人微笑着说所罗门兄弟公司真是个好出人才的好地方。所罗门兄弟可以不在意区区十几位骨干抵押交易师，但他们的离去滋养了其他公司的抵押部，华尔街上最稀有和最宝贵的资产，即垄断地位正从它的指间流散。

拉涅里和他的手下曾经在华尔街上确立了牢不可破的垄断地位，这一点就连所罗门兄弟公司里的人也知之未详。在1981年到1985年间，唯一值得一提的对手是第一波士顿，而在早期，就连它也算不上是真正的威胁。马文·威廉森以前是所罗门兄弟公司的抵押推销员，在1982年年底去了第一波士顿。他回忆说：“那个时候在我们所罗门兄弟公司眼里，第一波士顿每次都落在后面。不光是落在后面，他们甚至连生意在哪里都不知道。”可是，到了1986年年中，第一波士顿的抵押债券市场份额已经和所罗门兄弟公司旗鼓相当了。拉涅里看在眼里，痛在心头，他要让古特弗罗因德知道。他说：“我反复对他讲，‘约翰，你放走了金山，换回一堆蚕豆。’”

不错，华尔街上的其他公司绝不会容许所罗门兄弟公司保持它在抵

押市场上的垄断地位。最终别人也都能悟出我们的计谋，抵押业务的利润太丰厚了，谁也不能不动心。但是，公司采取的政策却加速了这一进程。离开所罗门兄弟公司的交易师不仅在华尔街上传播了交易技巧和 market 知识，还带走了所罗门兄弟公司所有客户的名单。现在，出于短期利益的考虑，交易师会主动去开导市场上的傻瓜，告诉他们从前被所罗门兄弟公司骗得多惨，这样他们也许会愿意把业务交给你。

技术和信息的转移很可能让所罗门兄弟公司付出了上千万美元的代价。在早期的交易中，抵押债券之所以有利可图是因为交易师们可以先按一个价格买入，接着马上又按另一个价格卖出。他们以94的价格从堪萨斯的储贷协会买入，又以95的价格卖给得克萨斯的另一家储贷协会。可是到了1986年年初，利润空间已经大大收缩。交易师可能在一个相当不错的交易日以94.5买入一种债券，但在94.55的价位上就卖出了。迈克尔·莫塔拉说：“我们都能从行情屏幕上看到他们（前所罗门兄弟公司交易师们）干活儿。如果我们不知变化，客户就会告诉我们，他们已经同别人成交了。我们的生意慢慢溜掉了，最后只好削减自己的利润。”

到1985年年末，其他公司的抵押交易部已经开始在《华尔街日报》上做广告了。德崇的广告画面是骑在双轮自行车上的两个人。前面的那个肥胖无比，精疲力竭。后面那个从前者的肩膀上向前望去，蹬得正起劲儿。这是什么意思呢？斯蒂芬·约瑟夫说：“那个肥胖的家伙就是刘易。”斯蒂芬在德崇证券公司办公室的墙上贴了一张这份广告的复印件。美林公司的广告画面是两个正在划船的船员，一个胖得不得了，另一个健康而强壮。健壮的船员只落后前者一点点，眼看就要追上了。健壮的自然是美林，而那个肥胖的，华尔街上人人都知道，指的是所罗门兄弟公司的抵押交易部。从自己在高盛公司的办公室回望所罗门兄弟公司的位置，莫塔拉说：“获利的高峰是在1985年。”

拉涅里集团的垮台迅速而又彻底，人们很难将它归咎于一个单一的因素，比如说交易师们的背叛。很显然，几种因素的同时作用一下子摧毁了它的霸主地位。市场本身也发挥了力量，其开始纠正拉涅里集团和其他债券交易部门之间的不平衡。所罗门兄弟公司自己的一项创造，CMO（抵押担保债券），打破了抵押债券固有的低效率，而正是这种低效率曾为它带来巨额的利润。它发明于1983年6月，但直到1986年才成为抵押市场的主导品种。富有讽刺意味的是，它刚好满足了拉涅里的期望：让住房抵押债券和别的债券更为接近。但是，抵押债券和其他债券

在形式上趋同的最终结果，它们在利润上也渐渐不分伯仲了。

* * *

第一波士顿银行抵押交易部主管拉里·芬克协助创造了第一批CMO，他认为CMO和垃圾债券应当共同被列为20世纪80年代最重要的金融创新。这种说法不算很夸张。CMO打破了横在数万亿可投资资本与近两万亿寻求投资者的住房抵押贷款之间的大坝。CMO还克服了妨碍购买抵押债券的主要心理障碍：除了储贷协会和一小批爱冒险的投资经理，大多数人仍然心怀疑虑，如果偿还期限不确定，谁又肯借钱呢？

为了创造CMO，首先要收集数亿美元普通的抵押债券——吉利美债券、房利美债券和房地美债券。将这些债券放在一个信托机构里，由信托机构向债券所有人支付一定的利息。持有人持有证书以证明其所有权，这些证书就是CMO。当然，这些证书也并不都是一样的。以一个典型的3亿美元规模的CMO为例，整个债券被划分为面值各为1亿美元的3期贷款。每一期的投资者都能拿到利息，但只有头期的所有者才能获得信托的3亿抵押债券的本金偿付。头期投资者拿回全部本金后才开始偿付第二期投资者。头期和第二期偿付完成之后，第三期债券的持有者才开始回收本金。

相对于旧的抵押债券，CMO总的效果是缩短一期投资的期限，延长第三期投资的期限。可以相当肯定地说，第一期的偿付期限不会超过5年，第二期的偿付期限大约为7~15年，第三期的偿付期限大约为15~30年。

这样，投资者至少可以大致确定贷款的偿付期。随着CMO的出现，投资者的数目和市场交易额都取得了惊人的成长。从前很难说服一家养老基金经理为购买联邦住房贷款抵押公司债券发放一笔随时有可能偿付的长期贷款，但推销第三期CMO则容易得多。夜里他可以放宽心睡觉，反正他前面还有人要先偿付头期和二期投资者的2亿美元住房抵押贷款，最后才会轮到他。在1983年6月，当房地美发行第一笔CMO时，美国养老基金控制着大约6000亿美元的资产，但没有一分钱投在住房抵押债券上。到1986年年中，它们已经持有价值约300亿美元的CMO，而且这个数字还在快速增加。

CMO还为看好美国购房者偿付能力的国际投资者打开了大门。

1987年，所罗门兄弟公司伦敦办事处向寻求高收益短期投资的国际银行销售了20亿美元头期CMO。流向CMO的资金来自抵押债券之外的客户，他们一般是购买公司债券或国库券的。从1983年6月到1988年1月，华尔街投资银行卖出了600亿美元的CMO。这就意味着同时有600亿美元的新资金流入了美国住房金融业。

同任何一项创新一样，CMO为它的创造者所罗门兄弟公司和第一波士顿赚取了巨额利润。但是，与此同时，CMO也纠正了抵押市场中供求力量的不平衡。这种不平衡曾为抵押债券交易师带来了巨大的赢利机会。现在他们再也不能指望抵押债券由于购买者稀缺而落得便宜的价格。到1986年，拜CMO所赐，再也不愁没有人购买抵押债券了。新买家的涌入降低了抵押债券对投资者的回报。抵押债券开始变得昂贵起来，这还是头一遭。

通过同公司债券和国库券的对比，市场为CMO确立了一个公平的价格。虽说这算不上是一个充分理性的定价，因为至今仍然缺乏为购房者提前还款权提供定价依据的理论基础，但市场已经变得足够大，并开始趋向公平定价。抵押债券的价格不再无效率地自由起伏，现在它们已经同CMO市场联系起来了，正如面粉的行情不能脱离面包市场一样。CMO（最终产品）的公平价格顺理成章地带来了普通抵押债券（原材料）的公平价格。CMO起到了价格发现者的作用，投资者们如今对抵押债券的价格有了一种新的、可靠的认识，为无知而付出的代价大大降低。世界变了，从前，所罗门兄弟公司的交易师可以左右市场，让别人用20美元买入他们刚刚用12美元买下的债券。如今，这种日子一去不复返了。市场主宰着价格，所罗门兄弟公司的交易师只好重新学习接受现实。

* * *

在第一批CMO出现之后，从事抵押市场研究和交易的小鬼们似乎掌握了无穷无尽的拆分和转移住房抵押贷款的方法。他们创造了划分为5个偿付期和10个偿付期的CMO，还将一组住房抵押贷款拆分为一组利息偿付项目和一组本金偿付项目，然后将来自各组（分别称为IO和PO，意即只付利息和只付本金）的现金流量的权益分别卖给不同的投资者。背负着抵押贷款的购房者根本不知道，他所支付的利息付给了一位法国投机者，而本金却付给了密尔沃基的一家保险公司。真可谓是最奇妙不过的炼金术，华尔街像打牌一样把IO和PO重新洗过，最后又把它们混合到

一起，创造出真实世界上绝对不可能存在的住房抵押贷款。也就是说，加利福尼亚公寓住房所有者支付的11%的利息可能同路易斯安那少数族裔居住区的购房者支付的利息混合在一起。这么一来，一种新债券，或者说新时代的克里奥耳（Creole）混血儿[10]，也就此诞生了。

如今，抵押交易台已经从街边小店走进了堂堂超市。品种增加了，买家也就多了。储贷协会是最大的买家，它们常有一种非常特别的需要。它们希望突破华盛顿的联邦住房贷款银行理事会为它们设置的限制。比华盛顿的储贷协会监管者领先一步，这意味着持续不断的斗争。许多所罗门兄弟公司发明的“新产品”就不受游戏规则的约束，它们不必在储贷协会的资产负债表上列示出来，从而为储贷协会的成长留出了空间。在某些情况下，新产品的唯一价值就是它可以被列入“表外”项目。

为了吸引新的投资者，规避新的条例，市场变得更为复杂和神秘。每天都要学习新的东西，在这种形势下，拉涅里不可避免地落了伍。其余那些所罗门兄弟公司管理层里的新人就更不用说了。换句话说，真正负责管理交易风险的就只剩下一群毛头小伙子。他们从培训班里毕业才几个月，只不过恰巧比公司里的其他人多了解些诸如吉利美IO方面的事。华尔街上的新人摇身一变成了专家，这绝非罕见，因为新券种的历史也不过才1个月。在一个金融创新频仍的时代里，最年轻的交易师掌握着权力（20世纪80年代，年轻人迅速致富的部分原因是这是一个不断变化的时代）。年轻人更能抓住机会学习，而他们的上司却做不到。老人们负担太重，无暇学习以站回到创新的前沿。

到了1986年，公司事务缠身的拉涅里干脆不坐镇抵押交易台了。他的缺席令交易师们感到快乐。不是他们不喜欢拉涅里，但是只要拉涅里和迈克尔·莫塔拉一露面，他们总要不分青红皂白地干预交易师的业务。他们告诉交易师该干什么、不该干什么，他们想知道交易师究竟为什么要买这种或那种债券。正如一位交易师所讲的：“你未必在每一个头寸上都有很好的理由。有时买入某种债券只是为了了解华尔街上发生了什么事。谁也不愿意身边有个人整天问你为什么干这个，为什么干那个。”

无怪乎交易师们想出各种法子不让经理视察工作。1986年4月的某个星期，拉涅里决定在交易台上花点儿时间，于是交易师们启动了第一套方案。拉涅里每天来得很早，交易师们先在他的桌子上做文章。第一天，他们在他的桌子上堆了尽可能多的纸张。拉涅里早上7点来上班，看到了这堆破烂儿，把它们丢到天花板上。“这是谁干的？”他向全体嚷

道。交易师们耸耸肩膀一起笑了笑。

第二天，交易师们拔掉了拉涅里转椅旋转轴上的轴钉。他上班后的第一件事就是一屁股坐下，这次他一下子跌到地板上，差点儿摔折了脊梁骨。他花了好几分钟才站起来，咒骂和叫嚷着。他抓住德安东纳问这是谁干的，德安东纳发誓不是自己干的。

第三天，交易师们将拉涅里的座椅升高，虽然他坐下时平安无事，但当他靠到桌子上时，膝盖猛地撞到了中间的抽屉上。这下他勃然大怒。“他妈的，约翰，我要你告诉我这究竟是谁干的。”“好吧，刘易，”德安东纳说，“我猜迈克尔（莫塔拉）可能不喜欢你坐在（办公室）外面的桌子边上。”（拉涅里应该能够识破这个谎言，因为莫塔拉从未在8点之前来上班，没有作案时间。）

“他妈的他以为自己算老几？”拉涅里说。接着他把部门里找得到的所有垃圾盒子都扔到莫塔拉的桌上——计算机打印件、吃剩的烤面包圈、洋葱汉堡和别的交易师的垃圾。

别的交易师也帮着他干以示支持，在整个交易厅里找垃圾盒。最后，莫塔拉的桌子变成了垃圾堆。“时间拿捏得分毫不差，”一位交易师说，“刘易怒气冲冲地刚从交易厅的一边走出去，莫塔拉就从另一边走进来了。”

莫塔拉看到自己桌子时的反应和拉涅里一模一样，他的第一个也是唯一一个反应就是报复。他同样抓住德安东纳问：“勒罗伊（德安东纳的外号），我是认真的，这是谁干的？”

“迈克尔，上帝做证，”德安东纳说，“是刘易干的。”

莫塔拉噎住了。拉涅里可是他惹不起的主儿。他像泄了气的皮球一样，自顾自地去了42层的办公室，这天再也没有露面。

“最后，我们这儿总算是太平了。”一位交易师说。虽说莫塔拉还是回来了（抵押交易师梅森·豪普特替他整理了桌子），拉涅里却再也不过问细节了。在交易师们看来，这实在是再好不过了。那个月，1986年4月，抵押部的亏损超过了以往的任何时候，有几个交易师估计大约在3500万美元到6500万美元之间。他们用平时积存下来以备不时之需的利润冲销了亏损。具体做法是人为压低手上债券的价值。所罗门兄弟公

司的高级管理人员对此毫无察觉。

降临到抵押部的厄运是整个公司业务状况的缩影。1986年年成不好，1987年就更糟了，收入停止增长，成本失控。为了恢复管理控制能力，古特弗罗因德创造了一大批新的头衔。所罗门兄弟公司成立了董事会，绝大多数成员都是从前的交易师。在董事会之上又设立了一个新的管理层，称为董事长办公室。古特弗罗因德指定两名前交易师和一名前推销员组建了这个办公室：刘易斯·拉涅里、比尔·佛特和汤姆·斯特劳斯。他要求每个人都从狭隘的地盘之争中摆脱出来，关心整个公司的业绩。你不能不说这是个挺不错的想法。

“我的看法是这样的，”安迪·斯通说，他已经坐在了培基证券公司自己的办公室里，“华尔街把最能干的专家提升为经理。也就是说，干得好的报酬就是当经理。而这些人往往性情急躁、争强好胜、神经过敏而又自高自大。既然你们让他们当经理，他们也就一个接一个地干了。可是，当上经理之后，业务活动中的那种直觉也就没有了用武之地。一般来讲，他们不适合当经理。有一半人因为不称职被赶了出来，还有四分之一在公司的政治斗争中败下阵来，而剩下来的都是最冷酷无情的。这就是华尔街上的公司总是循环起落的原因，也是所罗门兄弟公司如今陷入困境的原因，冷酷的人对企业发展不利，但只有板上钉钉的败局才能让他们滚蛋。”

* * *

董事长办公室里的一伙人面和心不和，这在所罗门兄弟公司早已不是秘密。这只不过是三大部门间斗争的延续，斯特劳斯代表政府债券部，佛特代表公司债券部，拉涅里代表抵押部。正如一位政府债券部的人士所说，“在这里你要么是斯特劳斯家的，要么是拉涅里家的，要么是佛特家的。很少有人能左右逢源”。

问题不像团队精神冲突那样简单。董事长办公室以其内部深厚的敌意而引人注目。拉涅里称汤姆·斯特劳斯为“笨蛋，只会搞阴谋，一辈子从来也没有自己的思想”，而认为比尔·佛特则是“我所见过的最热衷于弄权的家伙，每一句话都有政治目的”。不过，相比于他的两位新同事，他们对他们的态度应该说还是客气的。他至少还愿意跟他们一道共事，而他们最后却合伙把他丢了出去。不过从另一方面讲，三个人的生活全都受丛林法则的支配，不是我搞掉你们，就是你们搞掉我。不管怎么说，董

事长办公室逐渐变成了所罗门兄弟公司内部搞垮抵押部的力量的象征。

在满是老饕和少数族裔的抵押部看来，政府债券交易部可谓处处与它相反。以所罗门兄弟公司的标准来看，它几乎是过于讲究了，吃肉比吃生食还少。政府债券交易师是清一色的东海岸WASP，令人疑心这是有意安排的，唯一可挑剔的就是他们过于压抑。他们的头头，汤姆·斯特劳斯，又高又瘦，永远是一副晒黑的模样——他常打网球。

抵押交易师们讨厌这样，他们不喜欢斯特劳斯对所罗门犹太文化的破坏。谈起斯特劳斯，他们总要提到他的网球，讥笑他穿一身白在私人俱乐部打球。抵押部好在没有虚伪和造作的毛病，而且它们最看不惯的也就是这个。一位至今仍在所罗门兄弟公司的交易师说：“你说拉涅里和斯特劳斯有什么分别？这很简单。斯特劳斯绝不会用交易厅里的卫生间，他要用楼上自己办公室里的，而拉涅里会把尿撒在你的桌子上。”

拉涅里说：“汤姆·斯特劳斯就盼着自己不是犹太人。他刚进公司就有人取笑说，他是某对邪恶的犹太人夫妇偷去的。”（令人大跌眼镜的是罗马天主教教徒拉涅里，居然挺身而出捍卫所罗门兄弟公司的犹太传统。）

“斯特劳斯最恨的就是拉涅里的肥胖、没有教养和不懂策略，”拉涅里手下的一名高级交易师说，“斯特劳斯并不在意拉涅里的业务，也不计较他赚了多少钱，他甚至不关心拉涅里的野心，但他就是看不惯拉涅里缺德少教的样子。这就好像你反感紧挨着自己坐的人，拉涅里过去一向跟斯特劳斯坐在一起。如今斯特劳斯升上顶层，环顾周围却发现故人依旧，‘等等，我还以为自己已经上了一个台阶’。他岂能善罢甘休。”

斯特劳斯家族（我就曾是其中的一员）对抵押部有着强烈的职业性反感。他们不赞成抵押部那些张扬的做法。美食狂欢和肥胖只是更为基本的问题的表现。成本开支最没有节制的就数抵押部了。

谁又会在意呢？收入才是最重要的。“你的意思是要叫我们改变规矩？”不少交易师会反问。从1981年到1986年，抵押部创造了那么多的收入，与之相比，成本可谓微不足道。但是，收入下降之后，成本突然之间就变得需要计较了。1985年下半年，负责政府债券推销业务的一位董事经理改到抵押部任职，同时他还被任命为所罗门兄弟公司费用委员会的负责人。这绝不是巧合，总得有人来管理这些人。

在许多交易师看来，一开始他们的报酬就拿少了，这一点老板也承认，那么他们就把所罗门兄弟公司的费用账户作为软美元的付酬机制。他们也由此逐渐养成了坏习惯。“我们习惯于派公司的车去机场接朋友，把电话卡借给他们。上帝做证，周末我们还用公司的车接太太购物。”一位交易师讲道。“我知道一件最邪乎的开支故事，”抵押金融部的一位女职员说，“抵押部里有一个家伙假借拜访客户的名义，用申请的电话费给自己报销，买了一辆萨博车。”无怪乎斯特劳斯家族对此义愤填膺。

同斯特劳斯相比，佛特对拉涅里的看法更像是一个谜，不过当时佛特本人也像是一个谜。别的董事经理都挤在41层的交易厅，佛特却仿佛权力链条高层看不见的一环。他的办公室设在40层。有时他会在报纸上露面，但谁也没见过他的真面目。我只是在1987年《商业周刊》的文章里见过他站在汽车旁边的照片。这篇文章确信比尔·佛特将出任所罗门兄弟公司的董事长。尽管他自己一副与世无争的样子，但他手下的公司债券家族却有搞垮抵押部的原始动机。

在佛特和斯特劳斯的坚持下，1985年年底，一位名叫马克·史密斯的公司债券董事经理被安插到抵押部。“他是一个探子，”一位抵押交易师说，“你可以把他看作特洛伊木马。”另一个说：“不，他可不能算特洛伊木马。”第三个讲道：“我们都知道里面是些什么货色，但马克就是不听。”公平地讲，莫塔拉也无能为力，只好让这只木破门而入，他怎能抵得住佛特和斯特劳斯的势力？只有拉涅里才行。到了这时，憋在抵押部诸公心里的话终于喊了出来：拉涅里在哪里？

马克·史密斯是第一个从别的部门调进抵押部的（拉涅里不算），后面还会有。这个部门一向是以内部团结著称的大家庭。史密斯进来之后6个月，第一桩内讧发生了。史密斯劝说莫塔拉把杰弗里·克隆塔尔（拉涅里的被保护人）调到公司债券部。然后史密斯坚持把拉里·斯坦，一个政府债券推销员，调到抵押套利交易组。这个组的成员中有内森·科恩费尔德、沃尔夫·纳都尔曼和格雷格·霍金斯。斯坦同意来，条件是纳都尔曼必须走。纳都尔曼是个赚钱的交易师，更为重要的是，他是拉涅里家族的忠诚一员。可是，在1986年年末，莫塔拉开除了纳都尔曼。空气被毒化了。

* * *

1987年4月29日，《华尔街日报》发布头条新闻，说美林公司因未

授权交易亏损2.5亿美元。下面是小号字：“美林公司经理们初步认定负有责任的交易师是霍华德[11]·A. 鲁宾，36岁，该公司首席抵押交易师。他们说他在购买以特殊的证券风险形式组合的抵押债券时大大越权。这种证券组合将抵押贷款的利息支付与本金支付分离开来，再卖给不同的投资者。它们被称为‘单纯利息/单纯本金’证券，或称IOPO。”

华尔街记者像疯了一样地去打听豪伊·鲁宾是何许人，IOPO是什么意思。最后他们到底弄懂了想知道的一切，但是豪伊·鲁宾是怎样在一次交易中赔掉华尔街历史上最大的一笔钱的，这仍然是最引逗人的秘密。直到那时为止，他看上去不仅是最可靠的，而且是个百分之百的天才。用刘易斯·拉涅里的话来说，“豪伊·鲁宾是我见过的最有天分的交易师”。美林公司对报界的解释是鲁宾欺骗了他们。一位经理告诉《华尔街日报》，鲁宾“把它们（债券和IOPO）放在自己的抽屉里。我们不知道他买了这些东西”。放在自己的抽屉里？像美林这样一流公司的高级管理层会这样完全不设防吗？

在亏损被发现之前两星期左右，鲁宾与一位抵押债券大买主共进晚餐。此人名叫厄尼·弗莱舍，是堪萨斯州渥太华富兰克林储贷协会的经理。一般来说，储贷协会经理在接受新事物方面比较迟钝，但弗莱舍总是站在变革的前列。他常常自夸比华尔街上的人还要会玩他们的游戏。鲁宾向他解释了IO和PO（记住它们是由抵押债券一分为二而来的，将利息付给某个投资者，本金付给另一个投资者）。弗莱舍对此很有兴趣。在餐桌上他就要鲁宾卖给他5亿美元的IO。

鲁宾一答应，实际上就吃了只苍蝇。他卖给弗莱舍5亿美元债券上的利息，但却把这些债券的本金留在手里了。甜点过后，交易就算做成了。弗莱舍回了渥太华，后来他到处吹嘘自己是怎样同交易师做生意赚了1000万美元，让那个华尔街骗子破了大财。

豪伊·鲁宾的麻烦是怎样把手上5亿美元的PO脱手。一旦利率上升，PO比哪只债券跌得都快（理由不值一提，请相信我）。鲁宾的风险是，债券市场千万不要在他卖掉PO前下跌。可是，等鲁宾吃完午饭回去时，债券市场却一路下跌。他试图动员美林公司的销售队伍把PO抛出去，但他们也无能为力。接着债券市场就崩溃了。几天之后，亏损已经扩大到鲁宾不敢报告的程度。有人说，这个时候他买了更多的PO，把赌注加倍。尽管这种说法挺符合鲁宾的个性，但却没有证据证明他干过。似乎没有人知道事情究竟是怎样弄糟的，但每个人都振振有词。可是，鲁宾

从前在所罗门兄弟公司的伙伴，从刘易斯·拉涅里往下全都众口一词，他们发誓说豪伊·鲁宾绝不会把债券藏在抽屉里。他们只接受一种说法：美林公司的经理们根本不懂PO是什么东西，没有为PO业务制定规则，他们任由鲁宾自己冒大险，然后又把他当作自己无知的替罪羊。在此后的报纸新闻里，不署名的所罗门兄弟公司交易师们轮流出面为豪伊·鲁宾辩护，仿佛他还属于拉涅里大家庭。

要把抵押债券拆分成利息和本金，首先要在证券交易委员会登记。证券交易委员会的登记是公开的，所以华尔街上的人都知道美林的豪伊·鲁宾登记发行5亿美元的IOPO一事。佛特和斯特劳斯安插在抵押部的马克·史密斯也注意到了这桩交易，他主张所罗门兄弟公司也应该照此办理。

从表面上看，他的建议是合理的。美林公司的IO和PO组合定价过高。史密斯指出，既然美林能以这么高的价格卖出抵押债券，而所罗门的销售力量又强过美林，那么做一桩相似的但价格便宜一些的交易应该不成问题。当然，他不知道豪伊·鲁宾是不是真的已经把债券全都卖掉了。但是在投资银行眼里，再也没有比抢生意更令人动心的了。所罗门兄弟公司做了这桩生意，发行了2.5亿美元的IOPO。

由于可以向对方指出所罗门兄弟公司的PO比美林公司的PO便宜，所罗门的推销员使出把死人说活的能耐在市场崩溃之前把PO卖出去了。当然，豪伊·鲁宾因此也就根本没有机会把他手上的存货清理掉。所罗门兄弟公司现在的处境与厄尼·弗莱舍的有点儿像，它手上持有IO，当债券市场下跌时，IO的价格会上升。情况不错，所罗门兄弟公司里人人都预期债市将要崩溃。公司打算把IO留在自己手上当赌注，不卖出去。抵押套利小组由格雷格·霍金斯、内森·科恩费尔德和内森·洛组成，他们买了1.25亿美元IO。由“说谎者的扑克牌”游戏之王约翰·梅里韦瑟负责的另一个交易师小组买走了剩下的。在所罗门兄弟公司41层交易厅里，似乎只有马克·史密斯一个交易师的观点与众不同。他和豪伊·鲁宾一样，持有几亿美元PO在他的交易账户里（几个星期前买的）。

在所罗门兄弟公司里，史密斯享有精明的投机交易师的名声。直觉告诉他，债市一定会反弹。他对此信心十足，甚至当面奚落与他持相反头寸的霍金斯、科恩费尔德和洛是十足的傻瓜。有时他也会经过约翰·梅里韦瑟小组的办公室，告诉他们，是他而不是他们才是最后的胜利者。债市感觉良好，它正在上升。

当市场刚开始下跌时，跌势较缓，但这已经足以让美林公司乱作一团了，这就是见于《华尔街日报》首页的消息。事情发生前几天，所罗门兄弟公司听到一个市场传言，美林公司持有数亿美元PO急于出售。跌了几天之后，史密斯亏了一点儿钱，但没有退出市场。经过计算，他认为现在应该再买一点PO。不管怎么说，美林现在正在发慌，这可是捡便宜货的好机会。于是他又买了一些PO，虽说它们并不是豪伊·鲁宾手上的，但如今他的头寸事实上和鲁宾一样。此后几天，市场保持平静。

当市场再度下跌时，它落得比苹果从树上掉下来还要快。梅里韦瑟的小组和抵押套利部很快就赚了几千万美元，而史密斯亏掉的比他们赚的还多出几百万。这四位交易师估计他的亏损在3500万至7500万美元之间。但是，这不算什么，因为与此同时，抵押套利交易师们的IO还拿在手上，他们的利润还在增长。这就给了老谋深算的史密斯以可乘之机，他要把损失补回来。

他开始向高层人士游说，让他们相信他手上这些债券是为了和抵押套利小组的债券绑在一起的。他反复地陈述这一情况，他的级别（董事经理）足够高，管事的当然会听他的。不管怎么讲，他毕竟是抵押交易的老板之一。他通知抵押套利交易师们，他们那些赚了大钱的IO实际上属于他的交易账户。他说他原计划把他的PO和他们的IO打包在一起卖给投资者。这样一来，抵押套利的利润将被史密斯的亏损吸干。

史密斯将其他交易师的利润窃为己有。更糟的是，在抵押交易师眼中，史密斯是一名公司债券交易师。这下子人人都知道，所罗门兄弟公司出了一桩大丑闻。套利小组的一位成员回忆道：“每天早上我们上班时，总有人会说：‘噢，我们手上的IO又赚了200万美元。想想看，史密斯一样不会放过它们。’”后来，史密斯在古特弗罗因德的办公室里为此而遭受到严厉的斥责，但是，惩处来得太晚，措施也不够有力。科恩费尔德离开所罗门去了希尔森-雷曼公司，洛去了贝尔斯登，就连由史密斯介绍进抵押部的拉里·斯坦也厌恶地离去了。一时间，公司里四面八方都是一派要取史密斯人头谢罪的呼声。但是，在开除了抵押交易部的剩余人员之后，一切还是停止了。拉涅里在哪里？

* * *

大多数人还不知道，就在史密斯从抵押套利账户上窃取利润的时候，拉涅里意识到，他在公司所任的正式职务已经不再负责抵押交易

了。“1986年12月，约翰来找我，说：‘我打算整顿抵押部，你要服从大局。’”拉涅里回忆道，“抵押部从此不再是一个独立的实体，它只是固定收入债券交易的一部分。”

1987年5月，约翰·古特弗罗因德在纽约举行的年度董事经理会议上向所罗门兄弟公司的112名董事经理宣布了自己的决定：“我们设立了董事长办公室，因为管理所罗门兄弟公司超出了任何一个人的能力。同任何一个团队一样，其中的挑战在于分担任务，倾听不同意见和见解，而同时又要保持目标的一致。我对目前该小组的工作非常满意。过一段时间，我会减轻其他三位成员听取具体报告的责任，好让他们腾出精力考虑整个公司的管理。”

两个月后，1987年7月16日，他炒了拉涅里的鱿鱼。当时拉涅里正在西海岸出差，他接到古特弗罗因德的秘书打来的电话，说老板要见他。通知他到利普顿律师事务所去见古特弗罗因德，这是一家著名的证券律师事务所。“在紧急情况发生时，为了不惹人注意，我们会在马蒂（合伙人马丁·利普顿）的办公室碰面，”拉涅里说，“我还以为是南非人，即Minorco公司，打算撤出它们的股份。我根本不知道出了什么事。”

会晤持续了10分钟，拉涅里几乎回不过神儿来。当问到为什么要将他解职时，拉涅里说：“我到现在也不明白。”当时古特弗罗因德给出的是三项理由，在拉涅里（和别的人）看来，没有一项是站得住脚的。他先对拉涅里说：“没有人再欢迎你。”然后他说拉涅里是公司里的一股“破坏性力量”，而且“所罗门兄弟公司已经容不下你了”。当拉涅里打算中止会谈驱车进城去取自己的物品时，古特弗罗因德通知公司不让他再走进办公室。显然，古特弗罗因德认真考虑过政变或大罢工之类的可能性，公司里有很大部分的职员主要是冲着拉涅里的面子来的。古特弗罗因德只允许拉涅里的秘书在所罗门兄弟公司安全警卫的陪同下整理他的私人物品。

“当刘易被炒掉的消息传到抵押部之后，德安东纳的震惊完全表露在脸上。”一位至今仍留在所罗门兄弟公司的抵押交易师回忆道。下一步将要发生什么事，每个人——拉涅里、去了德威投资银行（Dillon Reed）的沃尔夫·纳都尔曼、去了希尔森-雷曼公司的内森·科恩费尔德、去了培基公司的安迪·斯通，还有留在所罗门兄弟公司的交易师们，心里都很清楚。拉涅里大家庭将受到清洗。在短短几个月的时间里，公司开除了抵

押部剩下的几个老人。第二天就让交易负责人迈克尔·莫塔拉走人，接着又轮到约翰·德安东纳、罗恩·迪帕斯奎尔、彼得·马罗和汤姆·戈内拉。剩下唯一一个意大利血统的交易师保罗·朗格诺蒂，有一天他上班时戴了一个徽章，上面写道：“开除我吧，我是意大利人。”

我们可以从一幅照片中追踪到华尔街历史上最不寻常和最赚钱的生意的源头。它挂在吉姆·马西的办公室里，照片上古特弗罗因德、拉涅里和鲍勃·多尔手挽着手庆祝他们1978年创建的新兴事业。杰弗里·克隆塔尔和梅森·豪普特被恩准留任抵押交易部的共同负责人，可能是因为在所罗门兄弟公司里实在找不出胜任此职的人物了。可是，第二年克隆塔尔辞职去了罗斯柴尔德当副董事长，这是一家刚刚被收购的纽约投资银行。收购者不是别人，恰恰是储贷协会经理厄尼·弗莱舍。这样一来，梅森·豪普特就成了所罗门兄弟公司里抵押债券方面唯一一个明白人。公司最高层在抵押债券方面的无知的确令人震惊。大清洗之后，古特弗罗因德、佛特和斯特劳斯安排了一个私人性的讲座。主讲人是所罗门兄弟公司债券研究部主任马蒂·莱博维茨，主题是抵押债券业务介绍。最后，佛特被任命为抵押交易部负责人。

拉涅里终于如愿以偿：让抵押部与公司债券部和政府债券部并驾齐驱。美国抵押市场如今已经成了世界上最大的信用市场，也许有一天会成为世界上最大的债券市场。拉涅里的创造标志着华尔街业务重心的转移。从历史上看，华尔街只在资产负债表的一边做生意——负债，抵押贷款可是资产。如果住房抵押贷款可以在组合之后进行销售，信用卡的透支、汽车贷款和其他任何一种贷款也都可以拿来销售，只要你想得到。

所罗门兄弟公司的专业知识传遍了整个华尔街。迈克尔·莫塔拉出任高盛公司抵押交易部主任，1988年上半年该公司是抵押债券交易业务的领导者，彼得·马罗成了摩根担保信托公司抵押交易业务的负责人。安迪·斯通在培基公司主持抵押交易业务。史蒂夫·鲍姆在基德·皮博迪公司负责抵押交易。汤姆·肯德尔在格林尼治资本市场公司当抵押交易部头头。斯蒂芬·约瑟夫在德崇证券公司，杰弗里·克隆塔尔在罗斯柴尔德各自主持其抵押交易部。沃尔夫·纳都尔曼、内森·科恩费尔德、内森·洛、比尔·埃斯波西托、埃里克·毕卜勒和拉维·约瑟夫分别在太平洋证券、希尔森-雷曼、贝尔斯登、格林尼治资本市场、美林和摩根士丹利公司担任高级抵押交易师。华尔街上活跃着一批最著名的所罗门兄弟公司抵押交易师。

在他们的手下，依靠抵押债券业务为生的是各个公司中的数千名职员。

毫无疑问，在前所罗门兄弟公司的抵押交易师中，经历最奇特的要数豪伊·鲁宾了。在被美林公司炒掉鱿鱼之后没多久，他就进了贝尔斯登公司。有消息说，贝尔斯登在《华尔街日报》公布鲁宾的2.5亿美元亏损新闻的当天就给他打了电话。在美林公司之外，没有人对鲁宾的亏损大惊小怪，有些反应甚至颇为幽默。在贝尔斯登公司，两名抵押交易师把他新桌子的抽屉用钉子钉死，这样他就再也不能“把那些东西藏在抽屉里了”。一位所罗门兄弟公司的抵押交易师打电话建议鲁宾为美国运通卡义务做推广。“嗨，你不认识我。可是我要告诉你，我在一次交易中亏掉的钱比华尔街有史以来任何一个人都要多。因此，我最理解什么是信用。一旦我遇上麻烦……只要掏出这张小小的卡片……”

刘易斯·拉涅里在所罗门兄弟公司以北半英里的地方开办了自己的公司。拉涅里被炒掉后没几天，还处在震惊之中的拉涅里大家庭的一名成员同鲍勃·多尔，那个将他带入抵押部施展拳脚的人共进午餐。多尔说：“约翰为什么在提升刘易不久后就开除他，我考虑有两种可能。第一种可能是约翰突然认识到自己犯了一个极大的错误——刘易太狭隘，虽说担任了公司的副董事长，但总是本部门利益优先。第二种可能是董事长办公室里的人受不了刘易的聒噪，因为刘易在会议中总要当主角。他倒不是那种刚愎自用的人，但他心里总有那么多令人激动的念头，只可惜斯特劳斯、佛特和古特弗罗因德不能虚心接受。认真听取刘易的建议很可能给公司带来财运。”

拉涅里本人拒不相信那个在困难时期保护过他的人如今会设计害他，他把这个人称作“我的拉比”。他相信是汤姆·斯特劳斯急于揽权，而佛特则在伺机观望，让斯特劳斯自取灭亡。（后来发生的事实则刚好相反，佛特1988年12月离开了所罗门兄弟公司，汤姆·斯特劳斯成了摇摇欲坠的古特弗罗因德手下第一人。）拉涅里从未改变自己对公司的态度，这种态度是在当年那位记不清长相和姓名的公司合伙人他支付妻子住院费的时候形成的，那位合伙人之所以这样做仅仅是因为他认为这样做是对的。这种态度是在管理公司的人不仅主张“做一个好人比做一个好经理更为重要”，而且是在切实身体力行的年代里形成的。拉涅里更愿意相信所罗门兄弟公司如今暂时落入了异己文化的手里。“当前的情况只能有一种解释，”拉涅里说，“约翰·古特弗罗因德控制不了局面了。如今是斯特劳斯在掌权，而他想要的是绝对的权力。他们只用1年时间就摧

毁了一个巨人。假如是约翰自己做决策，他绝不会这么干。我无法想象他们（斯特劳斯和佛特）对约翰讲了些什么，让他干出这种事。他们永远也不懂，公司的伟大就在于它的文化。而他们却破坏了这种文化。正如俗语所说，背约的人将永远带着耻辱的烙印。”就这样，拉涅里结束了自己从华尔街邮件中心到大公司董事会长达19年的漫漫征程。

[10]此处泛指复杂的混血关系。——译者注

[11]豪伊（Howie）是霍华德（Howard）的异体。——编者注

第八章 从“基克”到人

你为谁干活儿？这个问题始终纠缠着推销员。每当交易师耍弄了客户让推销员无颜见人时，他们总是这样反问推销员：“你到底为谁干活儿？”传递过来的信息是很清楚的：你是为所罗门兄弟公司工作的，是为我工作的。

普通人观察事物总是流于表面，因为表面是人人都看得到的，而深入了解则只有通过身体力行才能获得，只有少部分人能做到。其结果只能是人云亦云，而洞悉者则少之又少，甚至不敢站出来抗拒流行的观念。

——马基雅利，《君主论》

可以肯定的是，在不违法的前提下，人类利用电话干出的最坏的勾当，就是随便给不认识的人打电话，再卖给他不想要的东西。在我刚刚到伦敦上班时，摆在我面前的就是一本写满了我念不出来的法国滑稽人名的小册子。我的老板，丛林生活的导师、阿肯色州的原住民斯图·维立克告诉我要一屁股坐在电话上自己赚钱。“给巴黎的每一个人打电话，”他说，“别忘了微笑。”

他的意思当然不是叫我真的给巴黎市的每一位市民打电话，这样讲只是为了突出效果。应该打电话的对象仅限于掌握5000万美元以上资金额度的法国资金经理，而这只占巴黎电话号码簿的一小部分。我还找到了另一种有用的资料线索——《欧洲货币指南》。如果你的名字出现在《欧洲货币指南》上，我猜总该是有点儿钱的。上面的第一个名字是F. 迪德罗农（F. Diderognon）。这怎么念？此人是男是女？我向我的美籍丛林导师请教这个名字如何发音。

“我怎么知道？我以为你会讲法语。”他说。

“不，那只不过是简历上的说法。”我回答道。

“噢，”他搔着头想了一分钟，“没关系，好在这些人全都会讲英语。”

我再也无话可说，只能硬着头皮去打电话。但问题还是没解决：F.

迪德罗农。它的韵脚是不是和“洋葱”（onion）的韵脚一样？这个名字的前一部分是不是和那个伟大的哲学家一样？我决定把狄德罗（Didero）和洋葱连起来快念（Diderognon念成Diderot's Onion）。我的丛林导师在一边盯着我，好像我一动就会出错。我拿起了话筒。

“喂？”一个男人接了电话。

“F. Di-der-o-onion。”我一字一句地说。

另一头的那个男的用手捂着话筒。我只能听到模糊的谈话，听起来好像是，“弗兰克，有一个美国经纪人找你，他拼不好你的名字。你接吗？”

另一个声音说：“问问他是谁。”

“嗨，你是谁？”这人又问我。

“我叫迈克尔·刘易斯，我是所罗门兄弟公司伦敦分公司的。”我说。

又是那种捂住的声音。“弗兰克，是所罗门兄弟公司新来的家伙。”

弗兰克·迪德罗农说：“我从不跟所罗门兄弟公司打交道。讨厌的家伙。叫他滚。”

“弗兰克说他现在没时间，回头再打给你。”

他妈的，我干吗干这个活儿？

* * *

在马戏团里，“基克”（Geek，即小丑）的表演项目包括咬下活鸡头或活蛇头，红封皮的《美国传统词典》上就是这样说的。在所罗门兄弟公司伦敦分公司里，“小丑”另有含义。交易师们在两个意义上使用这个词，但没有一种和词典上讲的有关系。我到那里之后，一位交易师告诉我，“基克”的意思是：（1）死拍马屁的人；（2）刚从培训班里出来，介于实习生和老手之间的人。他说，我就是一个“基克”。

到了1985年年底，在纽约给交易师们又当男招待又当拳击沙袋已经让我烦透了，我很高兴可以不再当实习生，哪怕叫我当“基克”也干。我打算告别41层，告别拉涅里、古特弗罗因德、斯特劳斯和佛特，告别他

们令人窒息的地盘之争。别误会，我和别人一样爱干这一行，但如果你是在纽约起步，那么你付出的代价将是自由。我可受不了被肥胖的抵押交易师坐在屁股底下，直到学成手艺。这种日子一辈子也到头不了。

如果你不打算把灵魂出卖给所罗门兄弟公司，那么伦敦就是唯一的选择。除此以外，所有地方的规矩都和41层一模一样——不管是美国的分支机构还是东京的分公司。但是由老派的欧洲人充斥其间的所罗门兄弟公司伦敦分公司却是一处自由的乐园。分公司里级别最高的6位经理由41层派来的美国人充任，不过整个分公司的调子却是由欧洲人定的。只要比较一下对古特弗罗因德到访的反应就可以知道我们之间的差别有多大。

如果古特弗罗因德驾临任何一家美国国内的分公司，所有职员就得像演戏一样准备起来。他们个个装出轻松自信的神情。尽管肚子里翻江倒海般不舒服，衬裤也湿透了，年轻的美国职员还是得跟逛来逛去的古特弗罗因德赔笑打趣。可以想象，他们绝不冒险讲可能惹麻烦的话。有关最近一次债券发行的笑话是可以讲一讲的，但有关古特弗罗因德老婆的闲话还是不要提为好。只要大家都守规矩，古特弗罗因德倒也不会节外生枝。

古特弗罗因德视察东京办事处的时候，日本雇员把头埋在桌子上，疯狂地打电话，好像在玩角色扮演游戏时分配到和“在上班的人”联络的角色。尽管日本人在我们的培训课堂上可以大模大样地睡觉，但在日本扮酷肯定是行不通的。没有哪个年轻人敢仰头同肥胖的古特弗罗因德“桑”^[12]搭讪。我的一位美国友人在某次古特弗罗因德视察东京办事处时刚好在那里，他走到一边同老板谈了一会儿。当他回到交易厅时，我的朋友回忆道：“所有的日本人都盯着我看，好像我刚刚同上帝谈过一次话并且被荣封为圣人。”

而在伦敦，古特弗罗因德受到的接待就要简单得多，和任何一位不善言辞的美国游客差不多。如果他穿上荧光百慕大短裤、T恤衫，再在脖子上挂一部照相机，那就更像了。人家在背后笑话他，公司走背运之后尤其如此。

“他到这儿来干吗？”欧洲人相互问道。

“恐怕是去巴黎买东西路过这里。”答复总不免是这样的，而这也确

是实情。

下一个问题就是：“苏珊和他一起来的？”（事实上，如果此行以巴黎为终点，那么太太一般会和他在一起。）

简单地说，欧洲人并不像美国人或日本人那样对所罗门兄弟公司的权威奉若神明。他们大多比我大10~15岁，是金融业顶层中的老手。他们更在意同客户的关系，而不是最新的金融小玩意儿。在欧洲人特别是英国人当中，的确有那么一批人，复杂的金融操作对于他们来说易如反掌。在欧洲市场上，这样的人被称为耍小聪明的人。奇怪的是，我们公司里却没有这样的人。我们那些欧洲佬，特别是公司里的英国人，往往是好学校里培养出来的优秀产品。对他们来说，工作不是一桩需要全心全意投入的事情，他们的态度甚至连关心也谈不上。而个人应当从属于公司，尤其是应从属于一家美国公司的观念，在他们看来简直是可笑。

在公司里，欧洲佬的名声可不太好，传言说他们睡得迟，午餐要喝酒，整个下午都醉醺醺的。这当然是夸大其词。同以往一样，这些说法源自纽约的第41层。一位纽约交易师蔑称他们为“像女巫一样会飞的投资银行家”。他们同舶来的美国经理之间有声有色的文化冲突犹如一朵祥云，新的“基克”可以躲在下面保有一定程度的个人自由。

从我1985年12月加入伦敦所罗门兄弟公司到1988年2月离开，其间已经发生了很大的变化。职员人数从150人上升到900人。为了改善形象，我们搬进了富丽堂皇的新办公楼。纽约第41层里的人向我们投入了数千万美元，希望把所罗门兄弟公司办成一家“全球性”的投资银行。

约翰·古特弗罗因德和汤姆·斯特劳斯（负责国际业务）对华尔街上的流行见解深信不疑，他们认为投资银行业未来的趋势将是只剩下几家货真价实的全球性投资银行，输家将退出市场。这硕果仅存的几家将形成市场垄断从而抬高筹资服务的收费并由此而受益。公司经常提到自己的理想目标是组织全球化的俱乐部，包括像日本投资银行野村证券（Nomura）、美国商业银行花旗集团、美国投资银行第一波士顿、高盛和所罗门兄弟公司等在内。那么欧洲的银行呢，我猜他们连名字都没有听说过。

东京是我们快速扩张的首选地区，日本因为贸易顺差而积累了大量的美元，它要么出售要么投资。日本人是20世纪80年代的阿拉伯富翁。

但是，由于日本金融界不欢迎美国公司，日本的金融法规又极为复杂，所以华尔街公司在日本的办事处总是又小又不稳定。

另一方面，欧洲市场的进入却没有多少障碍。那儿的金融管制极为宽松。大西洋造成的文化阻隔比起太平洋来说根本就算不上什么。从布鲁克林来的家伙在伦敦希思罗机场租一辆出租车根本用不着翻译。当他在一家昂贵的宾馆里用晚餐的时候（通常是Claridges和Berkeley），至少给他送来的不至于是生鱼片（在所罗门兄弟公司有一个反复被说起的笑话，一位在日本的美国董事经理在桌子上点了一小堆火烤他的寿司），他尽可以放心地大吃跟美国口味相差不远的食品。他很容易骗自己说欧洲和纽约差不多，这里的消费也是每天2000美元。就这样，伦敦成了征服世界计划中的关键一环。它的时区、历史、语言、相对的政治稳定性、渴望美元的巨型资本市场和哈罗德百货公司（在所有因素中，千万不要低估采购便利的重要性），都促成它作为所有美国投资银行家计划的中心。所罗门兄弟公司全球化的野心就落脚在伦敦。

* * *

公司从本届培训班里打发了12个人坐经济舱到伦敦去干“基克”推销员，敝人即是其中的一名。我们的办公室一开始是设在伦敦金融城摩根担保信托公司的一栋楼里，占了两层，外形就像炸面包圈。一般来说，交易台最好设在大开间里，每个人都可以看到别人在干什么，相互之间也听得见。我们这栋楼是一个中空的结构，中间是一大堆电梯和楼梯。交易厅就绕着大楼中心散开成一圈。如果把它全部抻开来，可能长达50码，但是坐在里面，你只能看到很短的一段。不过，这样一来倒也有一种紧凑的商业性的感觉。我们的座位一个紧挨一个，别人在干什么全都看得一清二楚。办公室里吵吵嚷嚷，让人感到不舒服。唯一能够聊以自慰的是从这里可以看到泰晤士河和圣保罗大教堂的穹顶。

伦敦分公司的12个销售部门只不过是纽约总公司类似部门的直接延伸。第一个部分负责销售公司债券，第二个负责抵押债券，第三个是政府债券，第四个是美国股票等等诸如此类的设置。在我还没有结束培训课程时，该干的事就已经给我定好了。我被分配到迪克·莱希手下，好也是他，坏也是他，就这么定了。他负责所罗门兄弟公司的债券期权和期货推销部，政府债券部的一个劣种分支。这意味着，从一开始我就是斯特劳斯家族的人。

莱希和他最得力的女将莱斯利·克里斯琴是在和我一起嚼火鸡三明治的时候正式通知我以后归他们直接领导的，那时培训课程已经进入了尾声。这是一次走运的早餐会，首先是因为到那时为止除了股权部还没有第二家表示要我效力，其次是因为我正好喜欢他们两位。在他们手下当“基克”可谓机会难得。与绝大多数一心只想着把手上的东西卖出去的经理不同，克里斯琴拉比和莱希拉比告诉我要去开发一切可以赚钱的路子，而不要太在意推销期权和期货的量。也就是说，他们正确地将自己部门的利益同公司的整体利益协调一致起来——这正是他们的过人之处。在这样一个专家们想方设法取悦老板的公司里，我却意外地成了一名业余记者，从而得以了解整个公司的业务。

到伦敦后的第一天，我去向莱希在伦敦的经理斯图·维立克报到。在我之前，他的部里已经有3名推销员。分在维立克手下干也是一桩幸事，因为他没有沾染“所罗门病”。他在伦敦已经待了4年，但仍念念不忘自己出身于阿肯色州，这是最令人兴奋的。不仅如此，尽管他了解那些成文或不成文的、钳制绝大多数所罗门兄弟公司雇员的行为规范，但并不把它们放在眼里。他珍视自己的自由，对各种叫他干这干那的指令充耳不闻，并且鼓励他的手下我行我素。

令人感到费解的是，他本人倒要时不时地发作一次专制症。有时他会发出这样的指令，例如“打电话给巴黎市的每个人”。不过这种情况极为少见，而且他随后给予的补偿足以让你释怀。他放任我们取消办公会议，按自己的时间表工作。他本人就带头这样做，每天的上班时间总比别的部门晚1个小时。我认为，这本身就是一种鼓励的姿态。他的部门是伦敦分公司最赚钱的一个，年年如此。我可以肯定，这一成就的取得源于他给手下人留了足够的独立思考空间。

不过，对此刻的我来说，所谓思考还只是一件奢侈品。我脑子里只是一片空白，毫无头绪。唯一的指望就是看看周围的推销员能给我点什么教导。学习业务首先是学习一种态度：电话里应该用什么腔调讲话，怎样同交易师洽谈，还有最重要的，怎样辨别投资机会和诈骗。

整整两天，我被那些急于在美国大牛市中捞上一把的英国人和法国人的电话搅得昏天黑地。就在这时，第一个忠告来了。坐在我正对面的是一位本部门里的年轻人，今后两年里我每天都要同他四目相对，他俯身过来向我低语：“想要明牌吗？卖空所罗门兄弟的股票。”明牌是行内用语，是包赢不赔的赌博。卖空，意即卖出你手上没有的股票，期望它

的价格下降之后你再用低价买回获利。卖空自己公司的股票就是赌它的股票会猛跌。

我感到惊恐，喘不过气来。首先，卖空自己公司的股票是非法的。其次，除非是做套期保值交易，下注赌所罗门兄弟公司走背运听上去也不是什么好主意。当时公司的利润正处在巅峰，是公司历史上，也是整个华尔街历史上的第二个好年份。当然，我这位朋友（在本文中以达什·里普洛克的假名出现，这是他自己选定的）的意思并不是真的要我做。他只是以他独有的简洁方式来表明自己的立场，指出一个事实。后来他解释说，他当时对我颇为赏识，有点点拨我。也就是说，他会时不时地把他在9个月的工作经验中积累的智慧之珠向我抛几个过来。他也是美国人，只有23岁，比我小两岁。不过，在这一行里他的资历比我可老多了。达什·里普洛克是公认的赚钱能手。

很快我就习惯了达什的一套做法。他经常甩出一些我听不懂的话，像“买入两年期债券抛掉老的10年期债券”，或“卖空所罗门股票”、“打死‘基克’抢救客户”，而让我自己去琢磨话里头的含义。一般来说，他的话总是令我如坠五里雾中。尽管以要言不烦著称，但达什终归是个热心肠的人。在他成功地向3个不同国家里的4名投资经理兜售出不论何种他想出来的新方案之后，他总会详尽地将其中的机关娓娓道来。就这样，我学会了交易、推销和生活上的许多东西。

回到前面那个忠告，达什的意思是说，不要被有关公司稳健运行的各种逼真的假象所迷惑，所罗门兄弟公司肯定不是一项理想的投资。我应该知道，什么时候是卖空的最佳时机——就在业务滑坡的前夜。可是，他又是怎么知道所罗门兄弟公司正处在这个节骨眼儿上的呢？

你可以想象，“基克”就仿佛一位新当选的总统。我只知道自己什么也不懂，而且毫无负疚感。于是我就问：“为什么？”

当然，我不指望他马上走过来解释给我听。这太简单了。达什的用语仿佛经过加密处理的句子碎片。他只是朝别的交易台挥了挥手，说“因为公司的做派”。

严格说来，这是一句大实话。所罗门兄弟公司又名菲布罗-所罗门股份有限公司。但我能听懂他的言外之意。我们总是希望自己可以摆脱“公司”一词所包含的绝大多数意义：无休止的会议、空洞的备忘录和

愚蠢的等级制。可是，有一天达什打完电话抬起头来，却发现公司里的官僚作风日益严重，这让他很不愉快。为了支持他的看法，达什举起了自己的食指，仿佛罗马的演说家，他说：“想想书和碗的事。”

说完之后，他把旋转椅扭来扭去，拿起亮灯的电话上的听筒，很快就进入了推销员的角色。“……美联储要转向了，我不知道，市场软得经不起一碰，我们正在观察供应面，看好两年期，看淡10年期……”这一切对我来说无异于对牛弹琴。我赶快把听到的记下来，日后好向他请教。

* * *

所罗门兄弟公司那时正在庆祝公司创立75周年。为了纪念这个伟大的日子，每一位雇员都收到了两件礼品：一个巨大的镀银碗，边上刻着公司的名称，还有一本书。碗用来盛放啤酒倒是蛮合适的。书的名称是《所罗门兄弟：迈向行业领导者》，内容是经过精选的公司史，它的唯一目的就是为高管歌功颂德，其形式倒是颇为得体。古特弗罗因德、拉涅里、霍罗威茨、佛特、斯特劳斯和马西相继登场。他们的讲话仿佛是从剧本上抄下来的。谈到自己时，他们个个谦虚谨慎，但对他们所生活的世界则思虑良多。在剩下的页面里，作者塞满了关于上述诸公如何聪明睿智、潇洒、勇敢和富于团队精神的赞美之词。整本书就像是一本拙劣的法西斯宣传小册子。从此以后，参加培训课程的实习生都要背诵其中的内容。

即使对实习生来说，这本书的意图也是昭然若揭的。不错，公司确实成了行业中的领导者，但却不再是一个快乐的大家庭了。它的体内伤痕累累，浮华的外表无助于遮掩这一切。公司创始人的儿子威廉·所罗门本是一个谨言慎行的人，如今却在任何一个愿意听他讲话的记者面前痛斥古特弗罗因德的不义。公司前任董事长戴维·滕德勒墓地上的鲜花尚未枯萎，古特弗罗因德为了爬上菲布罗-所罗门股份有限公司董事长的宝座可谓机关算尽，人们对此还记忆犹新。而拉涅里、斯特劳斯和佛特之间争权夺利的火拼已经达到白热化的程度。债券交易师们纷纷出走，谁出钱就替谁干。当然，公司的黑暗过去和现在都不会出现在官方的洁本历史中。

例如，在解释抵押部的创设历史时，编者从旧报纸堆里拈出了像是一段引自鲍勃·多尔的话，他说：“所罗门拥有一种别的大公司所不具备

的高度弹性，你的技能可以不受拘束地尽情发挥。”最有趣的一点是时间上的巧合。仅仅6个月之后，多尔就被古特弗罗因德丢了出去，换上了拉涅里，多尔只好去喝西北风。

古特弗罗因德是书中的英雄。他被描绘成先知以赛亚的形象，一位不食人间烟火、克己奉公的所罗门人。例如，在谈到从交易师晋升为经理的转变时，他说：“我之所以乐于从事管理工作，并不是因为它是世界上最神气的职位，而是因为我渴望挑战自我。在某种情况下，金融的世界会把我们带向最高的召唤。我们将时常有机会为社会的福祉做出贡献。”

“他的语调就像一位上了年纪的政治家。”这是作者穿插在古特弗罗因德自白之间的诠释。

但是，最让达什痛恨的不是谎言。一旦你了解了公司内部的真相，你就会知道掩盖比直说要好得多。如果我们的头头想撒谎，让他撒好了，撒一个弥天大谎。达什痛恨的是所罗门兄弟公司居然把钱花在这些地方。一本书，一只碗？谁想出来的这种无聊的念头。折成钱多好。想一想，早年在所罗门上班的人绝对不会干这种事，他们一定会要钱，而不是这些劳什子。书和碗侵害了达什心目中的所罗门兄弟公司伦理，所以他才要我卖空它的股票。（后来发生的故事证明，卖空所罗门的股票真的是稳赚不赔的买卖，绝不是短线炒作那点蝇头小利。股价直线下跌，从59美元跌到1987年10月股灾之前的32美元。别的经纪行的乐观预言都成了泡影，第一波士顿和德崇最起劲，它们断言所罗门的股票极具投资价值。1987年股市崩溃之后，所罗门的股票跌到了16美元。）

我把这次谈话原原本本地记下来，写在我那个用来记载一切看起来像聪明话的本子上。回过头来再看这个本子，那么早就有人提醒我这家不可一世的雇主事实上正在走下坡路。我信不过自己的记性，幸好可以有当时的笔记为证。在我自己的脑子里，初到伦敦几个月的印象已经非常淡漠了，我那时满心想的都是怎样尽快进入角色。

要想复原当年我自己的形象，我不得不在某种程度上借助别人的评价。在所罗门兄弟公司里，热衷于毫不留情的性格分析的大有人在。比如说，达什后来就很喜欢在不打电话的空隙中调侃我以前的样子，说话时嘴里还叼着一支钢笔。他最喜欢说的就是，我这个“基克”的脸上总是留着最后一个同我谈过话的人的烙印。他觉得，我刚来的时候简直就没

有脑子。如果我刚同抵押债券交易师谈过话，我就会在电话里跟别人大谈抵押债券生意如何如何是一桩好生意。而如果我刚同公司债券交易师讲过话，我就会以为刚刚发行的IBM债券是一个金矿。

不幸的是，达什不可能时时刻刻扶着我走路。他只能在我大错铸成之后再来提醒我。公平地讲，他也是别无选择。同大家一样，他也是热带丛林里的一分子。丛林法则上说，“基克推销员”是交易师砧板上的肉，绝无例外。如果哪个公司债券交易师哄得我以为IBM债券是热门货，那也是我自己不好。如果达什胆敢跟我透底，交易师说什么也要想办法让他下次拿不到奖金。达什是喜欢我，但还不到那个程度。

尽管如此，我还是极为依赖达什和小组里的其他人，一共两男一女。我们坐同一张桌子旁，它设计的时候就考虑了5个人同时使用。桌上布满电话线，每一条线里流动的都是金钱、无聊的笑话和流言蜚语。如果你有兴趣了解世界上最令人惊叹的笑话是怎样传播的，那么只要在债券交易台边坐上一天就足够了。当美国“挑战者”号航天飞机在空中爆炸后，全球6个地区的人分别打来电话告诉我NASA（美国国家航空航天局）是“再来7个宇航员”（Need Another Seven Astronauts）的缩写。

谣言则要认真对待。同蹩脚的笑话不同，谣言可能会影响市场。谣言总是与人们最担心的事情不谋而合。常常是最不可信的谣言偏偏能够在市场上制造恐慌。例如，在两年时间里，有关保罗·沃尔克辞去美联储主席的谣传就有7次，还有两次说他死了。

我们每个人面前都有3部电话。两部是普通电话，第三部是通向所罗门帝国内部任何一个角落的专线。在电话板上，几十个灯在同时闪烁。欧洲的投资者（我将他们统称为“投资者”或“客户”，尽管他们之中绝大多数都是不折不扣的投机者，剩下的则是不那么纯粹的投机者）为了在美国债券市场上下注，要我们从早上8点一直干到晚上8点。

他们的急切心情是可以理解的。美国债券市场牛气正旺。想象一下，如果每个玩家都能赢大钱，那么赌场将会热闹到什么程度。这就是那段时间里我们小组工作状况的真实写照。最吸引他们的就是我们小组的专业长项——期权和期货，它们既有高度的流动性又有惊人的杠杆作用。它们是债券市场里的赌博工具，就像在赌场里有了超级筹码，它代表1000美元，但只卖3美元。可事实上赌场里没有什么超级筹码，期权和期货在职业赌博的世界里没有对等物，真正的赌博会认为提供如此高

的杠杆是不谨慎的做法。只要押下一小笔钱，期货合约的购买者就可以获得同拥有一大笔债券一样的风险机会，在一瞬间他的钱可能会涨上一倍，也可能一分不剩。

* * *

说到投机，欧洲人在这上头可用不着多少指导或鼓励。他们这样疯狂耍钱已经有好几百年了。特别是英国人和法国人，他们都有渴望快速致富的弱点。就像身边有美女帮着吹骰子的掷骰子的赌徒一样，这两个国家里的投机者有一系列令人眼花缭乱的非理性手段来帮他们赢钱。他们首先要做的是猜出美国债券市场的走势：上升还是下降。他们会花上几个小时盯着显示债券价格历史走势的图表琢磨。在仿佛罗尔沙赫氏测验[13]的图像中，一些似是而非的图形，例如“头肩形”等只有看图者自己才明白的东西会显露出来。根据“历史模式将会重演”的假设，图表派（这类人士这样称呼自己）用他们的尺子和铅笔画出债券价格的未来走势。令人称奇的是，在牛市市场中，预测结果通常是市场正在看好。

应该说利用图表还是有道理的，因为别人都在用。如果你相信将以图表为依据做一笔大投资，那么看图就是有意义的，不管这项工作多么沉闷，也许它能帮助你在市场上领先一步。许多英国和法国的投机者虔诚地相信，图表中蕴含着市场的秘密。他们是最顽固的图表派。就算别人都放弃了，他们也会坚持使用图表方法。他们盯着图表，仿佛那是灵感板，图表对着他们讲话。

不过，我承认，如果要任由投资者相信他们的白日梦，即使对一个“基克”来说，这也是多少令人尴尬的。可是既然人家图表派愿意找我下注，按照丛林法则的解释，客户为什么要这么干不是我应该过问的问题。恰恰相反，我上手10天之后已经学会对客户讲的这种话表示赞赏了。“昨晚我研究了10日平均线，它已经画出了一条完美的鸭尾形反转。让我们赶快下手。”在这个关节点上，我扮演的角色应该大声地喝彩：“是的，那就干吧。”

在用别人的钱时，为了好听，我们称之为套利，而这完全是混淆视听。套利的字面意思是“无风险交易获利”。我们的投资人一刻也没能摆脱风险，“高空走钢丝”可能要比套利准确得多。尽管我的工作被认为担负着很大的责任，但当我拜访我的第一个客户时，我却既不懂行又不讲原则。我是一个业余药剂师，没有执照却在开处方，倒霉的当然是我的

客户。

我不可能不注意到，我的客户和那些老推销员的大不一样。我手上的只是一些小型的机构投资商，从定义上说，这指的是规模不足1亿美元的投资商，每笔交易不过几百万美元。其余三位推销员只同保险公司、投资经理和欧洲中央银行打交道，如果这些人认可你的交易想法，他们会在几秒钟之内做成5000万到1亿美元的大交易。其中最大的一家掌握着大约200亿美元的可投资资金。

我的丛林向导经理不让我碰那些大客户是很有道理的。像我这样容易被人牵着鼻子走是很危险的。他的想法是让我先从小客户的业务学起。这样，一旦出了岔子，也不至于对整个所罗门兄弟公司的业务造成什么大的影响。如果我把一两个客户做跑了，这也是意料之中的。这是“基克”生涯的一部分。对倒霉的客户，这里有一种奇怪的讲法：他们会说客户被“击倒”了。什么时候我学会了引导客户，什么时候我不再击倒客户了，我才能去和大投资商打交道。

* * *

几天之后，根据“丛林生存指南”，我开始学着微笑和拨电话。正如前面所讲的，我讨厌贸然给不认识的人打电话。我立刻就发现自己无论如何不能适应这种做法，这让我觉得自己是个令人讨厌的人。当我的丛林向导发现我一无所获之后，他终于死了心，让我给一个叫赫尔曼的人打电话，他是一家奥地利银行伦敦分行的人。这样的安排令各方受益。赫尔曼希望所罗门兄弟公司能卖点儿什么给他。可是，他一次只能做几百万美元的生意，公司里没人愿意跟他做交易。而为了吃饭，我需要客户。

可怜的赫尔曼根本不知道我为什么会选中他。我提议一起吃午饭，他接受了。他是个高高的粗鲁的德国人，声调低得吓人，令人印象深刻，仿佛他生来就是为了交易。他自以为非常非常聪明。我的工作则是鼓励他对自己的这种看法，他越觉得自己聪明，交易也就越多。而他交易越多，他给我带来的生意就越多。他的银行授权他可以动用2000万美元投资资金。

虽说赫尔曼颇为狡猾，但在我之前他还没有同“基克”打过交道。我向他解释怎样用这2000万来赚钱。所罗门兄弟公司里有的是精明能干和

见多识广的人。我主张我们应该从他们那里获取灵感。我还让他意识到我自己就有一两个这样的想法，而且某些欧洲大投资商非常看重我的建议。到午餐结束时，我们已经考察了所罗门兄弟公司的诸多科学图表，讨论了头肩顶模式，喝光了一瓶葡萄酒，他终于下决心同我做生意。“可是，迈克尔，别忘了，”他说了好几遍，“我们需要大胆的想法。”

回到办公室，一位重量级公司债券交易商正在等我，仿佛一只没喂饱的马蝇。听到午餐会谈顺利的结果，他感到很高兴。正如他所讲的那样，他为我和我的客户准备了一个极好的设想。他整天都在观察欧洲债券市场，发现同标准的30年期美国国债相比，AT&T（美国电话电报公司）的30年期债券真的是太便宜了。可以这样讲，总值6500亿美元的欧洲债券市场是所罗门兄弟公司开办海外机构的主要目的。欧洲债券是一种在欧洲发行而主要由欧洲人购买的债券。许多美国大公司发行欧洲债券，通常是因为它们向欧洲人借钱比向美国人借钱便宜得多，不过有时也是为了在海外扬扬名。所罗门仗着自己在美国公司里的名号，成了这个市场里的领导者。

回到刚才的话题，这位交易师认为，华尔街——指别的华尔街和伦敦的交易师们——低估了AT&T的债券。他说他知道怎样弄到一批AT&T债券，我应该告诉自己的客户，让他买入AT&T债券，同时卖空30年期美国国债。他说，诀窍在于避免在市场上居于空头或多头的风险。相反，我们只是背着人下注赌AT&T债券比美国国债表现好。这一套听起来挺复杂的。我想还是谨慎点为好，我问他这种策略有没有风险。

“别担心，”他说，“那家伙会赚钱的。”

“我‘抵’（以）前‘同’（从）没干过‘特’（这）种事，不过这听上去倒还是个好主意。”当我把这一番说法讲给赫尔曼听时，已经半醉的他这样答复我，“做吧，投它300万。”

这是我接到的第一份订单。我激动不已，立刻打电话给美国的国债交易师，卖给他价值300万美元的国债。接着我又向伦敦的公司债券交易师喊道：“你可以考虑买进300万美元的AT&T债券。”当然，语调要尽量放松，仿佛这不算什么大生意，只不过是公园里散步。

在每一个所罗门分公司都设有一个到处都听得到的扬声器，人们称之为汽笛。在所罗门兄弟公司里，成功除了金钱之外还意味着让你的名

字在喇叭里被大声广播出来。于是，负责AT&T债券的交易师的声音在喇叭中响起：“迈克尔·刘易斯刚刚卖出去300万美元我们的AT&T债券，一次了不起的交易，非常感谢迈克尔。”

我心中顿时充满了骄傲感，你可以想象那时我的神态。不过情况似乎有点儿不大对头。“我们的AT&T”是什么意思？我做梦也没想到这些AT&T债券是所罗门兄弟公司自己的。我还以为这位交易师朋友是从别的公司的蠢材交易师那里买来的。如果这些债券根本就是我们公司的……

达什在一边盯着我，一副难以置信的样子。“你卖给客户这种债券？为什么？”他问道。

“那个交易师说这是一桩极好的交易。”我说。

“哦……”达什用手抱着头，做出很痛苦的表情，但我看得出他在微笑。不，是在大笑。“交易师还能说什么呢？”他说，“他这个头寸已经在手里压了好几个月了，可以说毫无希望，他想脱手都想疯了。你可别告诉他我对你讲了这些，但你就要大祸临头了。”

“怎么会呢？”我说，“交易师给我打了包票的。”

“你就要倒霉了，”达什又重复了一遍，“这没有什么，你只不过是一个‘基克’。‘基克’生来就是要倒霉的。”为了宽解我，他说得仿佛这是一个轻松的结果。他把嘴里叼着的钢笔拿了下来，若有所思地转了两转，然后又去忙着舞弄电话了。

“AT&T债券现在什么价了？”第二天一早，一个熟悉的声音冲着我喊。赫尔曼失去了往日的冷静和自信，显然伦敦城里的某个交易师对他进行了点拨。好像全伦敦的人都知道所罗门兄弟公司拿着AT&T债券急等着脱手，只有赫尔曼和我还蒙在鼓里。赫尔曼慢慢明白过来，他就要大祸临头了。

我还不死心，尽管没有多少把握。不过我想走过去站在那个交易师面前，告诉他我的新客户有多沮丧，这对我们新建立的关系可没有什么好处，告诉他如果他肯用一天前的价格买回他卖给我客户的AT&T债券的话，他在我心目中的形象会有多高。

“它们现在的价位不太理想，”当我向那个交易师问价格时他这样答复我，“不过价格会回升的。”

“价格是多少？”我又问。

“回头我再告诉你。”他说。

“没门，”我说，“那个德国人急得跺脚，我马上就得知道。”

交易师假装在一堆看上去记载着复杂资料的文件堆中找来找去，又向数据显示屏里输进几个数据。我已经知道，这是在为了所罗门兄弟公司的大局利益而牺牲某位客户时交易师的标准做法。他试图归罪于某些非人力所及的科学上的力量。他会说：“这是数字，你没看到吗？我实在无能为力。”显然，AT&T的交易师正在艰难地拖延时间。情况看来很不妙。

“我可以为你出价95。”最后他说。

“你不能这样干，”我说，“昨天你还卖给我97的价钱，而市场并没有变化，这笔投资的价格也没有变。我没法跑去跟我的客户讲，仅仅过了一夜他的AT&T债券就掉下两个点，他亏了6万美元。”

“我告诉过你它们情况不好。”他说。

“你是什么意思？……你骗了我！”我开始喊起来了。

“喂，”他终于没了耐心，“你为谁干活儿，是为所罗门兄弟公司还是为这个家伙？”

你为谁干活儿？这个问题始终纠缠着推销员。每当交易师耍弄了客户让推销员无颜见人时，他们总是这样反问推销员：“你到底为谁干活儿？”传递过来的信息是很清楚的：你是为所罗门兄弟公司工作的，是为我工作的。是我在年底给你发奖金。所以还是闭上嘴的好，你这个“基克”。这样讲当然不错。可是，如果退一步想想我们自己的公司，这种态度的荒谬就暴露无遗了。耍弄客户最后一定会自毁生意。如果他们都被装进去了，我们也就没有投资人了。而如果没有投资人，我们靠什么去赚钱呢？

对这种政策的唯一可能的辩解（如果你称之为辩解）是从我们的总

裁汤姆·斯特劳斯口中无意间讲出来的，他自己以前就是政府债券推销员。有一次他同我的一位客户共进晚餐，其间东拉西扯提到了这个问题，他发表了自己的看法：“客户总是不长记性。”如果这就是所罗门兄弟公司在客户关系方面的指导原则，那么一切都很清楚了。只管耍弄你的客户，他们总会忘记的！就是这样。

不管怎么说，你毕竟得承认，斯特劳斯是非常坦率的。耍弄客户是一回事，事先就告诉他你将这样做则是另一回事。AT&T债券交易师和斯特劳斯之间的差别就像蹩脚的打手和拳击师一样大。可是，他们俩的作为都对公司的利益有害，我的客户永远也不会忘记，所罗门兄弟公司认为“他们记性不好”。

我的错误在于轻信了一位所罗门兄弟公司的交易师。他利用了我和我第一个客户的无知来推卸自己的错误。他为自己，也为我们公司避免了6万美元的亏损。我很快醒悟过来，不禁勃然大怒。但这解决不了问题。咒骂交易师不会有任何好处，这是明摆着的，他到了年底就会扣我的奖金。何况，闹起来只会暴露我自己的愚蠢，好像我本来还指望客户在AT&T债券上赚钱。谁会愚蠢到相信交易师的鬼话？这样一来，最好的办法只能是假装我从一开始就是安心要耍弄这个客户的，别人还会因此而高看我一眼。这就是所谓的要随机应变。我这是头一次拿债券来随机应变，尽管我本人没有意识到这一点。我已经失去了自己的清白。

可是我该怎么去对那个叫赫尔曼的德国佬解释呢？“别把亏了6万美元的事放在心里，你的记性不好，很快就会忘掉这一切……对不起，我是个新手，猜猜看出了什么事，哈哈！”

“嗨，对不起耽搁了这么久。我实在是太忙了。”我说。试探着各式各样的声调看哪一种更体面一些，我实在想不出怎么做更合适，或者听上去能够令人舒心。我必须做出一个介于勇敢的微笑和白痴的傻笑之间的表情。达什在一边看着我这出闹剧，掩口而笑。我的一切努力似乎都是白费。我对着他打了个响指，现在，我更关心的是自己的尴尬，而不再是赫尔曼的感觉了。

“我刚同交易师谈过，”我对新客户说，“他说从昨天到现在AT&T债券的走势不大好，不过很快就会恢复的。”

“现在的行情如何？”他又问。

“噢，我.....来看看.....大概.....大概.....是的.....大概.....在95的水平。”我一边说一边感到自己的脸开始发烧。

“啊.....”他叫了起来，仿佛刚刚有人在他心窝里插了一把刀。他已经完全丧失了自控能力。原始条顿人[14]似的叫喊仿佛凝聚了被所罗门兄弟公司牺牲的全部有价值的客户的痛苦。尽管当时我对他的情况还不了解，但很快我就知道了，他做梦也想不到会亏损6万美元。他的银行是授权他操作2000万美元的交易，但绝不允许他亏损6万美元。如果他们知道了这笔交易，他就得卷铺盖走人。事情并没有就此结束，后面的还要更糟。他有一个小孩，妻子又怀孕了，还在伦敦买了一栋房子，背着一大笔抵押贷款。当然，这些都是后话了。此刻他唯一能做的就是弄些声音出来，而我满耳回响着的是他的惊恐之音。

“哇.....”他不停地叫，只不过调子略有不同，接下来电话里就是大口喘气的声音。

你猜我当时是怎么想的？当然，我应该感到愧疚，但愧疚却不是当时我脑子里的第一反应，如释重负才是我的真实感受。我总算把话讲出来了。他在那里又哭又叫，但也不过如此了。除此之外他还能干什么呢？哭吧，叫吧。这就是当中间人的好处，直到此刻我才体会到其中的妙处。倒霉的是客户，不是我。他不会杀我，他甚至不会去起诉我，我也不会因此而丢掉我的饭碗。相反，我还因为把6万美元的亏损转嫁到别人身上而成了所罗门兄弟公司里一个小小的英雄人物。

我们可以用一种更令人宽慰的眼光来看待这个局面。我的客户当然不乐意亏钱，但这事他和我一样有份儿。债券市场的法则是：货物出门，概不退换。这是拉丁文“买者当心”的意思。（几杯酒下肚之后，债券市场的人就要引用拉丁文了。我经常听到的另一句话是：“*Meum dictum pactum*。”但那只不过是一个笑话。它的意思是：“我的话就像我的债券一样可靠。”）我的意思是说，就算我告诉他买AT&T债券是个好主意，他也可以不听我的。

话说回来，除了那个德国人，谁也没有损失什么。这是个关键问题，因为它可以解释所罗门兄弟公司为什么能以超然的态度看待灾难。德国人的银行已经亏损了6万美元。这家银行的股东，还有奥地利政府，全都成了输家。再进一步讲，奥地利的纳税人也是输家。不过，如果同整个国家所拥有的财富相比，6万美元就是一个小得不值一提的数

目。换句话说，很难让人对此产生同情心，只有我这个一手做成这桩交易的人例外——可他自己也不是没有责任。

要不是因为我是个“基克”，我会认为他根本就怪不到我。但是，噢，看看他都干了些什么。不过，这是客户的特权，推销员只有忍的份儿。他可不是个善罢甘休的主儿，他前前后后骂了我怕有几百次。在犯了第一个错误买入这些债券之后，我们又犯了第二个错误，不愿意抛掉止损。在此后的几个星期里，每天早上和下午我都在极度恐慌中等着可怕的电话，这些电话极尽讽刺挖苦之能事。电话那一头传来浓重的德国口音：“买这些债券可真是了个了不起的主意啊，迈克尔。今天睡醒之后有没有更好的主意啊？”事实上，赫尔曼已经完全放弃了能够躲过这一劫的幻想，他不相信所罗门兄弟公司会帮他挽回损失。他打电话的唯一目的就是发泄他对我的憎恨。

我的客户誓与他的债券共存亡。AT&T债券越来越便宜。最后，在我下单之后1个月，我客户的老板终于得知了这桩交易。高达14万美元的亏损浮出了水面，这个德国人被解雇了。天哪！不过他又找到了一份工作，而且据我所知，对他孩子们的生活也没有什么影响。

对于我的职业生活来说，这可算不上一个好的开端。不到1个月的时间，我把自己第一个也是唯一的一个客户给弄丢了。谢天谢地，这样的人来源颇广。他们都符合交给“基克”打理的两条要求：首先，他们是小型投资人；其次，他们对所罗门兄弟公司极其敬畏，不管你说什么，他们都会深信不疑。我花了几个月的时间在电话里同整个欧洲最令我不敢恭维的几十个客户打交道。其中包括一名贝鲁特的棉花交易师（他曾说，“你可能会以为我们这里没人想做生意，你错了，错了”），一家热衷于外汇期权投机的爱尔兰保险公司，还有住在蒙特卡洛的美国比萨饼大王。我把保险公司的业务给干砸了，这回完全是由于我自己的愚蠢，怪不得交易师。至于贝鲁特的那个家伙，所罗门兄弟公司信用委员会劝我不要同他做生意，他们担心的是在我还来不及耍弄他之前先被他给耍弄了。蒙特卡洛的比萨饼大王最终还是放弃了债券，回去做他的本行比萨饼，他给自己的后人留下了一句值得纪念的话：“这鬼地方的赌博真是没劲，比我们的差远了。”这可是大实话。

* * *

回想起头几个月的情形，也不是没有值得一提的经历，比如说我同

一家英国经纪行头头的交往。这位在伦敦金融城里名不见经传的人物不知怎么知道了我的名字，他打电话给所罗门兄弟公司找我。他说他想了解所有有关期权和期货的情况，为此我应该到他的办公室去做一次拜访。他主持的是那种为数上百家的小型欧洲金融机构，它们同所罗门兄弟公司竞争生意，但自己也有钱做投资。他们经常假冒潜在的客户，只是为了弄点儿情报。他们认为所罗门兄弟公司掌握着别人不知道的东西。考虑到他会利用我透露给他的信息反过来抢生意，挖我们自己公司的墙脚，我本该回绝他的邀请。但是他手上真的有几个钱可以用来投资，而且我对老牌的英国金融家也颇为好奇。还有，以当时我所掌握的有关期权和期货的知识来引导他，破产的可能要比赚钱的可能大得多。

他是一个身材粗壮的中年人，穿着不合身的衣服，磨破了的黑皮鞋，还有松松垮垮的黑袜子，在我看来，这些仿佛是英国经济长期衰退的标志。与他的身份、地位不相吻合的方面远不止这些。他的后脑上有一撮头发不屈不挠地傲然翘立，衣服皱皱巴巴，好像他刚刚穿着它们睡觉来着。他手下管着几百号人，可他的外表却像一个叫花子、还没睡醒的人。

我们坐在他那间黑乎乎的办公室里谈了1个小时。更准确地说，是他对我发表了近1个小时有关国际事务的看法。我坐在一边洗耳恭听。最后，他讲累了，叫了一部车子送我们去吃午饭。离开办公室之前，他翻着手上的《泰晤士报》，拿起铅笔说：“我得下注了。”接着他打了个电话，我猜对方是个赌注登记员，他在当天的赛马上下了两笔5英镑的赌注。放下电话之后，他说：“你知道，在我眼里，债券市场只是赛马场的延伸。”我当然不知道。我想他这样做无非是想给我留下一个印象。在所罗门兄弟公司的交易厅里，5英镑的赌注只会成为大家的笑柄，不过我想还是不提醒他这点为好。我不禁想起在培训班时一位资深交易师对我们讲的一段恶毒话。有一位实习生试图给交易师留下印象，但没有成功。交易师是这样讲的：“你的表现证明了，有些人生来就是当客户的命。”“生来就是当客户的命”，后排的人曾经以为这是他们所听过的最滑稽的话。

抛开这些不谈，我们后来还是去吃了午饭，所罗门伦敦分公司就是因为这种长达两个小时的午宴而在纽约总部那里臭名昭著。整个情景也同刚才一样，他讲，我听。他谈到债券市场反弹过度，美国银行家那股勤勉的劲头是多么可笑，他的公司如何对付像所罗门兄弟公司这类伦敦

金融城的入侵者。他反对每天工作时间超过8小时，理由是“这会使得你早上回到办公室的时候脑子里的想法和昨晚离开时的一样”。

借着酒力的催发，这几句妙语在我们看来似乎应该写在餐巾上。为了鱿鱼，我们又要了第二瓶白葡萄酒。在临近结束的时候，舌头已经不大听使唤了，血液也从脑部流到了胃里，他仿佛才想起这次约我出来的目的。他说：“这次我们来不及谈期权和期货，下次还得找机会再聊。”不过，在下次有机会之前，就像许多欧洲的小金融公司一样，他的公司被一家美国银行收购了，出价高得惊人。他退出的时机拿捏得恰到好处，在快要落地的时候争取到了金色降落伞。从此以后，我再也没有听到过他的消息。

* * *

一切都是新的，一切都让人好奇。我很快就有机会去巴黎做商务旅行。一出交易厅的门，我就不再是“基克”了，至少无须让别人知道我是个“基克”，我成了投资银行家，拿着投资银行家的开支账户。我住在巴黎最好的布里斯托尔酒店，400美元一个晚上。这不算是过度铺张。所罗门兄弟公司的推销员全都住布里斯托尔。节约开支，要经过所罗门兄弟公司秘书的批准。当我第一次穿过布里斯托尔的金色大门，走上铺着大理石的地面，墙上挂着佩特的风景画和哥白林的双面挂毯，当我看到浴室里的盥洗用品和套房里阔气的装饰，我兴奋不已，觉得这才是我应该享受的。

我在伦敦头几个月的工作对所罗门兄弟公司的利润几乎谈不上有任何影响，但这些经历都非常有趣。我认为，比直接结果更重要的是，我从中受到了教育。在这段时间里我总觉得自己是个骗子，并且为此而烦恼不已。我一再地“击倒”客户，我什么也不懂。我从来没有掌握资金，没有赚过一分钱。我甚至连赚钱的人都不认识几个，除了几个靠遗产过上好日子的人。但现在我却端着架子装出了不起的金融专家的样子。我向人们建议怎样进行数百万美元的投资，而我自己做过的最大一笔金融操作只不过是在大通银行账户上透支325美元。我之所以能够在一次又一次的会谈中混过去没有露出马脚，只是因为对方比我还要不如。

我的无知和失误很快就让我尴尬得无地自容。我在跌跌撞撞中一边学习，一边保证自己每次都能有所收获。达什·里普洛克曾经不无得意地指出，我很容易受别人影响，在老谋深算的所罗门兄弟公司交易师手

中，这是一个严重的弱点，但在自我教育的过程，它却成了一项特长。我有模仿别人的本领，能琢磨出别人脑子里是怎么想的。为了学习聪明的赚钱秘诀，我研究了自己认识的所罗门两名最好的推销员：达什·里普洛克和纽约所罗门总部第41层的一位（按他的意见在本书中称他为亚历山大）。我仔细研究，将他们两人的技术与分析方法综合起来。幸运的是，他们两人果然是这一行中最优秀的债券推销员。

达什和亚历山大不是一路人，这从他们各自为自己选定的假名中可以看出，他们的业务技巧也各有所长。达什的路子和绝大多数推销员没什么两样，但他比别人做得更好。他把鼻子深深地埋在眼前的绿色屏幕上，盯着美国政府债券市场的交易活动，捕捉细小的价格差异。除了生来就是做债券的（真的有这种人），他的日常工作在外人看来实在是枯燥至极。美国政府债券的品种多达数百个，偿付期从几个月到30年不等。达什知道它们应该定价多少，哪几个大机构持有哪些债券，应该找谁做生意，等等。只要有1/8个百分点的赚头，他就会动员好几个机构投资者来赚这1/8个百分点。他把这项技术称为闪码nip，闪码指的是显示屏上代表债券价格的一小串绿色数字。我到底也没有弄明白nip的确切含义，但是由于在达什的客户中日本人越来越多，这一说法成了双关语[15]。每年他会卖出价值数十亿美元的美国政府债券，他成了美国与日本投资者的中间人。达什就这样做出了爱国主义的贡献，为美国的贸易逆差融资。所罗门兄弟公司从每笔过手的交易中取走少许佣金，而达什则期望在每年的年末从所罗门得到的份额中再切下一小块儿。

亚历山大的做法是独一无二的，他是我所见过的最接近于市场大师的人物。我现在认为，没有人能够称得上是真正的市场大师。他27岁，比我大两岁，在我去的时候他已经在所罗门兄弟公司里干了两年了。他从小就玩股票，他的少年时代就是一部证券组合投资的历史。他回忆说自己在七年级时就从股票市场上狠赚了一大笔。19岁的时候，他炒美国国库券期货亏了9.7万美元。换句话说，他不是普通人。一旦学会了止损和让利润延续，他就再也不回头了。他做国库券亏了钱，但在黄金期货炒作中又赚回来几倍。

亚历山大知道应该怎样开发金融市场。不仅如此，作为推销员，他还知道怎样表现出这一点。在我们这个小小的世界里，人人都听他的，就像船员跟着海妖走一样。他从伦敦调入纽约总部第41层只不过用了几个月的时间，好几位不知道该怎样拿自己的钱投资的董事经理发现了他

的才能。你也许以为这些人拿自己的钱投资应该毫无困难，根本不是这么回事。每天他们都要去找亚历山大讨主意。不过，他们得等到亚历山大大同客户还有我谈完话之后。亚历山大是一名推销员，同所有最优秀的推销员一样，他拥有交易师的直觉。从所有的动机和倾向来看，他本身就是一名交易师。他的客户还有他的老板都将他奉若神明。

亚历山大有一套解释身边事件的特殊技巧。最令人佩服的是他的反应速度。每当一桩新闻发生时，他似乎都早已胸有成竹。他对自己的直觉深信不疑。如果说他有什么疏忽，那恰恰是缺乏自省。在他眼里，市场是一张无处不在的网。拉动一根丝，就会有另一根跟着动。因此，他的交易涉及所有的市场。债券，外汇，美国、加拿大、英国、日本、德国、法国的股票（他是第一个发现以黄金做担保的法国政府债券定价失误的人，这种债券又称吉斯卡尔债券，这一发现让他赚了几百万美元），石油，贵金属，还有大宗商品市场——他全都有兴趣。

在所罗门兄弟公司工作期间，我感到最幸运的事莫过于亚历山大大对我的信任。我们是在我到伦敦去接任他的职位时认识的。在我来之前的两年里，他在斯图·维立克手下工作，跟达什·里普洛克坐在一起。我们认识的时候，他正要去纽约，到41层去当债券推销员。他大可不必关照我。除了可以大包小包地帮他带巴黎免税糖果茶外，我对他没有任何价值。他这样做纯粹是一种无私的行为，正因为如此，我一直对他念念不忘。就好像他在我的前途上投了股份，一心一意要让这桩生意物有所值。每天我们至少要通3次话，最多的时候有20次。头几个月主要是我问他答。

说起来，我的工作无非就是学习像耍钱大师那样思考和讲话。既然我没有亚历山大那份天赋，那么模仿他思考和谈话就成了最好的选择。于是我认真地倾听大师的话，重复我所听到的一切，就像跟师父学功夫一样。这情景有点儿像学外语。刚开始的时候，你浑身不自在。接着，突然有一天你发现自己能够用这门语言思考了，那些以前想都想不到的单词如今任你驱使。最后你甚至能用这种语言做梦。如果我说自己做梦都在设计赚钱方案，那可能有点儿夸张，但当我真的在某天早上醒来想到在日本债券期货上有套利投资的机会时，这似乎也并不让我特别惊奇。那天早上我研究了一下日本市场，发现情况正如我梦中所想的一样。我很奇怪，因为我记不起来自己曾经谈过这方面的事。凡此种种对读者来说无非是老生常谈，在我，却是学习一门新语言的经验。

亚历山大提出的交易建议大多遵循两种模式。首先，如果所有的投资者都在做同样的事，他就会积极地寻找对着干的机会。股票经纪人对这种策略给出的术语叫“反向法”。人人都希望自己有这个本事，但没人敢这样干，他们的理由让人感到悲哀，因为没人愿意被别人看成傻瓜。投资者宁愿亏钱也不愿忍受孤立的苦恼，这意味着承受别人不愿承受的风险。如果大家都没有亏，只有他们自己亏了钱，那么他们将无法推卸决策错误的责任。而大多数投资者也和普通人一样，他们需要借口。奇怪的是，只要能凑够几千人，哪怕是站在悬崖边上也觉得很快乐。可是如果大家都认为市场前景不妙，哪怕纯粹是捕风捉影，许多投资者也会抬脚就溜。

美国农场信贷公司危机就是一个很好的例证。有一阵子，农场信贷公司好像就要破产了。投资者们忙不迭地抛出农场信贷公司的债券，他们都知道可能要出事，谁也不愿留在那里让自己的名誉承担风险。但是，在那个时期，牵涉面如此之广的破产是不可能的，美国政府连克莱斯勒公司和大陆伊利诺伊银行这样对国家利益不会造成多大影响的企业都要出面挽救，它怎么会坐视农场信贷公司破产而不干预呢？让一家总值800亿美元、向美国农民提供贷款的机构破产？这简直太荒谬了。机构投资者自己心里也明白，这正是问题的要害所在。那些低价倾销农场信贷债券的人不一定是笨蛋，他们就是不能忍受让别人知道自己仍然持有这些债券的事实。亚历山大不为表面现象所迷惑，他从这样做的人身上获利（这一角色的职业恶果是一种丑陋的优越感：你开始认为别人都是傻瓜）。

亚历山大思维的第二种模式是，当某种重大混乱出现时，例如股市崩溃、自然灾害或欧佩克限产协议破裂，他的反应不会局限于考虑投资者的当下利益，他还会考虑第二步和第三步的效果。

还记得切尔诺贝利事件吗？当苏联核反应堆爆炸的消息传来时，亚历山大拿起了电话。仅仅几分钟前，有关这次灾难的确认消息才反映在交易厅里的显示器上，但此刻亚历山大已经买下了足够装满两艘超级油轮的原油。他说，投资者的眼睛都盯着纽约证券交易所，特别是那些与原子能有关的公司，它们的价格垂直下跌。不要理睬它们，他说。他刚刚代表自己的客户买入了原油期货。他立刻就意识到，原子能供应的减少将导致原油需求的增加，他是正确的。他的投资者赚了一大笔钱，我的投资者也小赚了一笔。在我说服几个客户买入一些原油之后，亚历山

大又打来了电话。

“买土豆，”他说，“赶快！”然后他就挂了。

这是理所当然的。放射性尘雾降落的前景威胁着欧洲的食品和饮水供应，包括土豆产品。因此，未受污染的美国产品的价格就会上升。也许除了土豆种植商之外，在美国还有几个家伙能在苏联核反应堆爆炸后几分钟内做出这样的反应，但我从没见过他们。

切尔诺贝利和石油的例子只不过是简单的一个。我们还玩一种叫作“如果……怎么样”的游戏。各种复杂的情境都可以纳入“如果……怎么样”的模式中去。比如说，你是一位掌管着几十亿美元资金的机构投资者。如果东京发生了大地震，你会怎么做？东京化为一片瓦砾，日本的投资者陷入了疯狂，他们抛售日元，把钱从日本股票市场中取出来。在这种情况下，你会怎样做？

好了，按照第一种模式，亚历山大的做法是把资金投入日本市场，因为人人都在逃离，此时买入在价格上一定会很优惠。他想买的正是别人最不想要的日本证券。首先就是日本保险公司的股票。人们很可能会认为，普通保险公司这回该大赔特赔了，而事实上，这些风险的大部分已经分散给了西方保险公司和一家专门的日本地震保险公司，后者已经积累了几十年的赔付金。普通保险公司的股价其实很便宜。

接下来，亚历山大会买入几亿美元的日本政府债券。由于经济上的损失暂时无法弥补，政府将会降低利率以鼓励重建并且干脆命令银行按这个利率放贷。日本银行将像从前一样顺从政府的要求。低利率意味着债券价格将会上扬。

* * *

此外，同日本资金分配格局的长期变化相比，短期的恐慌将会相形见绌。日本公司在美国和欧洲拥有大笔投资，最终它们会抽回这些投资，将注意力转向国内，舔干净伤口，修复它们的工厂，支撑它们的股票。这意味着什么？

对亚历山大来说，这意味着应该买入日元。因为日本人将会卖出美元、法郎、马克和英镑，而买入日元。这样一来，日元就会升值，因为不光日本人在买，外国投机者最后也会发现日本人在买，他们会加入抢

购的行列。如果地震以后日元猛烈贬值，这只会让亚历山大信心倍增，他最喜欢别出心裁了。另一方面，如果日元升上来，他反而会抛掉它们。

每天，亚历山大都要打电话给我解释一些新东西。经过几个月的挣扎，我总算摸着点儿门道了。亚历山大一放下电话，我就开始给三四个投资商打电话现学现卖，在他们眼里，我就算不是天才，至少也是少见的聪明人。他们听从我的劝告把钱拿出来。他们赚取了可观的利润，就像亚历山大的客户一样。很快，局面就变了，他们开始给我打电话。过不了多久，除了我，谁的话他们都不听了。不论我——应该说是亚历山大——让他们干什么，他们都照办不误。

亚历山大教我怎样认识市场，而达什则教给我一种风格。作为推销员，我花在电话上的时间很长。所谓风格，也就是打电话的技巧。达什打电话的花样层出不穷。给客户打社交电话时，他一本正经地坐在座位上，但在打销售电话时，他会蹲下来，把头埋在桌子下面。桌子下面的空间成了隔音墙。他的这种隐私狂热源于基克时代，他不愿意让老推销员听到他说给客户听的蠢话。

如今这已经变成了他的个人习惯。我只要向对面一看，就知道达什打算卖出几个亿的政府债券了，他把身体蜷曲在椅子上，胸脯弯下去，比屁股还低，头塞到桌子底下的隔音区。在交易开始前，他用空着的那只手伸出一个指头堵住耳朵，压低嗓音快速地讲话（一位客户戏称他为低语者达什）。然后，突然之间，他一跃而起，摁下听筒上的静音键，对着扬声器喊道：“嗨，纽约……纽约……买下，10月期价格92，9月期93，100~110……是的，1亿到1.1亿美元。”如果他从那个小缝儿里钻出来而又没有卖掉债券，我就知道他是在给他妈妈打电话——在交易厅里给妈妈打电话当然不值得张扬。

就像孩子们模仿父母的行为一样，我在交易厅里也学会了像达什一样的动作——蜷曲在椅子上，嘴里叼着铅笔，用手指堵着耳朵，讲话又快又轻，客户们很难跟得上。总之，各个方面都向达什看齐。随着越来越多的“基克”来到交易厅，这个现象也就愈演愈烈：在小团队里，缺乏经验的人会学习其中最成功的成员的习惯和姿势。我们小组的人数从5名上升到10名，整个小组也越来越像达什·里普洛克。

达什就是达什，亚历山大就是亚历山大，而我却是个假货，我在力

求把他们两位的特点集于一身。如果想为自己辩护，我只能说自己是个非常成功的假货。此外，我还具有两位导师都缺乏的一项品质：我有意同公司和业务拉开距离。我猜想，这是因为这份工作是从圣詹姆斯宫募捐会上轻松得来的，也可能是因为我有其他的收入来源（在所罗门兄弟公司任职的同时，我还在夜间和周末做兼职记者）。不管怎么样，对于年轻人来说，这是非常有用的，因为它能让你无所畏惧。就像租车的人一样，最坏的结果无非是把车收回。尽管我并不希望如此，但失去工作对我的影响不像对那些以此为生的人的影响那么大，比如达什·里普洛克。这绝不是说我不在意，相反，我极其在意。我比任何人都渴望听到赞誉。但是这种不太在乎的心态使我愿意担更大的风险，这是一心想保饭碗的人做不到的。例如，我有可能抗命不遵，这反倒让他们注意我，而如果你唯命是从，别人只会忽视你。

在亚历山大和达什的引导下，我给自己武装了几个可靠的赚钱项目，一套打动人心的推销辞令，还有一副恰当的交易厅派头。生意很快就来了，这也许不是偶然的。还有几个小投资商来找我做生意，就像当初那个不走运的德国人一样。而我已经有办法让他们借入大笔的资金从事投机。

关于垃圾债券和美国产业界的杠杆经营，人们发表了那么多的议论，奇怪的是，发生在投资者证券组合内部的日常性杠杆交易却未能吸引人们更多的注意。比如说，我动员客户买入3000万美元的AT&T债券，可是他手上现金不够，但他可以要求用AT&T债券作为抵押从所罗门兄弟公司借到所需的款项。我们真的是一家提供全方位服务的赌场——客户不带钱也可以赌。这意味着，只要有一小笔钱，客户就可以做大买卖。我手上没有大客户，拉不到能让我的名字在扬声器里被大声叫出的大买卖。结果是，我变成了杠杆操作的高手。

好事接踵而至。很快，所罗门兄弟公司的经理们就把别的推销员的客户介绍给我，希望我能同这些大客户做成更大的生意。到1986年6月，我工作就位之后6个月时，我已经开始同欧洲的几家最有实力的机构打交道了。在我的鼎盛时期（我离开所罗门兄弟公司的时候），我所联系的客户控制的资金总额高达500亿美元。他们脑子快、为人机警、富有弹性而又富可敌国，我开办了自己的小型全能服务赌场，让它运转起来。年景最好的时候，它每年会给所罗门兄弟公司创造1000万美元的无风险收入。我们曾经被告知，交易厅里的每个席位的成本是60万美

元。如果此言不差，那么我自己每年创造的利润就超出了900万美元。渐渐地，我不再担心自己的业务量了，我的业务量已经远远地超出了支付我的报酬所必需的额度。干得再多，他们也不会再多给我1分钱。

我的客户很快遍及伦敦、巴黎、日内瓦、苏黎世、蒙特卡洛、马德里、悉尼、明尼阿波利斯和棕榈滩。在所罗门兄弟公司内部，人们普遍认为，除了纽约的那几位投资经理之外，我的客户可能是最懂货币操作的了。例如，如果能设计出一套精巧的货币操作方案，我就有本事从美国股票市场上调出5亿美元投入德国债券市场。从长期来看，市场的走向当然是服从基本经济规律的——如果美国贸易持续逆差，美元最终会贬值，但在短期内，货币的流动就不那么有理性了。恐惧是货币流动的主要诱因，此外，还有贪婪。通过观察周围的货币运动，我逐渐开始预期它的下一次运动方向，赶在下一次浪头打过来之前将我负责的500亿美元中的若干部分调度到位。

简单地讲，我干得很不错。所罗门的交易师开始找我求教，我已经没有那种低人一等的感觉了。到了1986年年中，我就不再是“基克”了，这更多的是由于运气，而不是技术。我成了一名普通的、合格的推销员。没有发生什么特殊事件来标志这一转折。我知道这一点只是因为人们不再叫我“基克”，他们开始喊我迈克尔，我喜欢这样。当然，我还不是“大老二”。从称兄道弟到挣得“大老二”的头衔还有很大的距离。从无用的“基克”变成迈克尔，我花了6个月的时间。从迈克尔到“大老二”的变化几乎紧随其后，而且差不多仅仅是由一单生意促成的。

* * *

在所罗门兄弟公司里面有一个词叫作“最优级”。“最优级”指的是必须卖出去的一大笔债券或股票，也许是因为卖了我们会大赚一笔，也许是因为没卖我们就会大亏。例如，当得克萨斯石油公司徘徊在破产边缘时，所罗门兄弟公司手上还拿着面值1亿美元的该公司债券。情况真的很危险，这批债券可能会变得一文不值。除非能够将它们卖给客户，否则所罗门兄弟公司将要亏大钱。当然，如果卖给客户，客户也会亏大钱。但是，在公司看来，这却是最好的结果。因此，得克萨斯石油公司的债券就成了推销部门的“最优级”。

在我供职于所罗门兄弟公司的日子里，最大的“最优级”之一是那家公司名为O&Y（奥林匹亚和约克）的房地产开发公司的债券，价值8600万美

元。从1986年5月中旬到1986年8月中旬，所罗门系统里的“大老二”们使出了浑身解数推销这些债券，但均未成功，这一失败令上上下下都感到尴尬，从总裁汤姆·斯特劳斯到伦敦最底层的“基克”。

有一天我和亚历山大正在通话。他也试图推销O&Y债券，同样无功而返。不过，他真的相信它们物有所值。O&Y债券与以往的“最优级”债券不同，它不是所罗门兄弟公司砸在自己手里的那一类。相反，它在一个阿拉伯富商的手里，阿拉伯人急于将O&Y债券脱手，买家很可能会拿到便宜的价格。

另外，人们看待债券的眼光也在随时变化，如同女子裙子的长度一样。现在没人想要O&Y债券并不等于3个月后也没有人想要。O&Y债券是一个特例，它们的抵押品并不是该公司的全部信用和诚意，而是位于曼哈顿的一所自有产权的摩天大楼。许多机构投资商缺乏评估不动产价值的专业技术，但是，随着越来越多的以不动产为抵押物的债券上市，他们也在学习和提高。

当然，所罗门兄弟公司可以干脆将O&Y债券买下来。但所罗门不是一家从事长期投资业务的公司，买下8600万美元的债券，在手里放上几个月，甚至几年，一旦发生了最坏的情况，这些债券连肯接手的下家都不会有，经理们可不喜欢这个念头。因此，推销员都在寻找另一家买主。条件非常优厚，阿拉伯投资者说，只要我们卖掉O&Y债券，他就会从我们手上再买一大笔产品。两笔生意加起来，公司可以净赚200万美元。

我对谁也没有像对亚历山大那样信任，我决定同他分享自己的秘密。我的秘密是，我认得一个人，他有可能会买下O&Y债券。1个月前我就知道该怎么把O&Y债券卖出去，可是，AT&T债券的阴影还没有消退，所以我一直不肯说。我心里盘算着的投资商是个法国人，他不打算长期持有——只等别的投资者忘掉了他们曾贬低这些债券的价值后，他再脱手。

亚历山大帮助我说服了自己。如果我能够做得巧妙，如果我能从高级经理那里得到承诺，让他们保证不会耍我的客户，那么这将是一笔皆大欢喜的交易。所罗门兄弟公司赚大头，我的客户赚小头（这对客户来说已经很多了），而我自己将变成英雄。如果说我在所罗门兄弟公司曾获得什么教益的话，那就是各方都赢的机会是很渺茫的。这个游戏的本

质是零和。我们口袋里的每一块钱都是从客户口袋里来的，反之亦然。但这一次可能真的有所不同。（甚至在卖出债券之后我还得不断提醒自己这一点：你看，为所罗门兄弟公司推销债券就是如此，你必须相信，所罗门自己不愿干的事情对客户而言却是好事。）如果经理们同意在此后几个月里把O&Y债券作为“最优级”，再从我的客户手上卖出去让他赚点儿钱（也就是说，甩给别人的客户），那倒有可能各方都赢。亚历山大每天都能做成不可能的事，不时地同他通话令我感觉自己也许同样可以做成：卖给客户“最优级”，还让他高高兴兴的。

我穿过伦敦分公司的交易厅找到了负责O&Y债券的交易师。他就坐在那个卖AT&T的交易师旁边。他说，当然，他保证不让我的客户吃亏。“你真的能卖掉它们？”他问，“真的？真的？”从闪烁不定的眼神中我读出了不信任和贪婪。他不相信这些债券能卖出去，一边却又对卖出去之后的利润垂涎欲滴。他嘴上讲的是承诺，心里想的却是赚到的钱。我不信任他。我改了主意，决定不干了。

太晚了！仅仅一次随意的询问就足以让整个所罗门帝国行动起来了。交易师们本能地围着我的桌子转，就像狗闻到了热屎堆一样。不到24小时，我接到了纽约、芝加哥和东京来的不下6个电话。他们的腔调同那些交易师们一样：干吧，别犹豫……你会成为英雄。所罗门兄弟公司上下只有一个声音，而且越来越响。可是，他们之中没有一个人能让我信任。接着，那个电话来了。我拿起听筒，另一头传来的声音模糊有些熟悉。“嗨，棒小伙儿，你他妈的还好吗？听说你他妈的有路子把那些债券弄出去？”是那位满口脏话的大师“食人鱼”。

这是我们之间第一次通话，看来销售O&Y债券的责任最后落到了他头上。他向我保证我的客户不会吃亏。别人也都讲过这番话，但我充耳不闻，唯独他的话我信。我一直在观察他，也经常听到一些传闻。据说，在这个金钱至上的社会里，他倒是个言出必行的人。在所罗门兄弟公司里，论起对债券市场的理解，没有人比得上他。我信得过他。我给亚历山大打电话，告诉他我打算把这批债券卖出去。他放下电话之后立刻去同41层的董事经理们打赌，说我能把债券脱手。他得到的赔率是10：1。一次无须承受道德压力的内幕交易。

我给法国人打电话，告诉他有一个惊慌的阿拉伯人（“食人鱼”给他起了个绰号叫“骆驼骑手”）打算廉价倾销8600万美元债券，而因为不受追捧，这些债券与类似品种相比价格相对被低估。如果他肯买下来放上

一段时间，在美国一定会有人出面购买。我的销售表演并无特殊之处，只不过运用了一种特殊的语言。我使用的是投机的语言，而绝大多数债券推销员用的却是投资的语言，一味地分析公司的状况和它们的前景。我只是大略地知道O&Y公司的业务同不动产有关。但我强调的是全世界都不看好它的债券，它们是如此不受青睐，因此，它们必定是非常便宜的。

我的法国朋友看来领会了我的意思。他同绝大多数投资者不一样，在他心中，这笔8600万美元的债券将是一笔快进快出的交易。我把他看成自己最好的客户，也是我最欣赏的客户。我想他是信任我的，尽管我们相识不过才4个月。而现在，我却把自己连碰都不愿意碰的东西卖给他，只为了争取一份私人的荣誉。我当时就知道，这样做的后果是可怕的。但回想起来，现在我的感受比当年还要沉痛。回到主题，经过大约1分钟的考虑，他买下了8600万美元的O&Y债券。

整整两天，祝贺之声从所罗门兄弟公司的各个角落传来。大人物们打电话来，众口一词地对法国人的购买决定表示欣喜，夸赞我在所罗门兄弟公司将前途无量。斯特劳斯、马西、拉涅里、梅里韦瑟和佛特分别打来电话，一个接着一个。那天我恰好外出，达什·里普洛克诚惶诚恐地接了这些电话，他大骂没有一个是找他的。

他的反应不全是夸张，我得到了天神们的祝福。而达什尽管一直干得不错，却从未受到他们的表扬。在我就职于所罗门兄弟公司期间，这种仪式重复过好几次，但从没有一次像我卖出这些该死的债券时那样夸张。推销员们在所罗门兄弟公司里的荣誉越高，他的客户最终的命运也就越惨，这是一条铁律。在我的桌子上贴着一张黄纸条，“汤姆·斯特劳斯说你干得真漂亮”，我一面为此暗自高兴，一面却又在担心法国人的钱袋。

最后，甜蜜的时刻终于到来，刚刚将最好的客户推下险境的痛苦变得迟钝。“食人鱼”的电话来了。“我听说你卖掉了一些债券。”他说。我尽量用平淡的语气向他报告了事情的经过。他毫不掩饰自己的情绪，在电话里吼道：“真他妈的棒，太他妈的棒了！我讲这话可是他妈的真心真意的。你是一个‘大老二’，以后再也不让别人叫你别的。”听到这番话，眼泪涌上了我的眼睛，这个人亲口称我为“大老二”，这个词就是由他本人在几年前想出来的，在我的心目中，只有他最有资格承认我。

[12]“桑”，日语中的敬称，意为“先生”。——编者注

[13]罗尔沙赫氏测验（Rorschach test），是指把被测试者对10种标准墨迹的解释作为情感、智力机能和综合结构的检测方法来分析的投射测验方法，由瑞士精神病学家罗尔沙赫发明。——译者注

[14]原始条顿人，古代日耳曼人中的一个分支，后逐步和日耳曼其他部落融合。——译者注

[15]nip和nippon（日本）发音相似。——译者注

第九章 《孙子兵法》

我记得我碰到的第一位投资银行家曾经教给我一句诗：“眼睛是上帝的恩赐，剽窃是你的权利。”这句诗不仅生动体现了公司之间的竞争，正如我即将领悟到的，它同样是所罗门兄弟公司内部竞争的真实写照。

不战而屈人之兵。

——孙子

我用最大的嗓门对着巴黎布里斯托尔酒店房间里的服务生喊道：“我的套间里没有浴衣，你怎么解释？”他背对着门耸了耸肩，好像是说他对此无能为力，这个小狗屎。接着我又发现，没有果盘。套间应该备好的苹果和香蕉在哪里？还有，嗨，等等。他们忘了把洗手间里最上面的那块纸巾折成三角形了。我的意思是说，你能相信竟有这样的废物吗？“他娘的！”我叫了起来，“给我把经理找来，马上。你知道我是出了钱的吗？你知道吗？”

接着，我突然醒过来了。“没事了，”我太太说，“你又在酒店做噩梦了。”但这不仅仅是一个酒店噩梦，它没有那么简单。有时我会梦到自己被英国航空公司从豪华舱赶到经济舱里去，有的梦还更加糟糕。伦敦的“克莱尔阿姨”餐厅把我最喜欢的座位给了别人，要不就是司机早上来晚了，总是诸如此类的事。自从卖出O&Y债券之后，投资银行的噩梦就开始紧抓着我不放：我被“大老二”的尊贵和奢侈搞垮了。想想看，就是因为没有果盘。不管怎么说，总算都过去了。现在是早上6点，该起来工作了。

已经到时间了吗？1986年8月的这一天不同寻常。我将初试那种令投资银行家们臭名昭著的阴谋和密室交易的手段了。所罗门兄弟公司存在着两种内部矛盾。第一种是在出现亏损时，人们争相推卸自己的责任；第二种是在赚钱的时候，人们抢着表功。我在交易厅里面面对的第一场战斗是赚钱之战而不是亏钱之战，这本身就是好兆头。而我一定会赢得这场斗争，那就更加妙不可言了。

在投资银行里没有专利权法，你无法为一个好主意申请专利。发明

的骄傲抵不过利润的诱惑。如果所罗门兄弟公司创造了一种新的债券或股票，在24小时之内，摩根士丹利、高盛和其余的公司就会弄懂它的原理，然后做出仿制品。我了解游戏的这一内情。我记得我碰到的第一位投资银行家曾经教给我一句诗：

眼睛是上帝的恩赐，

剽窃是你的权利。

这首诗不仅生动体现了公司之间的竞争，正如我即将领悟到的，它同样是所罗门兄弟公司内部竞争的真实写照。

* * *

那天上午，伦敦时间10点，亚历山大给我打来电话。当然，他是在纽约，当地时间早上5点。他就睡在书房里，边上就是路透报价器，每隔1个小时他就会起身查看价格，他想弄明白为什么美元猛跌。美元如果走出一轮行情，那通常是某地的某位中央银行官员或政客发表了一项声明的结果。（假如政客们一口咬定他们对美元未来走势的看法，市场本来会平静得多。然而他们每每为自己讲过的话道歉，或修正自己的措辞，我不明白他们为什么就不能三缄其口？）但是当时并没有这样的新闻。我告诉亚历山大，有几个阿拉伯国家抛售了大量的黄金，它们换回了美元，然后又卖出美元买入马克，由此导致美元疲软。

为了想出类似这样的逻辑联系，我可真下了不少的功夫。在绝大多数情况下，市场的波动并没有特定的理由。只要会编故事，你就能当一个称职的经纪人。找出市场波动的理由编一个天衣无缝的解释，是我这号人的工作，市场上的人们什么话都信，真是匪夷所思。中东富商的强力抛售就是一个老调调。没有人知道这些阿拉伯人怎样用钱和为什么这样用钱，这样一来，什么故事都可以安在他们身上。所以，如果你不知道美元为什么下跌，你就大喊阿拉伯人如何如何。亚历山大自然对此洞若观火，对我的解释也就不当回事，只是笑了笑。

还有一个更加急迫的问题需要讨论。我有一个客户认定德国债券市场必定会上升，他想下一次大赌注，亚历山大对此更有兴趣。如果某个投资者对德国债券特别看好，也许还会有别的人持同样的看法。这样一来，市场可能真的会走高。下注的手段多种多样，到那时为止，我的客户只是简单地购入了价值几亿德国马克的德国政府债券。而我则开始考

虑是否有可能从市场中找出更大胆的操作方法，对于一个习惯用别人的钱来冒险的人来说，这是很自然的念头。亚历山大帮着我一起梳理脑子里乱成一团的各种想法。就是在这个过程中，我们突然产生了一个了不起的念头，一个革命性的新券种。

我的客户喜欢风险。我已经懂得，风险本身也是一种商品，可以像西红柿一样装进罐头瓶里出售。不同的投资者对风险的定价大不一样。如果你能做到，从一个投资者手上廉价买入风险，再以高价卖给另一位投资者，那你就可以从中学到而自己却无须承担任何风险。这就是我们要做的。

我的客户想来一场豪赌，他在赌德国债券升值上下了大额的赌注。因此，他是所谓的“风险买家”。亚历山大和我创造了一种证券，称为保证单或看涨期权，这是一种将风险从一方转给另一方的手段。如果购买了我们的保证单，世界上所有厌恶风险的投资者（也即绝大多数投资者）事实上就把风险转嫁给了我们。许多这类投资者从没想到他们应当出售他们在德国债券市场上的风险，直到我们建议他们购买我们的新保证单。正如绝大多数人没有意识到自己渴望戴着耳机听平克·弗洛伊德乐队的歌，但索尼生产的随身听却一下子唤醒了他们内心的欲望。在我们的工作责任中，有一项就是要满足客户本人没有意识到的需求。我们可以借助所罗门的销售力量为我们的新产品打开市场，这种独一无二的设计一定会获得成功。我们的利润来自从谨慎的投资者手中买入风险和将它卖给我的客户之间的差价。我们估计大约会有70万美元。

这个主意是一个梦想。所罗门兄弟公司的工作只是居间将风险转手，自己却毫无干系。70万美元无风险收入将会让经理层为之一振，也就是说，所罗门兄弟公司更看重的是这笔交易中的创新。德国利率保证单是一项新事物。成为第一家签发它的投资银行，这是每一位投资银行家梦寐以求的荣誉。

* * *

在我们反复推敲这宗交易的过程中，交易厅里的其他人也开始感到好奇。其中有一位副总裁，他不是我们部门的，一般情况下他负责同大型客户的交易，此刻他也嗅出了点儿味道。我称此人为机会主义者。他决心在这宗交易中让自己也占上一份。我没有说什么，也说不出口。他已经在所罗门兄弟公司里干了6年，比我和亚历山大加在一起还多一

倍，我们也许可以借重他的经验。而在另一方面，这个机会主义者当时正是无事可干的时候。发奖金的时刻正在临近，他急需有所表现，这宗交易被他视为救命的稻草。

公平地说，机会主义者倒也不是纯粹的废物蛋一个。我和亚历山大曾经为如何取得德国政府的批准而煞费苦心，机会主义者的经验在这里发挥了作用，帮助我们免却了无谓的烦恼。欧洲市场的可爱之处在于政府完全不干涉。我们无须担心德国人的看法，但我们必须表现出友好的姿态，所罗门兄弟公司有意在法兰克福开设一家办事处，公司最不希望看到的就是惹恼德国政客的事端。

机会主义者充当了我们去德国财政部办事的特使。他试图向当局证明，我们的交易既不会损害它们控制货币供应的能力（千真万确），同时也不会加剧针对德国利率的投机活动（这当然是扯谎，整个机关的唯一目的就是挑动投机）。你不能不佩服他打动听众的那一套技巧。去法兰克福之前，他聪明地换上了伪装服——表明长期投资者身份的全套棕色套装：棕色的西服、棕色的皮鞋、棕色的领带。挂着金美元符号的背带取掉了，袖口的金扣链也拿下来了。凭着这副朴素的自治市镇居民的外表，他赢得了财政部官员的信任。我确信，他甚至赢得了部长本人的信任。

在长达几个星期的谈判过程中，只发生过几处小小的卡壳。在某次会议上，据说德国人担心这种交易一旦引起媒体关注将带来不利的后果。他们还没有彻底掌握我们的保证单的底牌，担心同我们走得太近有损自己的清誉。我们则保证说我们会尽最大努力不引人注意。他们还问起了证券发行公告，即在交易结束后是否在金融报刊上登出一项公开声明。我们回答说证券发行公告（就像纪念邮票一样）是必不可少的，除此之外我们不会在报纸上做任何广告。他们同意我们刊登证券发行公告，但前提是不得在其中使用德意志联邦共和国的标志——鹰徽。我们开玩笑说可以考虑用文字来代替。很明显他们一点儿也不觉得可笑。毕竟不是真正的好市民，我们还是不免露出了马脚。

最后，总算是通过了，这可是一项了不起的成功。所罗门兄弟公司和我的客户像歹徒得手一样兴奋。显然，亚历山大和我应该是头号功臣，在公司内部声名鹊起才对。当然，机会主义者也值得表扬。但就在此时，麻烦开始了。交易达成的当天下午，一份备忘录在伦敦和纽约传开，介绍了交易达成的整个过程（其中的叙事结构受到好评，颇有煽情

的效果)。然而备忘录却没有提及其他功臣：亚历山大、我的客户和我本人。在备忘录上署名的只有一个人：机会主义者。

这种混淆视听的手段具有惊人的效果。外行人听起来可能觉得不可思议，但无论是纽约的还是伦敦的老板，他们之中没有一个人透彻地理解我们的做法。内行的人都知道，这是很自然的。由于争取到了解释权，机会主义者的表现似乎证明了他才是整个项目的负责人。

这种把戏太过火了，这样拙劣的手段也亏他用得出来。他骗得了谁？下一步又打算怎么做？这太滑稽了，我本该哭出来的。但在当时，我可一点儿也不觉得好玩。我打算朝他的座位走过去，然后跟他动武。扔电话是可以的，大喊大叫也是可以的，但要把同事打个好歹可就不行了。我希望自己不至于动手，但一旦动手就得让他还手，这样我们两个就会被一起开除。

看来，机会主义者招招领先。复印好备忘录之后，他抢上了第一班协和号飞往纽约。他这样做当然不是为了回避我。我相信他甚至根本没有考虑我的反应。他也知道，我在公司里认识的人中没有一个人有权干预他的所作所为。此外，如果他只是为了逃避，一张普通商业航班的头等舱机票也就足够了。

就在我盯着他在伦敦交易厅的空座位发呆的时候，机会主义者正在纽约第41层进行亚历山大所说的“胜利大游行”。在行进的过程中，他还会时不时停下来向斯特劳斯、古特弗罗因德等人讲述交易达成的细节。当然，他的确没有讲这样的话。比如，“是我一手促成了这桩交易，应该给我发一大笔奖金”，但他的意思却是再明显不过了。他无须大叫大嚷，他的备忘录在为他撑腰。亲赴纽约汇报并且绝口不提第二个人，这一行为本身就暗示着这桩买卖是他做成的。

说起来，也许每个人都不难理解被人抢劫的滋味。但是，当整个公司上上下下都认可这种行为时，我心头的苦楚却是别人想象不到的。这正是我当时的处境。看来没有一位高层人士知道真相。所罗门兄弟公司的国际部主管经过我的交易台，手里捏着那份备忘录。他说：“我要对你的帮助表示感谢。”“如果没有你的客户关系，他（机会主义者）不可能做成这桩交易。”

他的交易？“你这个白痴，”我想大喊，“你被骗了。”可事实上，我

却不得不还以微笑，还说“谢谢”。

亚历山大告诉我，纽约的家伙们正在谈论机会主义者是个聪明人。亚历山大至少和我一样有权表示愤怒，但他却表现出哲人的姿态。“别生气，”他说，“他以前也干过这种事，而且得手了。”我好歹还被承认在其中起到了辅助作用，亚历山大连这点儿运气都没有，他对所罗门兄弟公司金融史的贡献完全被忽略了。亚历山大和我还有一种选择——我们可以不顾一切地闹出来。如果任由人渣一样的副总裁把沙子踢到你脸上，你还不能吭一声，就算当上“大老二”又有什么意思呢？不过，如果在公司内部闹起来，即便是在一家像所罗门这样的具有浓厚的荷兰商人传统的公司，恐怕也是不会有好结果的。就算我们能够取下机会主义者的项上人头，自己也得为此付出代价。他是古特弗罗因德的人，而我们是斯特劳斯家族的。如果我们把臭鱼的盖子揭开，臭味就会冲上高层，至少也会传到董事长办公室。在团伙利益纷争的迷雾中，事实真相反而模糊了。黑手党内的自相残杀总是弄得一片狼藉。我们有把握揪出机会主义者而又不至于引起高层纷争吗？切除毒瘤时能保证不伤及无辜吗？

亚历山大听了我的长篇大论，他决定放弃争取，做个成年人，忘掉这件事。按亚历山大的说法，在一个公司里，踩着别人脑袋往上爬是不会有好结果的。如果机会主义者踩了我们的脑袋，我们应该擦干眼泪，然后把这事儿忘掉。无疑，他是对的，但这次我没有听他的。我决心做一回顽童，讨回公道。现在我已经适应了丛林，还培养出一种对游击战的爱好。

* * *

艺术史学位不是白得的。我了解各种各样的欺诈伎俩。请问，当画家发现竞争对手偷走了自己的作品署上他的名字后会怎样做？他会再画一张复制品，并且要求这位对手同样做一遍。这，就是我的打算。两者当然并不完全一样，在大多数人的眼里，仿造保证单比仿造伦勃朗，或仿造波洛克容易得多。但是，我不必证明他是一个彻头彻尾的假冒者，我的打算只是让别人对他起疑心。机会主义者一再声称自己是保证单业务的唯一设计者，如果我能破坏这一点，那么，在某种程度上，也就破坏了他的信誉。我们（虽说亚历山大不同意，但他还是给我出了不少坏点子）想出了另一宗交易，同第一宗很相似，令人绝想不到出自别人之手。这回谈的是日本债券而不是德国债券，发行结构略有不同，其中的细节与这里的话题无关，我也不啰唆了。

交易的结构搭好之后，这回可不像上次那样委托机会主义者去政府部门当特使了。机会主义者的待遇是他应得的——一个字儿也别想知道。接着，在交易公告之前，轮到我自己纽约总部的41层举办大游行了。我称之为“热身游行”。同“胜利大游行”的不同之处在于，“热身游行”只要打几个电话就行了。

我打了几个电话。尽管机会主义者喜欢声称自己直接向约翰·古特弗罗因德汇报，但在他之上还是有一个上司。他的上司坐在第41层，心里头还在回味他手下给自己争来的荣誉，突然间却发现自己陷入了尴尬的境地。好几个同级别的人打电话给他谈到新做成的日本债券交易，事实上他们是在心照不宣地奚落他，“看样子想出这套做法的脑袋不是长在你手下人的身上”。机会主义者的上司给他打了电话，质问他“为什么不向我（上司）报告这宗新的交易”。机会主义者当然不知道这是怎么回事，而且他也无法令人信服地证明他了解这桩交易的底细。我的电话轰炸见效了。

我打算就此罢手，不再往下干了，但机会主义者却等不及了。电话热身游行结束大约1个小时之后，他站在我的面前，两眼瞪着我。他的愤怒超出了我的预料。我好不容易才忍住不笑出来。他现在的样子就像当初我刚刚看到他的备忘录时一样。我猜，他已经哄得连自己都相信德国债券的保证单完全是他独立设计的。我尽了最大努力做出一个微笑，估计看上去的效果不过是露了露牙齿。

“跟我来一分钟。”他说。

“对不起，我现在很忙，”我连忙扯谎，“我们得另找时间。”

“今晚8点我会在这里，你也一样。”他说。

我本想溜出去，可是真的被他说着了，我不得不坐在位子上等到8点钟，表面上看来却是为了别的理由。就这样，很不幸的，我们照面了。

“到查理的办公室里来。”8点整，机会主义者一分不差。查理是我们的董事长。机会主义者有一个可笑的习惯，尽管他只不过是一大把副总裁里头的一个，但他很喜欢用董事长的办公室，仿佛是他自己的。不出所料，他坐到了桌子后面。我拿了一把椅子放到对面，就像准备挨训的小学生一样。我提醒自己，他才是贼。

也许是所罗门兄弟公司对我的影响太深了，当时我脑子里的想法在我走进交易厅之前根本就不可能出现。简单地讲，我决定再耍他一耍。我发现自己身上具备我所不了解的智谋，足以帮我达到这一目的。技高一筹的得意攫取了我的全身。既没有愤怒，也没有激动和不安，我突然沉浸在算计他人的念头中不能自拔。要想最大限度地打击他，办法是现成的：尽可能少说话，让他自己犯错误。

机会主义者在此之前已经冷静下来了。开口之前他早已考虑成熟。从方方面面来看他都没有什么失误，只有一点除外，那就是骨子里的那股自高自大的劲头。他是个聪明人，我承认。但他没有意识到，别人也一样是聪明人。他挺直身子，眼睛从1英尺外盯着一件东西，我猜那是一支钢笔，他拿在手里把玩。他把那支钢笔转来转去，没有直视我的眼睛。

“我一向很器重你，”他说，“这里绝大多数人都是傻瓜，而我认为你同他们不一样。”

在所罗门兄弟公司里，绝大多数人都肯定不是傻瓜，可这正是他的讲话方式。“你说这话什么意思？”我问。

“我接到（我的上司）打来的一个电话。他说你正在四处散布关于一宗日本债券保证单的消息。”

“那又怎么样？”我问道。

“为什么你事先不告诉我？你以为你自己是在干什么？”他问道。停了一下，他又接着讲下去。“没有我的帮助你做不成这宗交易，我一个电话就让你干不下去……”接着他历数了在过去几年里所罗门兄弟公司有几十亿美元的生意如何由于他的帮助而成交，或由于没有他出力而告吹。

“如果这是一桩赚钱的买卖，你干吗要阻挠呢？”我问道。

我心里很清楚他为什么要阻挠这桩有利可图的买卖。如果他自己干不成，他也不让别人去干。这桩交易的成功将威胁到他为自己营造的新保证单业务大拿的形象。而如果他能够成功地维护这一形象，年底的时候公司就会付给他更多的钱。我对这一切都了然于心，他也知道我心里明白得很。这尤其令他感到恼火，而发怒则是他所犯下的最大的错误。

“我可以让你被炒鱿鱼，”他说，“只要一个电话（他的电话举足轻重）就能搞定。只要我给我的上司或约翰（古特弗罗因德）打个电话，你就得立马走人。”

就是这句话，我想我已经抽到了第四张王牌。机会主义者在唬人，这一点清清楚楚地写在他的脸上。整天坐在交易厅里，别人只要吹牛皮就逃不过你的眼睛。他们看起来全部幼稚得可笑。一旦你抓住了把柄，你也就把他们抓在手心里了，就像上了钩的鱼一样。你可以放松渔线，也可以随时收紧。我几乎立刻就决定了下一步的行动方针。机会主义者越线了。他没有开除我的能耐，甚至还差得很远。可是，如果让别人听到他敢对我发出这样的威胁，这会惹恼许多人。尽管我事先没有想到，但他已经踩上了地雷。在此之前，我还从未设想出如此完美的毁人计划。细想想，我从来也没有打算要毁掉哪个人。

接下来的场面没有什么好谈的。我假装十分在意他的话。我告诉他我很抱歉，保证下不为例。将来如果我有一个好主意的话，一定会直接找他。看起来，他也有几分相信我的话。

在机会主义者的整个如意算盘中，他唯独没有考虑全能的、无所不知、无所不在的存在者。不，我说的不是上帝。在交易厅里，这个人被称为“辛迪加经理”。在华尔街和伦敦金融城，“辛迪加经理”的工作是协调所有的交易。所罗门兄弟公司在伦敦的“辛迪加经理”是公司里为数不多的几个女强人之一，她参与了德国债券保证单的业务。在投资银行业，“辛迪加经理”的角色类似于白宫办公厅主任或职业体育运动队里的总经理。约翰·古特弗罗因德就是在担任“辛迪加经理”时崭露头角的。这种职位是培养铁腕人物的摇篮，他们无所不在、无所不知。你不可能绕过“辛迪加经理”。如果你企图这样做，倒霉的将是你自己。

第二天，我向伦敦“辛迪加经理”汇报了昨晚的谈话内容。她对德国债券保证单的交易内幕一清二楚，因为这桩交易她也曾参与。她的反应超出了我的期望。在所罗门兄弟公司里边，她也是个手眼通天的人物，其手腕令机会主义者望尘莫及。我毫无怜悯之心，把他的命运交到她的手上，就好像让巷子里的猫照看金鱼。只有到了后来，当一切都无法挽回的时候，我才有了一点悔恨之心。不过也仅仅是一点点而已。我虽然没有心安理得，但也不会洗手不干，唯利是图和羞耻感在我的心里并行不悖。

我要等到很久之后才会知道故事的结局。那个女人的手上攥着机会主义者的命根子。机会主义者向往的是一大笔钱和从副总裁提升为董事。提升对他的事业前程至关重要。这个女人打了6个电话，摧毁了他的计划。我一直等到年底发奖金的时候才知道事情的结果。晋升名单在奖金发放前一周公布。机会主义者原地踏步，还是副总裁。等到奖金转到他自己的银行账户之后，他就辞职了。

* * *

到了这时，也就是1986年的秋天，我个人的财运与公司的财运开始分道扬镳了。金钱沿着我的电话线滚滚而来，但它们似乎没有在所罗门兄弟公司的盈亏底线上留下丝毫痕迹。债券牛市终于走到了尽头。市场在11月发生了短暂的下挫，达尔文主义最终占了上风。许多业绩平平的交易师和他们的客户一道完蛋了。客户数量减少，交易师诚惶诚恐，这将意味着交易量的萎缩。交易师们花在答复疯狂客户打来的电话上的时间越来越少，更多的时候他们只是在假装忙碌。只要熬到年终，总能领到奖金。在所罗门兄弟公司漫长的历史上，圣诞节的情绪如此低落，这还是第一次。

在伦敦交易厅内部，小规模摩擦不断爆发。有几个拥有普鲁士姓氏的家伙如今都在桌子上放上一本克劳塞维茨的《战争论》，投资银行家们看《战争论》通常都要背着别人，不是因为怕人看见不好意思，而是生怕别人偷艺。我向一位普鲁士同事推荐中国古代军事天才孙子的著作，他用怀疑的眼光看着我，仿佛我在哄他相信中国人居然也懂战争的艺术。

交易厅里的钱池子越来越浅，情况变得非常像抢座位游戏时音乐停止的那一刻。靠近座位的人幸灾乐祸地看着剩下那些人为了争座位不顾体面地搏斗。公司里的人也不再考虑什么所罗门兄弟公司的伟大荣誉，一门心思只图自保。谁他妈的又完蛋了？这是人们相互间最常问的问题。

推销员咒骂交易师，交易师又反过来咒骂推销员。交易师们总是问，为什么不能把他们手上的债券卖给愚蠢的欧洲投资者？而推销员们则回嘴道，他们为什么就弄不到稍微像点样让我们好卖的债券呢？有一位交易师企图把一种跟AT&T债券差不多的东西卖给我的客户，他告诫我应当做一名团队成员。我大着胆子反问道：“哪个团队？”经过努

力，我很可能把他的债券卖出去，但这会损害我同客户的关系。在个别场合下，我会鼓起勇气对交易师们讲，自己的屁股自己擦，这不仅是道德上的出路，同样也是业务上的出路。依我看，解决AT&T这类债券噩梦的方法不是将它们倾销给我的客户，而是首先开除那个让我们落入困境的交易师。身为交易师，他们当然不会同意我的观点。

坦率地讲，市场的力量和内部管理的严重失误两大力量合在一起将所罗门兄弟公司推入了深深的困境。有的时候，我们好像根本就没有管理。没有人出面制止内讧，没有人指导方向，抑制过快的增长，也没有人打算负责任做出困难的决定，而这是商人们和将军们都不能不做的。

随着管理层对业务的控制越来越力不从心，在交易厅里出现了一种奇怪的反常现象。在前线卖命的人对问题的认识反而高于将军们。普通的推销员每天都在电话线上同我们的衣食父母——欧洲的机构投资者通话。1986年12月，所罗门的推销员们从他们客户的讲话中听到一种新的腔调，他们立刻意识到一连串同时发生的变化，而管理层却一无所知。

首先，投资者们对所罗门兄弟公司和其他美国投资银行在客户关系中唯利是图、杀鸡取卵的做法越来越反感。掌握巨额资本存量的客户（例如法国和德国的投资者）拒绝再从我们这里购买股票和债券。“你必须明白，”一位愤怒的法国投资商有一天在回绝了所罗门兄弟公司提供的优先权之后对我说，“我们已经厌倦了这种游戏，不能再允许德崇、高盛、所罗门兄弟公司和别的美国公司窃取我们的财产了。”

每一位来自纽约的交易师只要在我们的办公室里待上一阵子就会发现，欧洲的机构投资商和美国的机构投资商有一个根本的不同。在美国，投资银行业的垄断由来已久。只有一小撮“有头有脸”的投资银行在资本市场上争夺资金。美国的投资商（出借款项的人）已经被驯服了，他们自己也认为只能同几家大的投资银行做生意。此外，纽约放款人的利益被排在公司借款人的利益之后，这也是非常普遍的。因此，在纽约，债券和股票交易能否达成主要不是取决于投资商（放款人）的购买意愿，而是取决于借款公司的借款要求。

我从未弄明白这一切是如何发生的。我的意思是说，人们会认为借钱的一方也会像放款的一方那样受到中间人的盘剥。但是，他没有。让放款人付出如此代价的华尔街寡头制似乎对借款者并无影响，也许是因为他们善于挑动投资银行间的相互争斗，也许是因为如果他们不喜欢债

券交易条款，他们总还可以从银行获得贷款。不管怎么说，谁也休想让IBM之类的大公司乖乖地发行廉价的股票和债券。IBM太重要了，没人惹得起，所以它总能以满意的价格发行股票和债券。华尔街的推销员们回过头来又试图欺骗投资人，把定价过高的投资品卖给他们。

欧洲的放款人（我的客户）可不懂什么死了再来、翻来覆去的把戏。你可以耍弄他们一次，但如果你这样做了，你就再也不会再有第二次机会了。同他们的美国同行不一样的是，他们离了所罗门兄弟公司之流的经纪人照样可以过得很好。纽约来的一位所罗门推销员有一次告诉我：“伦敦分公司面临的问题是没有教育好你们的客户。”可是为什么要教育他们？如果他们不喜欢我们，他们可以去找英国人、法国人甚至日本人开办的对手公司。外国银行在对待客户友善方面是不是做得比我们好，这我不大清楚，我只知道，能够把我们这一套玩得转的公司何止数百家。

没有人敢向管理层指出这样的事实，我也不愿意这样做。他们的反应会指向讲话的人。（“你说我们同别家毫无分别是什么意思。如果这是事实，那恰好说明你没有尽好自己的本分。”）我记得在一次短暂的日内瓦之行中，一个掌握着区区8600万美元资金的人曾用一种极为简洁的方式向我指明了这一点。我们坐在他的办公室里谈话，一个会计闯了进来，手上挥舞着一张纸片。

“285家。”他说，然后就出去了。

事后我才知道，他说的285家指的是在前一年里同他做过交易的投资银行的数目。如果这个小插曲是为了恐吓我，我可以说它达到了预想的目的。我咽下一口口水说，没想到世界上有这么多家投资银行。

“你错了，”他说，“远远不止这个数目，而且它们全都大同小异。”

换句话说，所谓的全球化根本就是谎报军情。先进的通信手段创造了勇敢的新世界、全世界资本市场的一体化等，但这并不意味着一小撮像所罗门兄弟公司这样的投资银行就能够统治世界了。相反，它意味着全球范围的自由货币流动。在冻青豆的交易中所体现出来的规模经济效益未必适用于货币交易。

债券的发行和交易不再是某家公司的“独食”，好几百家公司都想插手其中。后来者并不像我们那样自我膨胀。日本银行如樱花银行，美国

商业银行如摩根担保银行，欧洲金融寡头如瑞士信贷银行，全都愿意提供所罗门兄弟公司欧洲分部的业务服务，而要价则低得多。即使只有6个人、开支很少的小公司也敢以大胆削价为手段同我们竞争。它们掌握的信息和我们相同。随着通信手段的提高，信息变得越来越廉价和易得。低价的外国竞争者正在把我们赶出市场，就像当年的美国钢铁业和汽车制造业的遭遇一样。

可怜的管理层背上了不可能完成的目标。来自纽约作战指挥室的命令完全不符合前线的实际情况。伦敦办事处由约翰·古特弗罗因德和汤姆·斯特劳斯共同掌管，而他们的策略中存在着严重的瑕疵。古特弗罗因德和斯特劳斯至今还沉迷于全球性支配地位的美梦中。他们总是责怪手下的代理人把一个出色的计划给搞砸了，却从未反省计划本身是不是有问题。他们在所罗门兄弟欧洲公司分部的手下则全部加入一曲大合唱，歌词是：“这不是我的错，我才刚来没几天。”

这倒是真的。伦敦办事处的经理们，当然也包括“基克”们在内，全都是市场上的新手，他们不可能对战略计划提出质疑。首席经理迈克尔·斯莱特今年43岁，1986年6月才从美国调来伦敦，比我晚来6个月。销售部头头布鲁斯·科普根今年34年，1985年头一次到伦敦来，也只比我早6个月。运营主管查理·麦克维今年45岁，他倒是个经验老到的人，可惜外交能力胜于管理才干。在所罗门兄弟公司伦敦办事处里，没有一个董事经理能够使用英语之外的语言。

1986年11月，我们的办公室从位于伦敦金融区心脏的鸟笼子搬到了维多利亚地铁站（如今称维多利亚广场）上面的大房子里。新的办公室差不多像地铁站一样大。它的存在更多地反映了我们对前景的乐观情绪而不是实际需要。威廉·所罗门说道：“当我看到新开张的伦敦分公司交易厅的面积比纽约总部的还要大上1倍，我意识到他们已经自我膨胀到了极限。”

这个颇为壮观的办公室离白金汉宫不过一小段路程，王太后她老人家就住在那里。一道长长的扶梯从帝王街经过一个装饰着铬框镜子的通道一直升到交易厅所在的令人目眩的高度。交易厅不在扶梯的顶端，那样未免太不值钱了。在扶梯的尽头是一片巨大的空间，满是沙发、植物和一座巨型的青铜像，塑造成一只奔跑的兔子。谁也不知道这个兔子是从哪里来的，据说它象征着一家华尔街公司奋力开拓未来的精神。

显然，他们把时间都花在讨论房间装修上去了，没顾得上考虑它的功能。太空时代的扶梯和门厅里裸露的金属管架直接连到挂着大师旧作的螺旋形的木楼梯上。仿佛这里是好莱坞的片场，《2001太空漫游》刚刚下线，《乱世佳人》就接上来了。从楼里走出去的英国客户心中不禁会这样想，只有美国人才做得出这样可笑的东西。他们会相互低语，这就像他们在纽约曾经见过的那个拙劣的造型。再看看那些墙纸，地道的纽约人会联想起泰氏牛排馆，伦敦人则会想到遍布全城的上千家印度餐馆。

有一天，我那位法国客户到这里同我共进午餐，此刻他已经是8600万美元O&Y债券满怀怀疑的持有者了（他最终还是把债券脱了手，小有盈余，但他从未宽恕我把他带进这个骗局的事）。他用挑剔的眼光检查用橡木做成的扶梯把手，然后又检查了附近红色和奶油色的墙纸，好像上面有一大片疱疹。“我猜这是由我们付的钱，是吗？”他问。听他的口气，他付给我们的佣金反而不如这种可怕的装修让他们更痛心。

新的交易大厅看上去比纽约41层大了不止1倍，里面装备了各种各样新奇的小玩意儿。4个人可以在里面玩橄榄球（他们真的那样干了），在任何一个方向上都不受拘束。太大有的时候也是一种负担，比方说买的鞋大了5号。这个地方没有一丝一毫纽约交易厅里那种高度紧张的气氛。所有的能量都消失在四周，安静得让人乏力，人们禁不住想要躲起来。当人们无所事事的时候，他们就想躲起来。我很想走到交易厅中央大喊一声，只想看看有谁愿意露面。空间带给人空虚的感觉，经理们感触尤深。来伦敦之前他们都在纽约工作多年，经理们已经习惯于将喧闹同利润联系在一起，而死寂则意味着亏损。

快，趁着还有钱剩下，赶快分给我。由于前面提到的种种原因，这成了1986年年底时公司里的普遍想法。就我们迁入维多利亚广场之后，一个由董事经理们组成的陪审团在纽约成立，他们将决定如何分赃。发钱的日子定在12月21日，在那之前，人们想的和议论的全都不离“奖金”二字。我们的业务正在萎缩，这是令人痛苦的，但也是必须清醒地认识到的事实。正因为如此，我们比以往任何时候都更加盼望那年的奖金。

根据古特弗罗因德的敕令，每年都要给进公司不满一年和两年的雇员规定奖金的上下限。第一年和第二年的新职员相互揣测当年的奖金能否提高，这已经成了所罗门兄弟公司的传统。在这一年的最后6个星期

里，我把大部分时间都花在给以前的培训班同学打电话或接听他们的电话上了，这些人如今分散在公司的各个角落里。我们的谈话紧紧围绕着奖金的上下限展开。谈话分为两种类型。

首先，是上下限的额度，这对于大家都是一样的。

“去年听说是从6.5万到8.5万美元。”某个人这样说。

“我听说是从5.5万到9万。”

“头一年，他们不会拉开这么大的档次。”

“他们会怎样对待赚了大钱的人？”

“狗屁，你以为他们真的在意你赚了多少钱？他们满脑子只想着给自己捞钱。”

“不错，祝你好运，别太灰心。”

“再见。”

其次，我们讨论了每人具体可能分到的数目。

“如果他们不给到8万，我就去高盛。”电话那头开腔了。

“哈，你以为他们会给你8万，就因为你是我们班上最赚钱的一个？他妈的，他们早就把你抢光了。”

“高盛保证我每年都至少拿18万，这里的人在耍弄我们。”

“是的。”

“就是这么回事。”

“一点儿也不错。”

“对！”

“别灰心。”

“再见。”

奖金发放日的众生相，对于我这样终日除了和客户聊天就是在市场里下注的人来说，真是大开眼界。从相遇时人们的面部表情中学到的关于金钱在社会中的作用胜过听1000场演讲会的收获。听到自己的奖金数额之后，人们通常会有三种方式来表达他们的感受：解脱、欣喜和愤怒。绝大多数人的感受是三者的混合。也有不少人分别体会到三种情感：得知结果时的解脱，设想消费时的欣喜，还有听到业绩和自己差不多的人拿得比自己多出一截时的愤怒。但是，不管拿了多少奖金，他们脸上的表情总是一样的：仿佛在闹肚子，就像吃多了巧克力派一样。

对许多人来说，领钱纯粹是一种痛苦。到了1987年1月1日，1986年已经在记忆中抹去了，只剩下一个孤零零的数字：奖金和收入。这个数字就是最终的总结。想想看，如果你被告知要到1年之后才会有一位神圣的造物主开出你作为人的价码，你恐怕也不会为此感到高兴吧？而我们却要忍受这一切。经过整年不辍的一心一意追逐成功的努力之后，人们发现自己经不起情绪上的大起大落，胃里面不由得翻江倒海起来。更不幸的是，他们还得设法掩饰这一切。游戏还要照常玩下去。得意扬扬和怒不可遏都是不体面的表现，前者显得没有教养，后者反而会成为别人的笑柄。最好的表现就是宠辱不惊。他们觉得自己拿到的正是该得的那么多，不多也不少。无动于衷，见怪不怪，这样最好。看上去好像与平时没有两样，过去就过去了。

决定我自己报酬的面谈安排在当天晚些时候，就在那间令人想起《乱世佳人》时代的餐厅里。主谈人是我的丛林导师斯图·维立克，还有一个是布鲁斯·科普根，伦敦办事处的销售经理。在整个过程中，我的丛林导师只是坐在一旁倾听并微笑。科普根被指定代表伟大的所罗门兄弟公司，由他主持整个仪式。

我曾幻想，到时我的心情就像一个完成任务之后面见黑手党教父的打手，冷酷而又斤斤计较。但是我做不到，我比自己预想的紧张得多。我，还有别的人也都一样，只想知道奖金的数额。但是我还要先耐着性子听一段长长的演讲，其原因我一开始没弄明白。

董事经理摆弄了一会儿摆在面前的纸张，然后才开了腔：“我见到很多人在他们工作的第一年里表现出色。”他说，接着列举了一连串年轻的董事经理的名字作为例证。“但是，我还从未见到一个人能取得像你这样的成就。”他又开始罗列名单了。“比尔没有你出色，乔也没有。”他说。接下来又说：“甚至连‘食人鱼’也没有。”甚至连“食人鱼”也不如我？甚至

连“食人鱼”也不如我！

“除了衷心地祝贺，”他说，“我还能讲什么？”他讲了大约5分钟，达到了预期的效果。听完这一套之后，我已经感动得甘愿自己掏钱来获得为所罗门兄弟公司工作的荣誉了。

我曾以为自己是善于兜售的人，可是此刻老板们的表演令我自愧不如，有道是山外有山，天外有天。他掌握着整个局面，招招都点在要害上。我心中的怨恨和悲愤如融雪般化解。我对公司的感激之情已经达到无以复加的地步。对我上面大大小小的老板，对约翰·古特弗罗因德，对AT&T债券的交易师以及任何一个同所罗门兄弟公司有关的人都充满了感激，也许只有机会主义者算是个例外。我不在乎钱，肯定我的成就已经足以让我飘飘然不知所为了。我终于明白了为什么他们在发钱之前先要来上这样一段。

就像牧师一样，所罗门帝国里的发薪人遵守着一套行之有效的仪式。发钱之前先让你反省一番，而金额则是一道求解的数学题。“去年一年你的收入是9万美元。”他说。

我的工资是4.5万美元，所以，剩下的4.5万美元才是奖金。

“明年，你的工资将涨到6万美元。下面请允许我对这些数字进行解释。”

接下来他告诉我，在整个培训班里我的收入是最高的（后来我听说还有3个人拿得和我一样多），与此同时我在心里把9万美元换算成英镑，我开始思考这个数目的意义。从抽象的意义上讲，我的所得大大超出了我的所值。它远远超过了我对社会的贡献。天哪，如果把社会贡献作为衡量收入的尺度，那么到年底我还要倒找给社会才算公平。我比我父亲在26岁时赚得更多，即使在排除通货膨胀因素之后仍然如此，我真的算过。我比自己认识的每一个同龄人都赚得多。哈！我有钱啦！我热爱我的雇主，我的雇主也爱我。我真的很快乐。会谈就在这样的气氛中结束了。

可是这事儿似乎经不起推敲。当我有时间再考虑的时候，我发现自己不那么满意了。奇怪吗？要记住，这可是所罗门兄弟公司。就是这些人用AT&T债券把我的客户干掉了。他们既然能对客户干出这样的事，对我自然也不会客气。我已经为他们干了1年肮脏的工作，只不过才拿

到那么几万美元。从我口袋出去的钞票落在了对我大唱赞歌的家伙手中。他心里比我更清楚，漂亮话不值钱，我也明白这个道理。

最后，我认定自己被人揩油了，我至今仍然认为这个结论无懈可击。我不知道我究竟给所罗门兄弟公司赚了几百万，但是，不管怎么说我的报酬应该都不止9万美元。按我们这家金融寡头的标准，9万美元不过是福利救济金的水平。我觉得自己被骗了，我的愤慨是发自内心的。我还能怎样想？环顾四周，到处是那些没有为公司赚一分钱的人，可他们拿的都比我多。

“在这个行当里，你永远不会觉得自己有钱，”亚历山大听过我的抱怨之后这样讲道，“你所获得的只能是新的相对贫困的境遇。你以为古特弗罗因德会觉得自己有钱？我敢打赌他不会。”亚历山大是个智者。他修习佛学，常以此来解释自己的超然。另一方面，他从培训班毕业已满3年，收入不再受上下限约束，公司刚刚发给他一笔天文数字的奖金，他有资本讲这种漂亮话。

当然，他这番话也确实刻画出所罗门兄弟公司内部乃至任何一个华尔街公司里，所谓成功者的贪得无厌的嘴脸。贪婪可以有各种不同的形式，在某种意义上也许有益于公司的健康。最有害的是那种要求立刻兑现的欲望：短浅的贪婪，没有任何长远的考虑。急功近利的人不会忠诚。1986年，所罗门兄弟公司的人之所以急于立刻兑现就是因为他们眼看公司正在走向灾难。谁知道1987年会出什么事？

奖金发过之后不久，伦敦的交易师和推销员，和纽约拉涅里手下的人一样，开始冲出门外寻找更赚钱的机会。其他公司仍然愿意为所罗门的交易师和推销员付更多的钞票。老资格的职员们对钱看得越重，他们的失落感也就越强。他们可能指望80万美元，结果到手的却只有45万美元。公司年景不好，在奖金分配时也就力不从心，顾此失彼。奇怪的是，虽说公司不赚钱，可人人都觉得自己干得挺好。

我到伦敦之后不过1年，放眼望去，资历比我老的人不超过15人。当初为伦敦分公司的工作节奏定下调子的20位老一点儿的欧洲人（就是他们在每天午餐时喝两瓶啤酒）只剩下3位，其余的都跳槽去了更赚钱的地方。每走一个，公司就会派来几个“基克”，尽管一找到工作老人就跑了，公司的规模仍在扩大。

人手不是问题。到1986年年末，美国大学校园里的那种狂热也开始传到英国来了。连流行的说法也都不差分毫：只有投资银行业值得一干。这年年底，我接到一个电话，邀请我到伦敦经济学院保守党学生会去做演讲。天晓得这是怎么回事，如果说在这个世界上还有什么地方能够阻止成立保守党学生会并且抵挡所罗门兄弟公司的诱惑的话，那就是伦敦经济学院，它一向是左翼思想的温床。

我演讲的主题是债券市场。应该承认的是，这是一个极为枯燥的话题。任何有关债券市场的话题无不冗长而沉闷，出乎意料的是，到场的足有100多人。其间只有一个破衣烂衫坐在后排大口喝啤酒的家伙突然大喊我是一个寄生虫，但他很快就被噤了下去。演讲结束后，我被热情的听众包围了，没有一句不敬的话，他们七嘴八舌问的问题没有一个与债券市场有关。相反，他们想知道的是怎样才能进入所罗门兄弟公司。一位年轻的英国激进分子[16]声称他能报出纽约巨人队的全部首发阵容，因为他听说所罗门兄弟公司的一位高级董事经理是巨人队的球迷（这倒是真的）。还有一个在《经济学家》周刊上看到有报道说，在所罗门兄弟公司里不会有人拍你的后背，他们拿小斧头直接往你的脑袋上砍，这是真的吗？表现自己进取心的最好方法是什么？年轻人真的能发大财吗？值得放弃眼下这种悠闲的生活吗？

在所罗门兄弟公司1987年年中的鼎盛时期，维多利亚广场上足有900人，看上去更像是一家日间看护所，而不是一家全球性公司的旗舰，向来言简意赅的达什·里普洛克有一天环顾四周后说道：“除了董事经理就是小孩子们。”那时我已经听得出他话中的弦外之音了，甚至在他开口之前就猜得到，仿佛我的体内移植了达什·里普洛克解码器。伦敦公司同人的服务资历从平均6年下降到不足两年，平均年龄也从30多岁下降为25岁。

在1987年的早些时候，公司里流传着一句老掉牙的笑话，说我们应该赶快在交易厅的出口处贴上一个条子：最后走的人请别忘记关灯。接着，又有一个新的笑话（至少对我而言如此）传了开来。只不过这回是真的。负责英国政府债券（称为金边债券）的首席交易师提出辞职。伦敦分公司的董事经理们跪下来（夸张的说法）恳求他不要走。他们说，他是一家新兴而脆弱的公司的脊梁骨。他的回答是，我是贪财的脊梁骨，高盛答应给我的报酬比你们的高得多，趁着对方还没有改主意，我得赶紧去。不管怎么说，他只不过是一个提供交易服务的交易师。他们

还能指望他怎么着？他们说，本以为他可以把交易放一放，用心想一想忠诚于公司的重要性。

你猜他怎么说？他说：“如果你们要的是死心塌地的奴才，雇一条哈巴狗好了。”

[16]此处指伦敦经济学院学生。——译者注

第十章 怎样才能让你更快乐？

德崇大逃亡就像动脉出血一样无法遏止，这丝毫不令人感到奇怪。有关在迈克尔·米尔肯手下干活儿所获得的奇迹般收入的传闻返回到所罗门兄弟公司，令我们怦然心动。

我们落入了一种僵化的生存模式里边。每个月的月初都要对本小组的表现进行分析，每周举行一次公司会议，每天还要给可能影响你命运的人打几通电话。达什·里普洛克每天比我早到至少1个小时，他一直担心，如果哪天老板找他时他不在，年终奖金就会受影响。他大错特错了。老板们关心的是我们从客户身上榨出多少钱，而不是我们花多少时间去榨客户。可以想象，达什对于我竟敢在7点45分之后才来上班十分不解，有时他会在喇叭里公告我的到来：“女士们，先生们，我十分荣幸地宣布迈克尔·刘易斯先生来上班了。让我们致以热烈的欢迎。”

接下来我们会陷入一场意识流式的对话。所谈的无非是他的前景，怎样从市场上捞钱，所罗门兄弟公司的命运，或怎样调教分在我们手下的3个“基克”，我们两个絮絮叨叨，活像一对老妈子。这就是交易厅里的典型社交性谈话的内容。

达什：今天在索斯比拍卖公司看到一幅画，打算买下来。

我：你这套衣服哪儿买的？

达什：日元汇价走势如何？

我：能把你那本《大西洋月刊》借我看看吗？

达什：我在香港买的，花了400美元，在这儿要卖800美元呢。

我：谁画的？

达什：哦，不过最好还是撤出来，要不然你就死定了。

我：年底他们还会发钱吗？

达什：迈克尔，什么时候你见他们在年底发过钱。

在第二年里的一天，也就是1987年9月24日晚些时候，这个模式被意外地打破了。事情发生的时候，达什还像往常一样缩成一团挤在他的桌子底下，我坐在一边等他从自己的窝里重新露头好告诉他又一个有关Ronbo总裁的无聊笑话。但是我再也没有等到这个机会，就在这时有人大喊道：“这回轮到我们自己了。”

达什的手指头还塞在耳朵眼里，全神贯注于卖他的债券，根本没有听到那声叫喊。我把视线转向新闻显示屏。如果有什么激动人心的消息公布出来，别人还在不敢相信地擦眼睛的时候，就是我采取行动的最佳时机。屏幕上打出了一条消息，罗纳德·O. 佩雷尔曼，身高5英尺4英寸，纽约著名闲话专栏作家的丈夫，臭名昭著的企业袭击者[17]，他刚刚夺取了化妆品企业露华浓公司的控制权，现在又在市场上出价收购大宗所罗门兄弟公司股票。他的资金后盾是德崇证券公司，而咨询顾问则是第一波士顿的约瑟夫·佩雷拉和布鲁斯·沃瑟斯坦。华尔街掉转枪口冲自己开火，这还是破天荒第一遭。

瞬间之后，我的电话板仿佛变成了落基山区的晴朗夜空，上面所有的灯全都像星星一样闪了起来。客户们争相把电话打进来，公开表示他们对本公司即将遭受毫无心肝的捕食者的攻击和肢解的命运表示同情。他们的关心当然都是空洞的。他们只想看热闹，踮起脚，伸长脖子，就像一群围在事故现场的人，盯着拧成麻花的金属残骸和吓得发抖的肇事者。相当一部分客户心里想的是，庞大的所罗门兄弟公司终于恶贯满盈，碰上了更庞大和更邪恶的力量。可笑的是，攻击居然来自一家女性用品供应商。我的那位法国客户聪明透顶，没有表达丝毫的同情心。“用不了多久，每卖出100万美元债券你们公司就会附赠免费的口红样品，以后我收的口红会多得送不出去。”他说，然后挂上了电话。

一个口红生产商为什么要收购我们呢？最令人好奇的回答是，这不是他的本意。佩雷尔曼的开价很容易被想象成迈克尔·米尔肯向约翰·古特弗罗因德投掷的一颗仇恨的炸弹，他是佩雷尔曼的真正后台，德崇的垃圾债券之王。米尔肯经常向那些曾经严重伤害过他的人甩出仇恨的炸弹。古特弗罗因德曾经严重地伤害过他。在1985年早期，米尔肯曾经造访本公司，同古特弗罗因德共进早餐。嫌隙起因于古特弗罗因德不肯把米尔肯当作平等的谈判对手。会谈最终演变成了一场比试嗓门的竞赛，米尔肯不得不在公司保安的护送下离开了所罗门大厦。古特弗罗因德随后切断了所罗门兄弟公司同德崇的全部债券交易。

紧接着，德崇证券公司成了证券交易委员会有史以来最大的一宗调查案的主角。所罗门兄弟公司不仅没有出手相助，反而落井下石，一位董事经理给米尔肯的客户寄去了其他三位客户对米尔肯提起司法控诉的文件的复印件（勒索和诈骗的指控）。1987年9月，所罗门兄弟公司和德崇证券公司正是华尔街上的死对头。

米尔肯打了古特弗罗因德一个措手不及。尽管古特弗罗因德抱有世界范围的极大野心，但他毕竟是个地方色彩浓厚的内向之人。这可以解释，为什么在他的心目中，管理他伦敦分公司的人选理所当然美国人。我们不是商人，没有抓住机会趁自己有财力的时候搞多元化。实际上，除了债券交易，别的我们简直一窍不通。在所罗门兄弟公司里，没有人创办过真正意义上的新业务。只有刘易斯拉涅里是个例外，而他最终也被自己惹出的麻烦葬送了。另一方面，米尔肯的业务在性质上同我们的极为接近，他的目标是篡夺所罗门在债券市场上的地位。

“不管古特弗罗因德嘴上怎么讲，”一位比我更接近古特弗罗因德的同事讲道，“他内心的想法始终没有变，如果说有哪家公司有能力打败所罗门兄弟公司，夺取我们在市场上的特权，那就是德崇。他从不畏惧摩根士丹利的上流银行家，因为他认为我们在这方面的竞争优势是毋庸置疑的。但是德崇却像我们一样坚强。而亨利（考夫曼）已经预言，美国公司的信用质量将出现一个长期的下降过程，他们不顾一切地发行垃圾债券，这意味着我们的客户基础正在倒向德崇。”

问题不仅限于我们的客户。我们的雇员也在以惊人的速度逃向德崇。至少有一打前所罗门兄弟公司的交易师和销售人员加入了米尔肯设在贝弗利山的垃圾债券交易厅，成为85名成员中的一个，而在纽约为德崇工作的人为数更多。每隔1个月左右，就会有1名交易师、推销员或研究分析师走出所罗门兄弟公司纽约交易厅，报告管理层他将前往德崇，所罗门兄弟公司的反应是什么呢？“如果你老老实实地报告，”一位已经离开的职员说，“你连交易厅都回不去，他们甚至不让你回去取自己的外套。”

* * *

德崇大逃亡就像动脉出血一样无法遏止，这丝毫不令人感到奇怪。有关在迈克尔·米尔肯手下干活儿所获得的奇迹般收入的传闻返回到所罗门兄弟公司，令我们怦然心动。1986年，一位所罗门兄弟公司的中层经

理离开这里去了贝弗利山的米尔肯公司。干到第三个月的时候，他发现在他的周薪表上出现了额外的几十万美元。他知道还不到发奖金的时候，以为德崇的财务部门弄错了。他把这事告诉了米尔肯。

“不，”米尔肯说，“我们没有弄错。我们只想让你知道我们对你做的工作有多满意。”

另一位前所罗门兄弟公司职员也讲述了他在迈克尔·米尔肯那里领取第一份奖金的故事。他本来已经习惯于所罗门兄弟公司的奖金分配制度了。在这个制度下，他拿到的奖金很少有比自己预想的多的情况。想不到在米尔肯那里，单他的奖金一项就比约翰·古特弗罗因德付给他的全部报酬还要多。他坐在自己的椅子上，一时缓不过神儿来，就像电视剧《百万富翁》（*The Millionaire*）里面的角色。有人刚刚付给他足以使他今后不必工作的大笔钞票，而他本人则一片茫然，不知如何是好。米尔肯看着他，接着问道：“你快乐吗？”这位前所罗门雇员点点头，米尔肯身体往前倾，问道：“怎样才能令你更快乐？”

米尔肯手下的人被淹没在钱海里，传奇般的经历让我们许多人耳热眼红，只盼着下一个电话是米尔肯打来的。米尔肯的行事方式在他的贝弗利山交易厅中唤起了手下人的忠诚，有时米尔肯看上去就像在搞个人崇拜。“我将这一切全都归功于一个人，”一位德崇证券公司的职员这样对作家康妮·布鲁克说，“我们全都成了没有灵魂的人，迈克夺走了我们身上的自我。”每一个自我都是有价格的。一位以前参加过培训班的学员后来去了米尔肯的公司，他告诉我，在贝弗利山交易厅里上班的85人中，“有20~30人值1000万美元或更多，有5~6人的身家超过了1亿美元。”每当报纸上估测出米尔肯公司的工资单，其数额之低总会让整个德崇贝弗利公司里的人笑出声来。我的朋友，还有别的了解米尔肯的人告诉我，米尔肯的身价超过了10亿。不过，你可以打赌他更喜欢哪个，是赚10亿美元还是旁观他手上最大的客户——罗纳德·佩雷尔曼袭击所罗门兄弟公司时约翰·古特弗罗因德的狼狈样。“我认识迈克，也喜欢他，”刘易斯·拉涅里说，他两个月前刚被古特弗罗因德炒掉，“他的格言是：从不背叛朋友，决不宽恕敌人。”

另一种观点则将佩雷尔曼的收购企图视为所罗门兄弟公司管理失误的报应。尽管没有任何人前来征求我们的意见，达什和我还是认为，公司被收购也许不是什么坏事。我们了解罗纳德·佩雷尔曼，口红大亨，一个虚张声势的流氓，无赖，他根本不懂应该怎样管理投资银行。但我们

也知道，如果能够打败古特弗罗因德，他要做的第一件事必定是将公司视为一个企业，而不是王国，来进行检查，这也许意味着会有一种新的令人振奋的经营方式将被引入所罗门兄弟公司。毫无疑问，许多公司收购都是丑闻迭出、令人厌恶的。袭击者声称他们要赶走懒惰、愚蠢的经理，而他们的真实意图却是攫取公司的财产。但收购我们公司却是例外，似乎纯属热心之举。我们的财产就是我们的员工，我们没有土地，没有过度膨胀的养老金计划，没有品牌。所罗门兄弟公司是一个没有多少油水的靶子。我们的管理层活该遭此报应。

在华尔街上，唯一比所罗门兄弟公司从前提出的计划更糟的就是它自己为未来数月所做的计划。我们的脑子和脾气就像一个机械的出租车司机：要么踩油门，要么踩刹车。我们不懂得中庸之道，也不懂得怎样做决定。当我们发现纽约办公室地方不够大的时候，我们会像普通人那样马上走出去在这条街上再找一家更大的办公室吗？不会。我们要自己建，同哥伦布转盘广场的不动产开发商莫特·朱克曼合作，兴建曼哈顿地区有史以来最大和最奢侈的不动产工程。苏珊·古特弗罗因德订购了一盒子玻璃烟灰缸，那座未来大厦的设计图就印在烟灰缸底部。后来，我们不得不以亏损1.07亿美元为代价将这个项目顶了出去，烟灰缸则由她继续保存。

我们还曾一意孤行，谋求争夺全球性的主宰地位，在伦敦的一家地铁站上面建起了世界上最大的交易厅。如今它已经成了光荣失败的标记，还要等待重修，亏损估计高达1亿美元。英国报纸在提到我们时刻薄地称“熏黑了的所罗门”。我们创办了庞大而无所不能的抵押债券交易部，但我们却任由其中一半的人才流向别处，剩下的一半则被开除殆尽。拉涅里和他在市场上的垄断地位全都一去不复返了，公司损失超过几亿美元。我们任由世界上野心最大之辈在第41层争权夺利。如今，纽约总部在自相残杀的局面里挣扎，大错业已铸成，其代价也许将是公司所有权的易手。不进则退，不买则卖，不上则下。只有求变，才能求生存。

还要指出一点，迄今为止我们最大的失误不在于我们所做的业务，而在于被我们忽略的业务。千万不要以为在1987年投资银行已经不再是一个赚钱的行当了，相反，它比以往任何时候都赚钱。打开任何一张报纸，你总会发现诸如投资银行家在短短几周的工作时间里收获5000万美元的报道。这么多年来头一遭，别的公司，而不是所罗门，开始在债券

市场上赚钱了。富有讽刺意味的是，新的赢家恰好就是那些在佩雷尔曼收购行动中为他做后盾的家伙：米尔肯、沃瑟斯坦和佩雷拉。由于迈克尔·米尔肯的天才运作，德崇已经取代我们成了1986年华尔街上最赚钱的投资银行。它当年的总收入为40亿美元，净利5.455亿美元，超过了所罗门兄弟公司最好的年份。

德崇赚钱靠的是垃圾债券，这对我们的刺激尤甚。我们一向被视为华尔街的债券交易商，而如今，我们在这一方面的才能却日见愚钝，因为管理层未能预见到垃圾债券的重要性。他们认为垃圾债券的命运将如过眼烟云一般。这次走眼肯定是他们一生里代价最高的一次：我们不仅错过了一场美国公司革命，一次令人眩晕的华尔街免费大宴，而且直接导致公司陷入被收购的危险处境。这一切应当引起人们的深思，我就是其中的一个。

* * *

垃圾债券是指，根据两家著名的债券评级机构穆迪和标准普尔的评定结果，属于可能无法偿付类别的公司债券。“垃圾”是一种独断的但非常重要的特征。债券的信用等级按照一个长长的序列展开，IBM的优质债券在一头，贝鲁特的一家棉花交易公司在另一头，其中必定有某处断裂点。从那一点开始，一家公司的债券从投资的对象转变成纯粹的赌博工具。垃圾债券毫无疑问是20世纪80年代最受争议的金融工具，而且时常见诸报章。

应该强调指出，它们并不是什么新事物。公司也像普通人一样，当它们手头没有现金但又想买下某些东西的时候，它们就要借钱。它们之所以借钱还因为，至少在美国，这是为公司融资的最有效的手段，同时债券的利息支付可以免税。境况不佳的公司更是一心一意想借钱。20世纪初的那些强盗大亨们[18]就是坐在成堆的债券上发达起来的。那时的投资人像着了迷一样地借款给这些人。但是，同今天的投资人的疯狂相比，他们当年的狂热简直不值一提。在20世纪80年代，真正令人眼界大开的是垃圾债券市场的规模，是大批深陷其中的公司的阵势，还有借钱给这些公司甘愿让他们的本金（也许还有他们的原则）冒此风险的投资人数之众。

德崇的迈克尔·米尔肯一手开创了 this 市场，他说服了投资者，让他们相信垃圾债券是一个有利可图的赌博工具，其手法与当年刘易斯·拉涅

里说服投资者购买抵押债券时如出一辙。从70年代末到80年代初，米尔肯奔走于全美各地，在各式各样的场所向人们灌输他的想法，直到他们听进去为止。拉涅里的抵押债券和米尔肯的垃圾债券的出现，第一次使那些从前被认为没资格筹资的个人和公司获得了融资工具。或者换个说法，新债券的出现第一次让投资者获得了借钱给房屋所有者和信用不佳的公司的可能。投资者出借越多，其他人欠的也就越多。由此而造成的债务杠杆成了我们这个金融时代最显著的特征。

在《预言家的水晶球》（*The Precator's Ball*）一书里，康妮·布拉克揭露了德崇证券公司垃圾债券部的发迹史（据说米尔肯试图贿赂作者不要出版此书）。故事从1970年讲起，当时迈克尔·米尔肯还在宾夕法尼亚大学沃顿金融学院里研究债券。在沃顿，他认真地研究了“堕落天使”，即目前已陷入困境的蓝筹股公司过去发行的债券。“堕落天使”是那个年代里唯一的一种垃圾债券。米尔肯发现，即使考虑了它们所承载的额外风险，它们还是卖得比当今蓝筹股公司的债券便宜。根据米尔肯的分析，由“堕落天使”组成的证券组合的表现总是胜过由蓝筹债券组成的证券组合。这中间自然是有道理的：投资者因为谨慎的考虑而将“堕落天使”过度贬值。这是一个简单而又极不寻常的发现。同亚历山大一样，米尔肯注意到投资者为表面现象所蒙蔽，也就是说，这种现状为头脑清醒的交易师打开了一扇机会之窗。凭着牧羊人式的直觉，米尔肯为金钱世界中的革命打下了基础。

同年，米尔肯开始了自己的职业生涯，最初是在德崇的后台干。接着，他想方设法进了交易厅，成了一名债券交易师。他戴着一头假发，甚至连他的朋友也说一眼就看得出来，而他的对手们则说他整天在脑袋上顶着一只死老鼠。在米尔肯和拉涅里之间存在着惊人的相似。像拉涅里一样，米尔肯既没有教养，又缺乏机智，但却总是信心十足。他从不在意与他的同事不合群之事。在开创垃圾债券市场时，米尔肯一直坐在交易厅的角落里，忍受着这样自我放逐的局面，直到他赚的钱帮他升到老板的位子上。他还建立了一支忠于自己的队伍，这一点也同拉涅里一样。

米尔肯的忘我投入同拉涅里相比毫不逊色。“迈克尔的苦恼在于，他就是没有那份耐心，听不进别人的话，”一位离职的德崇证券经理这样告诉布拉克，“他自大到了极点。他总以为自己已经把某个问题给彻底解决了，只管向前而不顾他人的反应。他在委员会里毫无用处，在任何

可以称为集体决策的场合下都是害群之马。他只关心事实真相，毫不顾及别人的感受。如果迈克当初没有走进证券这一行，他可能会去发动一场宗教复兴运动。”

米尔肯是犹太人，而德崇，在他加入的时候是一家老式的WASP投资银行，那里有一种他所说的敌视闪米特人的味道。米尔肯觉得自己在公司里是外人，而这一点却正合他的口味。在1979年，如果要打赌猜出在未来10年里谁将成为金融界革命性的人物，那么最好从符合下列条件的人群中去找：打探华尔街寂寂无闻的角落；抹去刚刚出现在布鲁克兄弟公司名录上的人，那些属于或自称属于经理俱乐部的人，再除去出身于WASP好人家的人。（在剩下的人里面不仅有米尔肯和拉涅里，还有第一波士顿的约瑟夫·佩雷拉和布鲁斯·沃瑟斯坦，他们是公司收购业务的领头人，更为凑巧的是，他们是资助佩雷尔曼收购所罗门兄弟公司的另外两个核心人物。）

然而，相似之处也只是到此为止。与拉涅里不同，迈克尔·米尔肯对自己的公司有全面的控制能力。他把垃圾债券的业务从纽约迁到贝弗利山，而且最终把自己的报酬涨到了5.5亿美元一年，比拉涅里在极盛年份挣的钱多18倍。当米尔肯开设Wilshire Boulevard分公司（属于他个人所有）时，为了让别人知道在这里谁说了算，他把自己的名字，而不是德崇几个字钉在门上。他还在自己的公司创造出了一种迥异于所罗门兄弟公司的工作气氛：在那里，成功是严格地根据你所完成的交易的数量来衡量的，既不看手下的人数，也不看你是否在董事会里有一个席位，更不看你在闲话栏里的曝光率。

* * *

要想指出是哪些品质使某个人具备了改变多年形成的传统（全世界都很习惯，唯独被他发现了其中的不合理）的能力，这从来都是一项吃力不讨好的差使。在米尔肯身上，这种困难尤其明显。在事业之外，他的私生活几乎从未被曝光过，想为他作传的人几乎无从发现其性格上的特点。我自己的看法是，在米尔肯的上升时期，他将两种毫不相关的品质集于一身，从而为他的成功奠定了基础。这两种品质绝不可能并存于20世纪80年代的所罗门兄弟公司。米尔肯不仅拥有新的债券交易技巧，而且对自己的信念富于韧性。他有一种专注的能力。

正是在这一点上，米尔肯表现出了自己的优势。缺乏集中精神的能

力，彻底丧失聚焦于某一目标的能力，这是交易厅里的通病。达什·里普洛克在这方面就是一个出色而又典型的例子。他的情绪就像音乐一样起伏跌宕。比如说，达什有时也会陷入闷闷不乐的情绪。这通常是在他的业务量遭遇挫折的时候，他把电话往下一摔，接着就滔滔不绝地对我讲起他打算有一天退出投资银行界，回去上学。他会在图书馆里埋头钻研上几年，然后当个历史学教授。把达什关起来让他冥思苦想，哪怕只是5分钟，这种想法在我看来也是不大现实的。当我把自己的想法解释给他听的时候，他已经不想听了，因为他开始厌倦这个话题，不想再谈了。他会说：“我的意思不是说我会放下手里的工作马上去念书，我是在说在我35岁，并且在银行里有了一笔存款之后的打算。”好像在经过多年债券市场的浸泡之后，区区几百万美元就能让他满足似的。

经过3年的债券销售生涯之后，达什已经不可能再享有心灵上的宁静了，情绪也越来越反复无常。经常刚刚还是暴风骤雨（他会警告别的交易师，“别惹我，我心里烦透了”），转眼间他自己已经忘得一干二净了。有时他的情绪恶劣到极点，但不知怎么的，他卖掉几个亿的政府债券后，心情立刻又好起来了。“耶！”他喊着，手里挥舞着一张销售记录单，“他们爱我。我要抽打他们，牵着他们的鼻子走……耶……”绝大多数情况下他满脑子里想的都是下一桩交易。他的生活就是对成交的无尽追求。

反过来看迈克尔·米尔肯，他的起步与达什并不相同，但他却把自己的精力放在开创一项事业而不是无休止的成交记录上。他愿意将自己的视线从荧光屏上闪烁的数字上移开一会儿，冷静而彻底地思考未来几年的前景。某家微芯片公司是否有可能继续经营20年，按时支付半年一付的利息？美国钢铁业还能保存下来吗？以何种形式？德崇那时的首席执行官弗雷德·约瑟夫在听了米尔肯关于公司金融问题的看法之后，说他是“全国最了解信贷的人”。这样，作为交易的副产品，米尔肯开始了解公司是怎么回事。

* * *

公司服务向来是商业银行家、投资银行里的公司金融部和股权部的“独食”。它们从来都不是债券交易师思考的对象。我前面讲过，在所罗门兄弟公司，股权部被排挤到房间的角落里。在许多债券交易商的心目中，公司金融家不过是行政助理，他们给公司金融部起的外号叫作复印机团队。就算有人曾经在思想上达到米尔肯的水平，也始终没有一个

人敢挺身一试。这是一个奇耻大辱，我们对自己嘴边的肥肉视而不见。

米尔肯用债券交易师的眼光对美国公司的价值进行了彻底的重估。他完成了两项观察。首先，许多大型的、看上去很可靠的公司以优惠利率从银行借钱。他们的信用别无出路，唯有下降一途。那么，为什么还要混在人堆里抢着借钱给他们呢？这于理不通。从交易的角度来看，简直是愚蠢：上升机会渺茫，下跌则深不见底。多少曾经被视为公司活力典范的企业最终走向破产。世界上根本就不存在什么无风险贷款。一旦该产业的基础垮掉了，多么了不起的大企业也要跟着完蛋。美国钢铁工业就是最好的例证。

其次，在目前的形势之下，有两类企业很难说服厌恶风险的商业银行家和投资经理向他们借钱：小型的新公司和出了问题的大型老企业。投资经理们依赖债券评级机构告诉他们哪些债券是安全的（或者不如说以此对他们的投资表示肯定，使他们避免背上不够谨慎的名声）。但是，信用评级机构也和商业银行一样，它们发表意见时所依赖的几乎是过去的资料——公司资产负债表和以往的记录。分析的结论取决于程序而不是分析师本人的智慧。无论对哪家企业，摇摇欲坠的老企业也好，羽翼未丰的新企业也罢，这都是一种蹩脚的评估手段。如果能够根据对其管理层能力的主观判断，再加上对该行业潜力的预测来做投资决策，就一定能够胜人一筹。把钱借给一家像MCI这样的公司应该说是一种极为出色的冒险——前提是你要预见到竞争性长途电信服务的未来和MCI管理层的能力。借钱给克莱斯勒公司，索取敲诈性的高利率，这也不失为一种精明的赌注，只要该公司有足够的现金流来支付利息。

米尔肯经常为商学院的学生讲课。在这种场合下，为了追求戏剧性的效果，他常常向听众证明，要想让一家大型企业破产可不是件简单的事情。对一家大型企业的存活更感兴趣的力量要远远超过希望它毁掉的力量。他曾经设计如下的假设情境启发学生的思考。第一，让我们把一家大工厂建在地震带上；第二，用削减员工工资同时却大幅度提高经理待遇的方法来激怒工会；第三，让我们假设有一家濒于破产的公司做我们的供应商，它负责供应我们公司生产线上不可替代的基本材料；第四，就在政府打算为我们担保以帮助公司摆脱困境的时候，我们却向几个不体面的外国官员行贿，而且东窗事发了。接着，米尔肯会总结道，这刚好就是20世纪70年代末洛克希德公司的处境。米尔肯在洛克希德公司眼看就要破产的时候买入该公司的股票，当洛克希德在外力帮助下幸

免于难之后，米尔肯发了一笔小财，其手法与亚历山大当年在人人都不看好农场信贷公司的情况下买入该公司债券如出一辙。

在此，米尔肯所要表达的意思无非是说，整个美国的信用评级体系存在着缺陷。它是面向过去而不是面向未来的，何况还要受累于虚伪的谨慎动机。米尔肯堵上了这个体系里的漏洞。他置《财富》100强企业于不顾，却格外看好没有信用等级的那些公司。为了补偿贷款人的高风险，垃圾债券的利率通常比较高，有时竟会比蓝筹公司的债券利率高出4或5个甚至6个百分点。如果借款人赚到足够的钱提前偿付债券，他们还会向贷款人支付额外的大笔费用。因此，一旦这种公司赚了钱，它们的垃圾债券就会一飞冲天，让持有人大赚一把。而如果这家公司亏了钱，它的垃圾债券就一落千丈，大家都认为将会发生违约拖欠。简言之，垃圾债券的表现很像是股权或股票，而不像老式的公司债券。

讲到此处，不能不提一提米尔肯在市场上的一个藏得严严实实的惊人秘密。由于德崇证券公司同各家发债企业的密切关系，它的研究部门得以获得像所罗门兄弟公司这样的投资银行所无法获得的公司内部的原始资料。也就是说，当米尔肯在交易垃圾债券时，他手上掌握着内幕消息。现在我们都已经知道，根据内幕消息炒股是违法的，胆大妄为的德崇前客户伊万·波斯基银铛入狱就是铁证。但是，法律却从未在债券交易方面做此规定。（当年法律颁布的时候，谁会想到有一天会冒出这么多活像股票一样的债券？）

在所罗门兄弟公司债券交易师的心目中（回想一下实习生对达拉斯股权部的鄙夷），债券是债券，股权是股权，井水不犯河水。而在德崇证券公司债券交易师眼里，两者之间的界限却是一捅就破。对一个摇摇欲坠的企业而言，债主就是上帝。如果企业不能按时支付利息，债主有权取消抵押品赎回权，清算公司资产。关于这一点，迈克尔·米尔肯在向美国快捷公司事实上的东家麦舒拉姆·瑞克利斯解释时说得简洁得多，那是在20世纪70年代末的一次早餐会上。米尔肯宣称，是德崇和它的客户，而不是瑞克利斯，控制着美国快捷这家企业。“这怎么可能呢，我可能是持有40%股权的东家啊？”瑞克利斯不解地问道。

“我们手上握有你们公司1亿美元的债券，”米尔肯说，“只要有一次你没付利息，我们就能把整个公司拿走。”

这些话对每一位债券推销员的良心都是一个安慰。像我一样，债券

推销员们早就厌烦了同公司借款人狼狈为奸捉弄投资人的勾当。“只要有一次你没付利息，我们就能把整个公司拿走。”达什里普洛克讲道，“迈克尔·米尔肯把这行生意弄了个底儿朝天。他站在投资人的立场上摆布公司借款人。”借款人饱受压榨，他们求助无门，只能来找米尔肯弄钱。米尔肯的能耐在于找到愿意借钱的人。贷款人同米尔肯一道想方设法弄钱。米尔肯为他们提供的方案的要点是：建立一个巨大的垃圾债券投资组合，哪怕其中有一小部分打了水漂也没有关系，赢家获得的高额回报足以补偿损失并且获利。米尔肯告诉机构投资者，德崇打算在企业身上下注。来吧，一起干。投资于美国的未来，那些小型但高速成长的企业，正是它们使美国变得伟大。这是一种民粹派的口号。早期投资于垃圾债券的人，就像投资于抵押债券的先驱们一样，能够坐享名利双收的快乐。“你应该听听迈克每年在贝弗利山垃圾债券讲座上的发言（由于像罗纳德·佩雷尔曼这类野兽的光临，这个讲座被称为食肉动物的舞会），”一位德崇纽约公司的经理这样讲道，“你会激动得热泪盈眶。”

* * *

在米尔肯的煽动之下投入垃圾债券的资金究竟有多少？没有人说得清。许多投资者干脆把自己的证券组合交给他来打理。例如，哥伦比亚储贷协会的汤姆·施皮格尔在听了米尔肯的说辞之后，将自己的资产负债表从3.7亿膨胀到104亿美元，其中大多数是垃圾债券。一家本意是为购房提供贷款的公司可以轻而易举地获得数十亿美元储蓄存款，转手就把这笔钱投入垃圾债券。1981年以前，储贷协会差不多只有把钱贷给购房者一条路。因为储蓄存款受联邦政府保险，从而让储贷协会的经理们获得廉价的资金，而它的投资则受到当局的严格限制。1981年，储贷协会开始陷入麻烦，美国国会决定放手让储贷协会自行寻找出路。允许它们投资于垃圾债券，尽管明知道这无异于拿政府的钱去赌博。施皮格尔还从垃圾债券投资利润中拿出一小部分在电视台做广告：不管别人怎么说，不要理它，哥伦比亚储贷协会要多谨慎有多谨慎。一个穿蓝套装的小人在柱状图上一级一级往上跳，以此来证明哥伦比亚公司资产增长有多快。

到了1986年，哥伦比亚储贷协会已经成了德崇最大的客户。汤姆·施皮格尔的年薪涨到1000万美元，在全美3264家储贷机构中位居榜首。施皮格尔在本行业内被公认为天才，成为人们纷纷效仿的对象。“全国不知道有多少家小型储贷机构投资于垃圾债券。”一位从前培训班里的学员

一面激动地搓手，一面讲道。他在1987年年中离开所罗门兄弟公司，就像许多所罗门从前的债券专家一样，他加入了迈克尔·米尔肯在贝弗利山的交易厅。

考察一下所罗门兄弟公司为什么没有在20世纪80年代初期垃圾债券市场刚刚开放的时候参与其中，或者，何以该公司此后在这一领域中默默无闻、未有建树？结论令人啼笑皆非。正如前文所述，整个储贷行业已成了刘易斯·拉涅里手中俯首帖耳的客户。如果所罗门兄弟公司也开始涉足大宗的垃圾债券交易，那么，公司债券部的头头比尔·佛特就会要求对储贷行业的平等准入权。拉涅里担心丧失自己对所罗门兄弟公司储贷机构客户的独占权，他想出了各种各样的办法来打击佛特创办的弱小的、羽翼未丰的垃圾债券部。

1984年，只有两名成员的垃圾债券部在所罗门兄弟公司的一次讲座上向数百名储贷协会经理介绍了他们的业务。这场演讲是应抵押部的邀请而进行的。但是，在长达3小时的报告结束之后，拉涅里站起来做总结性发言。客户们仔细地倾听他的话，唯恐漏掉一个字。正如我在前面所讲述的，在他们眼里，拉涅里就是救世主。“有两件事是你们绝不可以去做的，”拉涅里说，“其中的第一件就是购买垃圾债券。因为垃圾债券是极其危险的。”当然，也可能他真的这样认为。但是，储贷协会的经理们最终还是没有听进去他的话。他这样做的结果只不过是贬低了所罗门的垃圾债券部，把客户推向了德崇的怀抱。当着这样一批重要客户的面遭到公开的羞辱，比尔·佛特的手下气得脸色铁青。“就好像有人请你赴宴，到了那儿你才发现，原来自己就是下酒的冷菜。”一位前所罗门垃圾债券交易师回忆道。

还是这个二人垃圾债券部专家组合，他们花了6个月时间走遍全美国向各家储贷协会的经理们游说。“报告棒极了，我们获得了热情的回应。奇怪的是，就是不见客户打电话来。”一位前所罗门垃圾债券专家说。他们本以为，路演之后，要求购买垃圾债券的指令将会随之而来。但是，没有一家储贷协会给他们打电话做业务。“后来我们才知道这是为什么，而此时二人组中的一个人便离开所罗门兄弟公司到德崇为米尔肯效力，”这个专家接着讲，“客户告诉他，拉涅里手下的一名推销员紧跟着他们到各家储贷协会去，叫他们不要相信我们的话。”由此也可以看出41层是多么缺乏强有力的领导，否则抵押部绝不敢玩这样的小动作。不过，这不正是我们公司的真实状况吗？

岁月在内耗中蹉跎。与此同时，新的市场却出现了爆炸性的增长。米尔肯大获成功的标志之一即是新的垃圾债券的发行。从70年代的几乎一无所有，到1981年的8.39亿美元，到1985年的85亿美元，再到1987年的120亿美元。如今，垃圾债券已经占到全部公司债券市场的25%。根据IDD信息服务公司的统计，从1980年到1987年，总共有530亿美元垃圾债券流入市场。当然，这还只是一部分市场，因为它没有统计价值数十亿美元的新的、人造的“堕落天使”。米尔肯设计出一种方法，即杠杆收购，将最可靠的公司债券转变为垃圾债券。

到1985年，迈克尔·米尔肯已经吸收了数百亿美元资金进入他的新开发的投机市场中。他现在的的问题是，把这些钱投向哪里？这个难题想必曾令他尴尬不已。到哪儿去找那么多值得投资的小型成长性公司或老式的“堕落天使”呢？手里攥着大把现金，他必须创造出新的垃圾债券来满足客户的需要。他的初始前提“垃圾债券之所以便宜是因为投资人没有胆量购买”，早就不复存在了。需求已经超过了自然的供应。巨额资金从全美各地涌来，涌向高风险的投资，其势头锐不可当。正是在这样的背景下，米尔肯和他的德崇同事们想出了一步损招：他们可以用垃圾债券融资，来收购定价过低的公司。做法很简单，以这些公司的资产为抵押发行垃圾债券（其原理同房屋抵押贷款如出一辙，房产本身就是贷款的抵押）。大型企业的收购活动意味着将会出现高达几十亿美元的垃圾债券市场。因为在此过程中不仅要发行新的垃圾债券，而且由于高度杠杆的使用，从前的蓝筹公司债券也会变成垃圾债券。当然，要想对公司发动收购袭击，米尔肯还得有几个打手。

入侵公司董事会是一桩令人激动的新鲜事，对那些略有商业经验而又急于致富的人极有吸引力。米尔肯帮助几乎每一个稍有名气的公司袭击者融资实现其梦想：罗纳德·佩雷尔曼、布恩·皮肯斯、卡尔·伊卡恩、欧文·雅各布、詹姆斯·戈德史密斯爵士、纳尔逊·佩尔兹、萨缪尔·海曼、索尔·斯坦伯格和埃舍尔·埃德尔曼。“如果不能通过继承得到，那么只好借钱买下它。”其中一位这样说。这些人中的绝大多数通过德崇发售垃圾债券筹集资金，袭击那些向来被视为坚不可摧的堡垒。他们瞄准的猎物包括：露华浓、菲利普斯石油、尤尼科、美国环球航空公司（TWA）、迪士尼、AFC、泽勒巴赫皇冠（Crown Zellerbach）、国民罐头公司（National Can）等等。这是让人始料不及的大好机会，不要说他们，

就连米尔肯在20世纪70年代想象垃圾债券市场的时候恐怕也绝对想不到他会把整个美国企业界来一番彻底的检修。绝无可能！在他形成自己思想的时代，没有人想到公司的价值会被低估。

在伦敦经济学院上研究生时，我从课堂上学到的一点是，股票市场是一个有效率的市场。从广义上讲，它的意思是说，任何与该公司有关的外部信息都反映在其价格之中，也就是说，它们的价格永远是公平的。这一令人灰心的断言被学生们作为事实接受下来，一连串的研究证实，掌握最充分信息的股票市场经纪人和分析师们在市场上选股的成绩，并不比猴子从帽子里抓名字或把《华尔街日报》钉在墙上向股票栏掷飞镖的选股法来得更好。在这种效率市场理论指导下，我们得出的第一个结论就是，在股票市场上，除非靠内部消息，否则根本没有可靠的致富之路，而米尔肯，还有华尔街上的其他人，则一眼就看出股票市场是一个有效率的市场这一点绝对站不住脚。虽说市场能够很快地消化收益数据，但是总的来说，在估价方面，却是低效率的，不论评估对象是公司所有的一块土地还是它所设立的养老基金。

为什么会出现这样的局面？没有简单的答案可寻，而且在华尔街上也不会有人浪费时间试图做出解释。对于华尔街公司里小型的兼并与收购部门来说，迈克尔·米尔肯是上帝派来的，是他们职业选择的最有力证明。第一波士顿的乔·佩雷拉在1973年设立了兼并与收购部。1978年，布鲁斯·沃瑟斯坦成了他的雇员。在那个年代，开展收购业务“易如反掌”。佩雷拉说：“机会是巨大的，全部埋在土堆下面。资产被低估的公司比比皆是，买家却很少。真正想买这些公司的人却苦于资金短缺而无法遂愿。这时，有人（米尔肯）走过来把土堆踢开，现在任何人，只要手上有一张22美分的印花税票，都可以提出收购建议。”

佩雷拉、沃瑟斯坦，还有其他不计其数的投资银行家从中大发利市，尽管他们并不是德崇证券公司的人。要完成一宗收购，最低限度总要有两名顾问：一个代表袭击者，一个代表他的猎物。德崇不可能把它创造的所有业务来个独家通吃。绝大多数交易里会出现4~5位投资银行家的身影，就像投标一样多家竞价。袭击者仿佛投入池塘一片静水中的石子，他们激起的涟漪波及了全美国的公司。它们开启的程序拥有了自己的生命。经营上市公司的经理们认识到自己公司的资产价值被过分低估，他们开始考虑自己融资从股东手中买回公司的股份（在欧洲被称为管理层收购，简称MBO；而在美国，则称为杠杆收购，简称LBO）。他

们把自己变成了局内人。最后，华尔街上的投资银行家们也加入到此前米尔肯一直在悄悄进行的活动中来，为他们自己在公司中购入大宗股份。资产价格这么便宜，为什么要把钱让给别人来赚？这样一来，收购顾问业务突然间出现了利益冲突，就像我在每天销售债券时面临的问题一样：如果这是一桩有利可图的买卖，银行家们就会把它留给自己；如果这单生意不赚钱，他们就会把它卖给客户。

由此可以看出，这项业务的范围可以有多大。在80年代中期，兼并和收购部在华尔街如雨后春笋般冒出来，犹如数年前债券交易部遍地开花的景象一般。在两者之间存在着一种深层次的金融联系：两者能否成功都在极大程度上取决于投资者从事债券投机的意愿。不仅如此，还要取决于人们借入超出自己偿付能力的资金的意愿。说得更简单些，两者都取决于人们对债券的全新看法。“每个公司里边都有一些无所事事、光拿钱不干活儿的人，”乔·佩雷拉说，“如果让公司背上债务，公司就不得不去减肥。”伊万·波斯基那样干是因为贪婪，而收购专家们则是为了债务。债务对企业有益，债务有助于公司内部优胜劣汰。

在债券交易和收购之间同样还存在一种深刻的行为模式上的联系：两者都受一种新的富于感染力的金融企业家精神所驱使。在老华尔街人的眼中，两者同样可疑。也许有人曾经告诉你，每一宗收购都意味着高度复杂的思维和智慧的投入。他们是在骗你。在华尔街上，收购业务推销员的工作和债券推销员并无多大差别。他们把更多的时间花在策划如何操纵客户上，而不是论证该项目本身是否可行。他们的基本假设就是，凡是能够让他们致富的，必定也是对大家有益处的。收购市场中的典型形象是这样的：26岁，野心勃勃，精力旺盛，受雇于一家大型美国商业银行，满面笑容地打电话。

发动收购的程序简单到了极点——考虑到它对社会、工人、股东和经理层的影响。在纽约或伦敦，一名26岁的年轻人某天夜里玩电脑的时候发现，位于俄勒冈的一家造纸厂定价过低。他把自己的计算结果写在电子邮件里，发往任何可能对纸业、对俄勒冈或者对购买廉价公司哪怕有一点点兴趣的个人或机构。就像一场社交舞会的组织者一样，在他的抽屉里当然会有一份文件，记载哪些客户喜欢什么样的交易。但是在发出收购邀请时，他不会做特别的区分。每个人都可以充任买家，因为人人都可以发行垃圾债券融资。就这样，俄勒冈的造纸厂变成了他人的靶子，而它自己还浑然不觉。

第二天，造纸厂是从《华尔街日报》的《传闻》专栏里才知道自己已经荣幸地被列入收购对象的候选名单。接着，它的股价会出现剧烈的震荡，就像有人被吊在半空里一样。这是因为像伊万·波斯基这样的套利者已经开始买入该公司的股票，他们期望能够立刻转手卖给袭击者获利了结。造纸厂陷入了恐慌，它们赶忙雇了一位投资银行家来保护自己，说不定就是前面那个把他们推下火坑的年轻人。这时，此前尚未染指这项交易的5家投资银行听到了流言，它们各自派出一位26岁的年轻人，开始为造纸厂的可能买家筹划方略。一旦他们找到这样一个买家，这家纸厂就“正式”入戏了。与此同时，另一路由少年精英组成的人马开始检查各自的电脑资料，看看国内是不是还有哪家纸厂也存在定价过低的问题，要不了多久，整个造纸工业就都被摆上了竞卖场。

同这些人在保护或攻击大型企业中所赚到的钱相比，债券交易就像是乞丐的游戏。仅收购业务一项，德崇的净收入就超过了1亿美元。沃瑟斯坦和佩雷拉在1987年为他们的东家第一波士顿创造了3.85亿美元的收入。高盛、摩根士丹利、希尔森-雷曼和其他各家公司都不敢懈怠，纷纷开展了自己的顾问业务。尽管他们之中没有一家拥有所罗门兄弟公司那样的筹资能力，但个个都能赚大钱。所罗门兄弟公司在学习收购业务方面慢了一拍，本身又同垃圾债券市场近乎隔绝，所以在这场淘金热中连半杯羹都没能分到。我们之所以落到这步田地，纯粹是因为龟缩在自己的交易厅里不肯抬头放眼看看外面的世界。我们在各方面都有得天独厚的优越条件，凭着我们同全国贷款大户的关系，我们本来应该成为收购融资业务的领头羊。当然，我们有一个现成的借口。错过了这样一个大好机会，你非得有一个借口来为自己申辩。我们的借口是，垃圾债券是邪恶的。亨利·考夫曼的演讲一场接着一场，力图证明美国公司已经负债过度：垃圾债券狂热总有一天会以毁灭而终结。他说的也许不无道理，但我们肯定不是因此才不去涉足垃圾债券的。我们之所以没有开展垃圾债券承销业务，是因为经理们不懂这些。说得更明白一点，在41层楼上忙于窝里斗的经理们不可能有时间和精力来学习新业务。

约翰·古特弗罗因德可以伪称他之所以不沾这种生意是因为他不赞成它的后果——高度杠杆化的公司。但是，当他在后来的日子里像神风特攻队队员那样一头扎进公司杠杆化的业务中，最终为本公司和一批客户

引来灭顶之灾的时候，一切托词全都不攻自破了（同样无法掩盖的事实是，就在他和亨利·考夫曼极力鼓吹公司严正立场的同时，两人都在私下里为自己的账户购入垃圾债券）。无论如何，不管所罗门兄弟公司愿意也好，不愿意也好，如今每一家公司都成了米尔肯资助的袭击者的潜在目标，包括神圣不可侵犯的所罗门兄弟股份有限公司在内。这是包含在罗纳德·佩雷尔曼收购建议中的最后的讽刺。就因为我们自己不肯参与袭击其他公司并且为袭击者提供融资的勾当，我们遭到了利用垃圾债券筹资收购的袭击。

佩雷尔曼的计划暴露之后不久，古特弗罗因德在公司里做了一次讲话，他说自己一向讨厌恶意的袭击者，绝不会让佩雷尔曼得逞。但是通过这番慷慨激烈的言辞，我们不由得猜想，毕竟我们还是被涮了一把，因为事先没有人得到过任何消息。我们只能从《纽约时报》的詹姆斯·斯特恩戈尔德和《华尔街日报》的记者们撰写的调查报告里获取整个交易的细节。

故事是这样的：不祥的乌云是在9月19日星期六的早晨堆积起来的。古特弗罗因德在寓所接到一个电话，是他的朋友和律师马丁·利普顿打来的。两个月之前，古特弗罗因德就是借用此人的办公室向刘易斯·拉涅里宣布了解雇决定。利普顿听说，所罗门兄弟公司最大的股东Minorco已经找到了一个买主，打算转让它手上所掌握的14%的公司股份。不过，买主究竟是谁，至今还是一个谜。古特弗罗因德一定觉得非常尴尬。他几个月前就听说Minorco打算把自己手上的股份脱手，但迟迟不愿接受这一现实。他犯了一个非常严重的错误，并因此失去了对事情发展的控制。既然古特弗罗因德不积极，而Minorco又不愿再等，它们干脆在华尔街上另找投资银行家。

9月23日，星期三，古特弗罗因德从Minorco总裁那里听到了坏消息，买家原来是露华浓公司。谁都可以看得出来，这是收购计划的第一步。露华浓公司的佩雷尔曼宣称，除了Minorco的股份之外，他还打算再买入所罗门兄弟公司11%的股份，从而令总持股量达到25%，如果佩雷尔曼得手，那么古特弗罗因德将破天荒头一遭失去他在公司里说不二的权力。

古特弗罗因德仓促应战，他四处活动去找一个能代替露华浓买下Minorco手中股份的人。他给自己的朋友沃伦·巴菲特这位精明绝顶的投资人打电话。巴菲特当然愿意在合理的价位之下救古特弗罗因德一命，

古特弗罗因德提出了一个非常优厚的交易条件。巴菲特无须掏钱买下我们的股份，相反，他要巴菲特借钱给我们公司。我们，也就是所罗门兄弟公司，买回自己的股份。为此我们需要大约8.09亿美元。巴菲特说他可以借给我们7亿美元，实际上也就是买下所罗门兄弟公司同等数额的债券。这就足够了，剩下的部分大约为1.09亿美元，古特弗罗因德可以从我们的资本金里抽出来补齐。

全世界的投资者都把嫉妒的目光投向巴菲特，他成功地设下了双活扣。他拿到的证券称为可转换优先债券，利率高达9%，这本身就是一个很高的回报。可是不仅如此，他还可以在直到1996年以前的任何时候以38美元一股的价格将其转换为所罗门兄弟公司的普通股股票。换句话说，在今后的9年里，巴菲特总有机会免费炒作所罗门兄弟公司的股份。如果所罗门兄弟继续走下坡路，巴菲特可以拿到9%的利息而心满意足。如果所罗门兄弟公司起死回生了，巴菲特可以将自己的债券转化为股票，赚的钱就像在低价时高瞻远瞩地买入直至高价才抛出获利一样多。他与罗纳德·佩雷尔曼可不一样，后者打算买下一大宗股份，准备为所罗门兄弟公司的未来发展承担风险，而巴菲特承担的唯一风险只不过是所罗门兄弟公司的破产。

这桩交易产生了两个后果：它保住了古特弗罗因德的职位，但却让我们，或者更确切地讲，是股东付出了一大笔钱。毕竟，最后还是要由我们的股东来为巴菲特付钱。衡量他们损失的最简单的方法就是计算巴菲特手中债券的价值。让我们假设巴菲特付给我们100美元。我认为（非常保守地讲）巴菲特转手就可以按118的价格卖出。这中间的差价，也就是说巴菲特总投资的18%，成了天上掉下来的好事。对巴菲特来说，这笔钱的总数是1.26亿美元。为什么所罗门兄弟公司的股东（还包括雇员），要为一批瞎了眼的经理付款（让我们合理假设，至少有一部分是从我们的奖金中拿出来的），以补偿他们造成的损失，并且挽救他们的职位？这是掠过我们脑际的第一个问题，相信也会是许多董事经理的想法。

古特弗罗因德的回答是，这是为了所罗门兄弟公司的利益。古特弗罗因德在谈到佩雷尔曼的出价时说：“我感到极为震惊。佩雷尔曼在我的意识中只不过是一个名字而已。但是，一个居心不良要当袭击者的人不可能见容于所罗门兄弟公司的组织架构，不会有益于我们同客户的关系，也不可能增进他们的信任。”

除了第一句之外，整段话是一派胡言。先看最后一句。既然我们同客户的关系没有因为一家大股东来自南非而受影响，为什么接受一位令人讨厌的袭击者就不行呢？在这里，我无意将种族隔离主义者和令人讨厌的收购者的道德水平分出个高下，但从最低限度讲，后者绝不会比前者更危险。我们公司甚至可能从讨厌的袭击者身上受益。了解了我们的新背景之后，害怕遭受收购袭击的公司也许会请我们做它们的反收购服务商，就像他们请德崇出谋划策一样。虽然要付这些钱，但却可以免受收购的袭击，其性质类似于保护费。一旦佩雷尔曼成了主要的股东，我们可以肯定至少他（和他的朋友）不会向自己的客户下手。我敢肯定，佩雷尔曼在心里盘算着收购一家投资银行的时候对这种协同收益一定早已了然于心。

到了1987年9月，一个在华尔街上混饭吃的人把罗纳德·佩雷尔曼称为“只不过是一个名字而已”，这简直荒唐透顶。没有人不知道罗纳德·佩雷尔曼是何许人也，上帝做证，我还没进所罗门兄弟公司工作以前就听说过这个人。他从几乎身无分文起家，聚敛了5亿美元的财富。他的发财之道，就是用借来的钱向收购对象发动袭击，赶走不称职的经理。古特弗罗因德当然知道，一旦佩雷尔曼掌握了所罗门兄弟公司，他的好日子也就到头了。就算出于某种奇迹使他忽略了这种可能，当他于9月26日在纽约艾瑟尼广场酒店同佩雷尔曼会面之后，他也很快就理解了这一前景。在41层董事经理的客厅里流传着惊人的谣言，据说布鲁斯·沃瑟斯坦将取代古特弗罗因德。[\[19\]](#)

从当时的情况来看，约翰·古特弗罗因德劝说所罗门兄弟公司董事会向巴菲特——我们的白马王子——支付大笔金钱的策略是极其精明的。从法律上讲，董事会必须考虑股东的利益。9月28日，古特弗罗因德告诉董事会，如果它拒绝巴菲特的方案，而接受佩雷尔曼，那么他（再加上汤姆·斯特劳斯和其他几个人）将辞去现职。“我从未说这是威胁，”古特弗罗因德后来告诉斯特恩戈尔德，“我所说的完全是事实。”

古特弗罗因德的天赋之一，就是能够将自己个人的利益伪装成高尚的原则，在某些特定的情境之下，这两者可能真的难以区分（如果一个投资银行家开始谈论原则，通常他也是在捍卫自己的利益。除非他相信在自己的营地下埋藏了黄金，否则他绝对不会标出一处道德上的高地。这是我在华尔街学到的东西之一）。约翰·古特弗罗因德有可能，甚至很可能对罗纳德·佩雷尔曼的金融策略感到震惊，因为他是一个感性的人，

而他在讲这番话时心中也的确充满了传道士的神圣感。他的话听上去具有惊人的说服力。但毕竟他所冒的风险只是他的职位，他的辞职威胁不会让他失去任何东西，但却可以获得全部的利益。一旦让佩雷尔曼把股份买了去，古特弗罗因德可能连辞职的机会都没有，他会毫不客气地被开除。

在古特弗罗因德的个人经历上，有充分的证据可以证明我们应当以何种态度看待他的辞职请求。几年前，在一个类似的场合，古特弗罗因德也曾提出过类似的动议。在70年代中期召开的一次合伙人会议上，曾经发生过一次奇怪的转换。威廉·西蒙（他在同古特弗罗因德竞争继任比利·所罗门的董事长职位的斗争中不分伯仲）在会议上力陈所罗门兄弟公司合伙人的致富前景（动员他们卖掉自己的股份，把所罗门兄弟公司从合伙公司转变为公众持股的公司）。

比利·所罗门把合伙制看成是公司健康运行的关键和保持员工忠诚的唯一可靠的机制。（“把他们紧密地联系在一起，就像大家庭一样。”比利说道。）西蒙结束讲话后，古特弗罗因德站了起来，勇敢地重复了老板的观点。他说，如果要把公司卖掉，那他还不如辞职算了。他，约翰·古特弗罗因德，将辞去现职，因为所罗门兄弟公司的成败系于它的合伙制。“这是我之所以选择他做继承人的主要原因之一，”威廉·所罗门说道，“因为他说他深深地信奉合伙制。”

可是，一旦大权到手，古特弗罗因德立刻换了一副面孔。1981年10月，在他继位3年之后，他以5.54亿美元的价格将公司出售。卖给商品交易商菲布罗。[\[20\]](#)作为现任董事长，他从这次交易中获利最多，可能高达4000万美元。但在表面上，他的理由却是公司需要资本。威廉·所罗门对此不敢苟同。“公司的资本绰绰有余，”他说，“他的唯利是图已经到了不知羞耻的地步。”（从某种意义上讲，古特弗罗因德正在遭报应。如果所罗门还是一家合伙公司，那就不会有什么收购威胁了。）

不管怎么说，古特弗罗因德的辞职威胁还是达到了他的目的，把董事们的注意力从对当前形势的纯粹经济面分析中转移出来。在这种分析中，佩雷尔曼的优势地位是不容置疑的。古特弗罗因德将话题引向所罗门兄弟公司的社会责任。此外，他们之中的大多数都是古特弗罗因德提拔起来的，也是他的朋友。经过两个小时的考虑，他们决定接受古特弗罗因德的建议。沃伦·巴菲特收获了一桩称心的投资，古特弗罗因德保住了自己的职位，佩雷尔曼则毫发无损。

公司里的一切差不多又恢复了原状，混乱只持续了几周。但是，一个有关所罗门兄弟公司的基本问题却萦绕在我们的心头。我们都知道公司管理不善，问题是，难道说我们的管理已经差到连佩雷尔曼这样的海盗也敢打主意的地步了吗？事实上，在41层楼上的那些家伙们很可能还想到了另一个问题。这些人一向以金钱作为衡量成功的方法，可以想象，他们不仅嫉妒佩雷尔曼，而且嫉妒沃瑟斯坦、佩雷拉和米尔肯，特别是迈克尔·米尔肯。那么41层楼上的人们自然会问：为什么他能赚10个亿而我却不能？

这个问题把我们带入了过去几年间美国金融业发展的核心。是米尔肯，而不是所罗门兄弟完成了这个时代中最大的交易。当然，我在这里指的就是以美国公司为标的的买卖。在从交易债券向交易整个产业的转变过程中，所罗门兄弟公司错失了历史性的机遇。

[17] 此处指恶意收购控制公司的投资者。——译者注

[18] 此处指洛克菲勒、摩根等垄断资本势力。——译者注

[19] 沃瑟斯坦当时是佩雷尔曼的顾问，他是我们的竞争对手第一波士顿的人。人们也许认为，就算佩雷尔曼取胜，他也不大可能离开第一波士顿出掌所罗门兄弟公司。但是，如果你知道沃瑟斯坦在第一波士顿度日如年的处境，你就不会对这一传言感到意外了。1988年1月，沃瑟斯坦辞职开办了自己的公司——沃瑟斯坦和佩雷拉合伙公司。后来我就是在这家公司的办公室里直接向他问起了这一令人难以置信的流言。他是一个强有力的人物，不是那种盯着鞋子看半天才挤出一句话的主儿。但是，在听了我的问题之后，他垂下了眼睛，嗓门也降下好几分贝。接着他回答道：“我不知道这些谣传是从什么时候开始的。它怎么可能是真的呢？收购建议公布的时候，我人还在日本。”嗯，就这样。

[20] 1984年菲布罗的业绩近乎崩溃，而所罗门的表现却十分强劲。古特弗罗因德说服董事会炒掉了菲布罗的首席执行官戴维·滕德勒，权力又回到了他的手上，这样，古特弗罗因德就从子公司所罗门兄弟公司的总裁升为母公司菲布罗-所罗门的首席执行官，此后他又将公司更名为所罗门股份有限公司。

第十一章 阔佬走背字

我的家乡路易斯安那州的前任州长埃德温·爱德华是我最欣赏的无赖之一，他最爱讲的一句话就是：“地狱里最炽热的火焰是留给伪君子的。”可是，上帝啊，我多希望这不是真的。

我的家乡路易斯安那州的前任州长埃德温·爱德华是我最欣赏的无赖之一，他最爱讲的一句话就是：“地狱里最炽热的火焰是留给伪君子的。”可是，上帝啊，我多希望这不是真的。罗纳德·佩雷尔曼发出收购建议后不到两周，有人告诉我，不，是指示我，说垃圾债券已经成了所罗门兄弟公司的“最优级”。政策上的这一转变导致了亨利·考夫曼于1988年年初离开公司。令人吃惊的是，我们居然弄到了一宗待出售的交易。遍布全美的7-eleven连锁店的母公司南方公司，在1987年7月被自己的管理层用借来的49亿美元给买下了。所罗门兄弟公司和高盛公司为此拓展了一项短期贷款，这种贷款被称为过桥贷款（bridge loan）。过桥贷款都是一样的，必须尽快地替换成记名南方公司的垃圾债券，再将这些债券出售给投资者，由此获得的收入则落入我们自己的口袋。整项计划只有一个缺陷，投资者无论如何也不愿意碰这个债券，推销员们备受工作不力的指责。

达什·里普洛克聪明地躲开了这桩糟心的买卖，他很早就说服自己的上司，他的客户只做美国政府债券生意。受惠于自己的远见，如今他无须为推销垃圾债券而烦恼。他的幸运反衬出我的悲惨。就像一个捐赠了100万美元的善人一样，他的唯一收获就是更多的捐款请求。我卖出O&Y债券已经是1年前的事情了，但是这桩生意还有其他的类似交易仍然在我周围阴魂不散。他们的假设是，既然我当初能哄骗客户买下8600万美元O&Y债券，那么今天我也同样应该卖出去一大笔南方公司的债券。你不能不承认他们的推理不无道理。我为自己的过去付出了代价，被判罚重演历史，我对应该怎样为南方公司的债券定价一窍不通，可是无知既然在当初没有拖我的后腿，现在也应该不会。

所罗门的垃圾债券专家们坚持说南方公司是一宗出色的投资，他们只能这样讲，他们在公司里的未来取决于这宗交易。如果成功，垃圾债券部可以获得3000万美元利润；如果失败，他们只有卷起铺盖走人。其实，就算这些债券是狗肉，也不会有人说出来。发奖金的日子快要到

了，产品质量的信誉已经大打折扣了。

我自己的感觉是，所罗门兄弟公司对垃圾债券一无所知。可以说，我们所承销的这类债券倒是名副其实的。我认为，所罗门兄弟公司干的正是一个新手所犯的典型错误：冲进一个拥挤的、疯狂的市场，买下了最贵的东西。我别无选择，只能相信自己的直觉，因为在所罗门兄弟公司里我找不到任何可以信任的了解南方公司的人，而我的直觉则告诉我，这些债券要出事。

我在上一年里已经许下了一个诺言，从此以后绝不将我认为不应当买的债券塞给客户。而为了熬过这个时期，我已经放弃了当初自己许下的诺言。我至今还在为自己在世界资本市场上的小角色而内疚，虽说我们都知道，这些市场里的指导原则是“买者当心”。这样想的可不止是我一个。达什是债券推销员伦理的专家。“你个下流坯！”每当他发现有人把债券硬塞给客户时他就会这样大叫。但是一转身，他也会干出同样的勾当。这还不算，每次我把这种债券兜售出去之后，客户总会回过头来找我，常常是那种最令人恼火的顽固的客户。他们会早早地打来电话，口音比赫尔曼还要重：“迈克尔，你今天一觉醒来后脑子里有没有什么新的好主意？”晚上我睡得并不好，也不愿意大清早被人从床上拽起来。我曾经想过，这样下去，整个欧洲到处都会有人对我恨之入骨。

推销南方公司债券的困难在于，怎样才能引导客户绕过这一旋涡。这可是说起来容易做起来难的事情。按住债券不卖，那更是一个颇费心思的游戏，比卖掉债券复杂得多，有点像跟你的老板一起玩橡皮球游戏。表面上你要表现出强烈的求胜欲望，而骨子里你一定要输。南方公司债券尤其棘手，它是古特弗罗因德主动揽过来的业务，试图以此表示所罗门兄弟公司是垃圾债券市场上一个必须认真对待的巨头。我接到好几个纽约总部的经理们打来的电话，他们的任务就是死缠着推销员让他们不得安宁，这些人已经被古特弗罗因德在此项目中的利益刺激起来了。他们问我有没有好消息，我只有扯谎。我回答说我正在竭尽全力兜售南方公司的债券，而事实上我连一个电话也没打，不过，他们可不会就这么轻易地放过我。

看起来，我的谎撒得不太圆，要么听上去不那么令人信服，要么就是别的推销员想出了更好的借口。（“我的客户出去度假了。”“我的客户死了。”）有一位垃圾债券专家坚持要亲眼看我给最大的客户——那个法国人，打一通推销电话。谢天谢地，他不曾坚持旁听我俩的通话。他只

希望能够对别人说他亲眼看到我打了电话。我坐在交易台的角落里，他紧挨着我，看我干着肮脏的营生。

“喂？”话筒里传来法国人的声音。

“嗨，是我。”我说道。

“还会有谁？”

“这儿有一个机会你应该注意一下，”我开了口，字斟句酌，“这种债券在美国投资者中间非常流行。”（这个法国人对任何一种流行的事物都抱有极其怀疑的态度。）

“让他们全都买去好了。”他说，他明白了我的暗示。

“我边上坐着一位我们公司的高收益债券专家，他认为南方公司的债券很便宜。”我继续往下说。

“但是你不这样看。”他说，一边笑了起来。

“对，”我说，接下去就是一连串的推销招式，使出浑身解数，让所罗门的垃圾债券专家和我的客户都觉得心满意足，却是为了完全不相干的理由。

“不，谢谢。”最后，法国人还是回绝了。

垃圾债券专家大赞我的纯熟技巧。他不知道自己的断言质量如何，但他很快就会发现，因为南方公司真的快完蛋了。1987年10月中旬，还没有从同罗纳德·佩雷尔曼的遭遇战中回过神儿来的所罗门兄弟公司又碰上了有史以来最大的打击。在8天时间里，险情层出不穷，令人无暇应接。我亲眼看到公司挨了一下又一下，每一下都比上一下更令人恐慌，令人不知所措。在雪崩式的灾难到来后，被碾碎的牵连者多达数百人。

* * *

1987年10月12日，星期一，第一天：震撼所罗门兄弟公司的8天开始了，事情似乎是从公司顶层人物的一次口误开始的。一位不肯透露姓名的所罗门兄弟公司董事，在周末的某个时候告诉《纽约时报》记者，公司打算解雇1000名员工。这条新闻完全是出人意料的，我们都知道所

罗门兄弟公司正在对自己的业务重新评估。但是，公司曾经向我们保证，重新评估绝对不是针对个人的，因此无须担心自己工作不保。要么是讲这话的老板在撒谎，要么就连他自己也不知情，我不知道该相信谁。这天早上，伦敦分公司的头头召集我们到小礼堂（尽管工龄不到1年，我们已被视为老员工），说什么“在人事方面还没有做任何决定”，暗示说不会开除任何人。

事实却是，纽约的人已经飞快地做出了决定。当天早些时候，41层楼上整整两个部门，市政债券部和货币市场部遭到全体解雇的命运，涉及人数大约500人。看来他们自己也像我一样吃惊。41层货币市场推销部老板是一个和善的、讲话轻声慢语的人。早上8点30分，他走进自己队伍的中央说道：“好吧，孩子们，看来我们已经成为公司的历史了。”接着，他的老板，整个41层里的推销人员的老板，一个公认的大家伙，冲到他的身边吼道：“留在你们的位子上，他妈的，谁也不许走，谁也不能丢饭碗。”然后，就在整个货币市场部准备坐回自己位子的时候，一条内部备忘录出现在他们面前的行情显示器上。那上面说，事实上，“你们已经被解雇了。如果有人还想在所罗门兄弟公司干，请同我们联系。不要不敢说”。

市政债券部和货币市场部都不赚钱，但是，难道因此我们就该把它们连根拔掉吗？公司可以在两个市场上分别保留一小部分员工，成本微不足道，却可以安抚那些在这些领域的业务中依靠我们的客户。如今可好，我们一下子就把他们得罪光了。何况，如果有一天这两个市场复苏了，我们也能很快地从中获利。为什么要毁掉所有的业务？至少也该筛选一下，把最能干的人留下来。一位优秀的市政债券推销员可以很容易地被培养成优秀的政府债券推销员。所罗门兄弟公司是国内承销市政债券业务的领导者，也是货币市场的领导者之一，受雇于这些部门的可都是一方精英。绝大多数市政债券部的人进了添惠公司，后者把自己的市政债券部给解雇了。

做出这些决定的人根本没用自己的大脑思考，这正是他们所喜欢的做法。换句话说，除了交易，他们脑子里纯粹是一片空白。比尔·西蒙常对他手下的年轻交易师吼：“不做债券交易，你就得去开车。别想在市场上当一个知识分子。干吧。”当交易师发现自己满仓而且正在亏，他的反应就是斩仓撤离。他收回自己的头寸，认亏出场，再去找别的机会。他的唯一愿望就是千万不要在底部卖出，或在顶部买入。

古特弗罗因德将好好的业务部门变成了交易的牺牲品，而他为此所做的解释则更加令人不齿。他告诉公司内部和报界，说他本来是打算经过深思熟虑之后再采取行动的，但是在不受他控制的外力作用下，他不得不采取快刀斩乱麻的手段。他说消息见报之后，只有立刻采取行动一条路。换句话说，《纽约时报》影响了所罗门兄弟公司的政策。谁知道呢，要么他讲的是实话，要么他就是拿《纽约时报》当挡箭牌，为自己做辩解。

这一切让当年最大的秘密变得更为神秘，究竟是谁走漏了风声？从第一天进入所罗门兄弟公司当实习生，直至成长为一个“大老二”，本公司雇员不断被告知，向报界发表谈话是一项弥天大罪。一般来说，我们总是离记者们远远的。因此，公司里的事情从未上过报纸。很难让我相信这是一次口误，那么，他一定是有意的。但是，谁会干这种事呢？我们只知道他是董事会里的人物。董事会包括约翰·古特弗罗因德、汤姆·斯特劳斯、比尔·福特、吉姆·马西、戴尔·霍罗威茨、迈尔斯·斯莱特、约翰·梅里韦瑟，还有十几个稍小一点儿的角色。据说他们正在疯狂地自查，想找出那个泄密的人。我一开始想到，首先应当分析谁在这次裁员中损失最大。这很容易，明摆着就是霍罗威茨，市政债券部的头头。他是最大的输家。裁员之后，他将成为“光杆司令”。

不过再一想，如果他这样做的动机只是为了挽救市政债券部，那显然是选错了方向。正如古特弗罗因德所讲的，其结果是裁员的规模反而比规划的更大了。因此，消息的来源未必同最后一分钟的抢救任务有关。应该再仔细考虑一下，泄密者究竟要达到什么目的？谁会从中受益？不幸的是，除非其动机是为了报复霍罗威茨，否则不会有人从中受益。而报复的动机过于脆弱，不值得为它去冒被抓住泄密的危险。一想到被发现之后将会受到约翰·古特弗罗因德的羞辱，董事会里人人不寒而栗。恐惧也许是解开这一谜团的关键：有谁最不惧约翰·古特弗罗因德呢？当然是他自己。

我知道这听上去是一个疯狂的想法，而当一位所罗门同事同我谈起他猜想古特弗罗因德故意泄密以加快裁员进程的时候，我还曾笑话过他。但是，我怎么也摆脱不了这个念头。因为我可以看得出古特弗罗因德多么需要以泄密来作为推托责任的借口。泄密成了他的救生筏。一旦报上登了消息，好像裁员就成了不可避免的事情。“你们也都看到了，”他说，“要怪也只能怪《纽约时报》和那个泄密的王八蛋。”不过，

这仍然是脆弱的假设。古特弗罗因德肯定会意识到，这样一次泄密最终会让他自己名誉扫地。

* * *

不管谁是泄密者，匿名的结果都是将一个人（如果只有一个人参与此事的话）的罪恶转变成整个董事会的罪恶。在我们眼里，他们全都是有罪的。所罗门兄弟公司内部有奸细。一些非董事身份的部门经理开始拒绝在董事会成员面前讨论任何敏感的话题。在我们这些小工眼里，公司顶层的分歧从未像现在这样暴露得如此明显。我们部门的头头（看来是吃了豹子胆）正告每一位董事：“我很遗憾，但是，除非我们找到了那个泄密的家伙，否则我不会相信你们之中任何一个。”关于这位勇敢经理的真实故事迅速传遍了整个交易大厅。此案从未告破，据我所知，直到1988年10月，公司内部仍在进行追查。

我的心头涌上一种挫折感。对于整个局面，我无能为力，只能袖手旁观。公司头头们有没有想过要为他们行为或他们手下的行为负起责任？难道荣誉感已经荡然无存了吗？如果英国政府出了这种泄密丑闻，一定会有一连串的官员引咎辞职，但是，我们的头头们在犯了错误之后似乎可以毫发无损。每次把事情弄糟之后，他们就会祭起边际分析的法宝，说什么事情非人力所能为，而进一步的震动（比如说，让他们辞职）于公司没有任何好处。在我看来，我们的可悲之处，至少有相当部分正在于此：在高层的人物看来，就算公司完蛋了，对他们个人也不会有什么影响。这是千真万确的。到年年底，没有一个高级经理辞职。汤姆·斯特劳斯年底拿到224万美元，比尔·佛特是216万美元，最令人吃惊的也许要数戴尔·霍罗威茨，他手下的部门已经消失了，更何况他还是我们卷进同哥伦帕斯集团的房地产项目的主要责任人，可他还是拿到了160万美元。古特弗罗因德倒是做了点儿姿态，取消了他自己的奖金，只拿了30万美元工资和80多万美元的延迟支付报酬。作为奖金的替代品，他拿到了30万的股票期权，在我写作本书时，它们的市值已经超过了300万美元。

整个事情中最令人恼火的部分，也许要数公司以前为实习生所做的承诺全部作废这一档。绝大多数实习生都被分配到市政债券部和货币市场部，公司事先从未打过招呼，说可能会出这种事。我很庆幸自己当初没有听信吉姆·马西的话，他在每一期培训班上都讲同样的话，说什么要我们放宽心，让公司去决定你该加入哪个部门。他曾经讲过，在所罗门

兄弟公司里，我们奉行的是有功必赏的原则。许多人真的信了他的话。如果说公司在解雇刘易斯·拉涅里时已经打破了这一传统，那么这一次恐怕连碎片也不见了。

令人胆战心惊的一天结束了，今夜无人入睡，特别是在伦敦。泄密者告诉《纽约时报》所罗门兄弟公司计划裁员1000人。现在已经走了500人，但是，肯定还不够数，下一波又该轮到谁了呢？

* * *

1987年10月14日，星期三，第三天：汤姆·斯特劳斯总裁视察伦敦办事处，他告诉我们，本部将是本轮裁员的重点。没人感到震惊，1个月前我们就知道了这一消息。伦敦分公司曾派一位董事经理到纽约向业务评估委员会做了一次笨拙的辩护性陈述。他既没有夸耀职员们的能力，又没能给出一份有吸引力的计划，相反，却把时间浪费在洗脱他自己在公司失败中的责任。古特弗罗因德当然会对他的这种态度深感厌恶，不过这些我们都是后来才知道的。评估委员会对我们的工作做了最坏的结论，你不能怪他们，是我们自己做得不好。

等待是最难熬的。伦敦交易厅里的人看来弄不到一点儿消息，不知道谁上了经理的黑名单，只知道一大批人，差不多三分之一的债券业务员将被解雇。每个人都觉得自己对于所罗门兄弟公司的未来是不可或缺的。我当然也不例外，可是如果人人都是一副感觉良好的样子，那可帮不了你什么忙。我开始琢磨：如果他们炒了我，我该怎么办？再反过来：如果他们不炒我，我又该怎么办？突然间，所罗门兄弟公司在我眼里不再像从前那样令人万分留恋了。每个小组经理都是各自小组里的丛林导师，他们向上头递交一份名单，按顺序排列他手下人的有用程度。伦敦的董事经理们会聚在一间《乱世佳人》时代的餐厅里，坐在一幅仿卡那莱托作品的油画下面，拿着各个小组的名单，从后向前划去名字。我不由得用怀疑的眼光瞟向我的丛林导师。

* * *

1987年10月16日，星期五，第五天：这天早上，百年不遇的飓风横扫伦敦。大树被连根拔起，电线被刮断了，从凌晨两点直到夜幕降临，窗户一直在吱吱嘎嘎地响。上下班变成了一种纯粹的恐怖经历。街道上空无一人，平时开着的商店全部上板关门。一大群人挤在维多利亚

地铁站的遮篷底下，哪儿也去不成。地铁已经停驶了。外面看起来就像是美国广播公司播出的迷你系列剧中核冬天降临的场面，或者话剧《暴风雨》（*The Tempest*）的一个布景。卡利班[21]一定会选今天这种日子出来作恶。

对于我们分公司里上上下下170号人来说，这可真是个好透了的的日子。我们穿过倒下的大树，沿着难以辨认的街道，蹚过积水走到办公室。经过这番堪称障碍越野的折腾之后，等到的却是解雇令。许多人不得不忍受漫长等待的折磨，在黑暗中枯坐数小时，直到最后有人通知自己被解雇了。风暴摧毁了供电设施，交易厅里没有一盏灯是亮着的。绝大多数人在自己的桌子边上徘徊。董事经理们不断地把电话打进来，召唤外边的人一个接一个地走进屋里，在那一刻，失败的羞辱远远地压倒了丧失一份收入的损失。我们早已将自己在这个小圈子里所取得的成功视为理所当然，它变得无比重要，我们再也离不开它，就像我们离不开自己的双眼一样。被开除成了自己的缺陷，让我们成了被看不起的人。有些人在冷静地估量了形势之后开始给猎头公司打电话。

还有一些则棋高一着。据说这次的裁员范围仅限于债券部。这倒是真的。股权部的头头斯坦利·肖普科恩在古特弗罗因德面前勇敢地坚持了自己的立场。他表示，只要在他的部里开除一个人，他就会辞职，眼看股权部有办法躲开这场灾难，心眼儿活的人就开始申请股权部的活儿。（股权部终于盼来了扬眉吐气的一天。不过，后面我们将会看到，仅仅1天而已。）对这些人来说，他们的努力仿佛是在同时间赛跑。他们必须争取在被解雇之前重新被聘用。一旦被解雇，他们就无权再待在交易厅里了。当他们迈出炒人小组办公室的大门之后，一位保安会取走他们的安全通行证，将他们逐出大楼。

管理层采用了使抵抗力降到最低程度的办法，解雇那些资历最浅的人。这种策略有违裁员的初衷。开除10个“基克”所省下的钱才抵得上开除1个（30多岁）的董事经理。但是拿年轻人开刀自然有它的好处，比较省事，因为他们在公司里还没有建立起个人关系网。人们听不到他们的声音，我幸免于难，部分原因在于他们（令人难以置信）将我归类到老手之列，部分原因是我在高层刚好有足够多的朋友。还有一项考虑可能也有助于我，那就是我是分公司里最赚钱的几个业务员之一。

在伦敦分公司里，妇女被解雇的人数多得不成比例。下来之后，她们核对了一下自己的记录，发现推销部的头头对她们讲的话几乎一模一

样。他先是哼哈一番，然后说道：“你是个聪明的姑娘，这样的处理与你的个人能力无关。”她们之中绝大多数人不喜欢被称为“姑娘”。你是什么人，开口就喊人家姑娘，难道是红脖子[22]？当保安走过来的时候，她们之中有不少人大叫“滚”（而他也就真的滚了）。解雇名单在一个接一个地宣布，被解雇的人们开始回到交易厅。有人啜泣，有人庆幸，到处都是闹哄哄的景象。这给我留下了难忘的印象。没有人在交易厅里大声哭喊，甚至没有人表现出软弱或脆弱，或需要人类的善良同情。亚历山大早就教诲过我坚强外表的重要性。他说：“我很早就懂得了，在这里是不能表现出软弱的。”“你在早上6点30分起床，昨天晚上也许根本就没睡觉，再加上你最好的一个朋友在车祸中丧生，这时候一个‘大老二’经过你的桌子，用手拍着你的背说：‘今儿他妈的怎么样？’你不可能对他讲：‘我累坏了，精神不好。’你只能说：‘好极了，你他妈的怎么样？’”

这一天里唯一一件令人开心的事发生在我的一個朋友身上。他是寥寥几个留在所罗门兄弟公司里的老牌欧洲人中的一个（其他十几个人早就嗅出此地不可久留，转往更好的地方去了）。他站在自己的桌子边上，从早上8点一直到中午，就像小孩盼望过圣诞节一样眼巴巴地等着。他盼望的是公司辞退他。他已经接受了另一家公司提供的一份更好的工作。本来他是打算这个星期一上班就提出辞职的，可是，考虑到他们有可能解雇他，他就忍住没有说，心想也许可以趁机多拿一笔钱。解雇费总的来说是慷慨的，并且同服务期限成正比。我这位朋友已经在所罗门兄弟公司里干了7年，如果解雇他，公司要拿出差不多好几十万美元。我一直陪着他。我可以肯定他躲不过这次裁员，不过我也担心公司在解雇这样一位长期服务的老员工时可能下不去手。值得庆幸的是他们到底还是坚持了自己的原则，鼓起勇气把他叫进了餐厅。当面谈结束后，交易厅里爆发出一片热情的祝贺声和笑声，许多人面带微笑。他今后的日子会好过一些。

有位交易师在当天快结束的时候到男厕所贴了一份招贴——男厕所兼做二手汽车拍卖房，平时出让的大多是宝马或奔驰，可是这位交易师打算转手的却是一辆沃尔沃——这是一个坏兆头。

* * *

1987年10月17日，星期六，第六天：我飞往纽约，为了两件事。几个月前我答应给培训班里的学生们谈谈推销艺术。我的演讲预定在10月20日星期二。这个计划在今天看来显得有点儿残酷，250名实习生

（有史以来人数最多的一期）几乎都没有希望保住自己的工作。

此行的另一个目的是游说纽约的董事经理发放一大笔奖金。这类耍嘴皮子的工作对伦敦分公司来说已是司空见惯了。每年的最后几个月里，伦敦的绝大多数推销员和交易师都要到纽约去露个脸，隐晦地表示，凭他们的成绩，年终该得一大笔奖金。这种表示会以大声祝愿老板度过一个愉快的假期开始，如果他问你过得怎么样，则要努力装出一副穷酸样。我的丛林导师坚持我应该走一趟，这是他的一片好意。他是为了我的利益着想，我自自然也要投桃报李。

* * *

1987年10月19日，星期一，第七天：我的演讲安排在明天，我有一整天时间在纽约41层闲逛。一般来说，我讨厌这样子做。即使在我已经站稳了脚跟之后，我还是觉得待在41层的感觉就像灵魂出窍一般。这地方就像中场休息时的球场一样沉闷紧张。但这回它给我的感觉可大不一样了。交易厅里的那股子劲头不见了。我好像是在参观博物馆或闯进了一座鬼城，以前如同酒吧里一样的喧闹气氛到哪里去了？在约翰·古特弗罗因德的办公桌周围出现了一大块儿空地，那里以前是货币市场部的办公区。从前被淹没在一片嘈杂和繁忙中的地方如今只剩下令人恐惧的静默，就像上周五伦敦的大街。显然，货币市场部的人走得很匆忙。有些激励士气的语录还挂在空荡荡的桌子上面。有一条是这样写的，“把压力当早餐吃下去”。男朋友的照片和私人便条还贴在交易台上。在一个精力过剩的女推销员的空座位上有一张纸条，上面潦草地写道：“凡是把女人喊作甜心、宝贝或甜如蜜的男人都该被阉割。”

她们是受害者，可不是普通的受害者。就像伦敦分公司一样，在纽约，女性被辞退的人数同样多得不成比例。这并不是因为女性在选择工作时不够精明，只是由于她们对自己工作的决定权要小得多。不论用的是什么借口，从培训班里出来的女性通常被分配到失意的领导人手下。几年以来，货币市场一直是主要的“排污口”。在交易厅里，大约10%的专业人士是女性。但在货币市场的推销员中，大约有一半是女性，无怪乎情况惨烈。

我的纽约拉比和他的教友们搬进了货币市场部空出的位子里。每次回纽约，我总是坐到拉比身边，发出一声轻松的叹息。不过这一回我却浑身起了鸡皮疙瘩。我怀疑这是不是一个开得过早的玩笑，就好像你搬

进新居的时候刚好看到从前的主人躺在棺材里面被抬了出去。想到那些从前坐在这里的人如今的遭遇，我感到很不舒服。仿佛这些还不够似的，还有更令我不安的。我的拉比升官了，他身边的座位刚好挨着约翰·古特弗罗因德。我居然把自己弄到了董事长旁边的座位上，不由自主地坐进了死亡汽车。1981年所罗门兄弟公司售予菲利普兄弟公司的公告就摆在他的桌子上，旁边是一支点燃的雪茄。符号！隐喻！灰飞烟灭等等。站在这片虚幻的海岬上，我目睹了1987年的股灾。

毫无疑问，股票市场在下跌。它过去从来没有这样跌过，它会停一下，但接下去跌得更厉害。我在41层和40层的股权部之间跑来跑去。股市狂跌产生了巨大和专横的财富再分配效应，对此，两个楼层的反应是迥然不同的。在股权部，有一个走运的小子星期五卖空了S&P股票指数期货（意思是说，他对股市大跌投下了巨额赌注），当他星期一抓住机会退出赌局时，指数期货已经跌了63点，他由此净赚2700万美元。可惜的是，一家欢喜几家愁。股权部里别的人可没这么走运，他们绝大部分陷入了绝望和困惑之中。在这天的早些时候，交易还挺活跃。我听到十几个布鲁克林口音同时在抢着大叫。“你，乔伊！”“嗨，阿尔弗！”“你在干吗？梅尔！”“乔治·巴尔都奇，你可以5折买入25000股AT&T。”可是，到了后来，交易越来越少了，这是股票市场陷于麻痹的初期表现。投资者僵住不动了，就像被车前灯罩住的鹿。很长一段时间过去了，终于有人站起来，没有任何目的地大叫：“老天爷！”眼看着他们心爱的市场死去，他们却束手无策。

毫无疑问，我在欧洲的客户肯定也输了个精光，但我却爱莫能助。我在心里头把财神谢了又谢，幸亏我只是个中间人。我的客户们全都被打蒙了，他们只能祈祷风暴赶快过去。与此同时，债券市场则一飞冲天，很有一批债券交易师掩饰不住自己的高兴劲儿。股票市场跌了几百点，投资者不再怀疑这是一场真正的崩溃，他们开始思考它的宏观经济效应。在当前的债券市场上，主流的看法是：股价下跌了，人们手上的财富缩水了。因此，消费会减少。因此，经济增长会降下来。此后，通货膨胀也会下降（甚至可能会发生经济萧条和通货紧缩）。这样一来，利率也要下降。那么，债券价格自然应该上涨。所以他们就行动了。

有一个债券交易师赌错了债券市场的方向，他站起来冲着自由神像破口大骂：“操，操，操，操！我操美国政府，我卖空了它们的债券，它们把我坑了。我可是靠这个过活的。干吗要坑我？”不过，大多数人是多

头并且还在加磅。债券交易师大获其利。这一天的收益抵得上大半年的。股票市场猛跌，所罗门兄弟公司41层一派喜气洋洋。

许多人的第一反应就是质问上个星期的大解雇。货币市场正在发生天翻地覆的变化。资金从股市上逃逸，流向安全的港湾。传统上，货币的安全港就是黄金。但是，如今可不是一个传统的世界了。黄金的价格一路下跌。交易厅里流行着两种创新的见解。第一种观点认为，投资者不得不抛售黄金以补足股票市场保证金。第二种观点则指出，股灾之后将继之以萧条，投资者无须担心通货膨胀。由于对许多人来说，黄金的作用在于防范通货膨胀，因此，黄金需求只会下降。不论实际情况如何，资金没有投入黄金，而是流向了货币市场，即短期存款市场。如果我们的货币市场部还在的话，那么在这场运动中我们一定会稳居潮头。但是我们没有，也不可能有所作为。股灾之后受害最大的是股权部。试问，有哪一个部门在这次裁员中没有裁一个人呢？这唯一的一个就是股权部。也就是说，人员过剩最厉害的部门没有裁一个人。

接下来的第二个疑问指向我们匆忙进入垃圾债券市场的决策。由于股票市场发生崩盘，价格完全取决于公司资产价值的垃圾债券的市场一时间丧失了所有的功能。反复无常的股票市场似乎在说今天美国公司价值12000亿美元，明天就可能只值8000亿美元了。眼见作为抵押品的公司资产的戏剧性变化，投资者们纷纷抛售手中的垃圾债券。10月19日，我们的南方公司垃圾债券发生崩盘。股市大跌，7-eleven店的市值，还有用7-eleven店做抵押的垃圾债券也一路大跌。坐在交易厅里，我给欧洲的客户们打电话。当我联系上那个法国人后，他对我从未向他兜售垃圾债券感谢不已。富于讽刺意味的是，南方公司本来应该是一桩极其出色的交易，后来它到底还是取得了成功。但是，我对本公司在垃圾债券方面技术蹩脚的怀疑并不是没有道理的。1988年年中，第一桩由华尔街融资的数十亿美元杠杆收购交易宣布破产。由管理层收购的连锁店Revco按《破产法》第11章请求法院保护，所罗门兄弟公司为这宗收购发行了垃圾债券。

像我们这样一家大公司里发生的大多数事情，外界是一无所知的，但是重大的事件当然不属此列。所罗门兄弟公司同华尔街上另外几家公司一道，承诺从英国政府手上购入31.5%的英国石油公司股份，然后在全世界范围内发售。股市崩盘的时候，我们手上正好捏了一大把股票，为此招致的损失超过1亿美元。谁会想到我们最大的一宗股权承销会同

股票市场历史上最大的一次下跌碰到一起呢？谁又会想到我们第一宗大型垃圾债券交易会正好赶上垃圾债券市场崩盘呢？令人不解的是我们控制事态发展的能力如此之弱，给你留下的印象似乎是不不断地惹祸上身，这倒也真不是件容易的事。

在股市崩盘期间，古特弗罗因德仿佛如鱼得水。多年来，他头一次直接做出交易决策。焕发青春是一件喜人的事。他很少坐在办公桌前，他在交易厅里跑前跑后，不时同他的首席交易师们举行策略讨论会。有一瞬间他的注意力转移到他个人的净资产上，他买下了30万股所罗门兄弟公司的股票。当我听到这件事的时候，我的第一个反应是他在利用内幕消息。

我的第二个反应是，只要这样做是合法的，那么我也应该仿效。很贪婪，是吗？不过，也很聪明。所罗门兄弟公司的股价比大盘跌得还要厉害，所有的经纪公司的股票都遭受重创，因为投资者不知道我们究竟蒙受了多大损失，他们做了最坏的打算。不错，我们在南方公司和英国石油公司交易中亏了一点钱，大家也都知道。不过，古特弗罗因德心中有数，损失并不像外界想象的那样大。股权部里那个愣小子帮我们赚了2700万美元，而整个债券部都在钱堆里打滚。简单的计算即可表明，所罗门兄弟公司的股份低于它的清算价值。（3周前有人企图以30美元一股的价格收购我们，如今我们的股价已经跌到18美元。曾经有过一个谣言，说刘易斯·拉涅里筹资打算回来买下所罗门兄弟公司。）

我咨询了公司的法律部门，确信自己不是在步波斯基的后尘。我学着古特弗罗因德的样子，用我游说得来的奖金买了一大笔所罗门兄弟公司的股票。古特弗罗因德事后会解释说，雇员购买公司的股票表明了他对公司的忠诚，他个人对此表示鼓励。也许如此。但是我本人在购买股票的时候可一点儿也没有报效公司的意思在里头。我的投资纯粹是出于个人利益，此外还有一种发现了一桩好交易的抽象乐趣。不出几个月，所罗门兄弟公司的股票就反弹了，从最低16美元上升到26美元。

* * *

1987年10月20日，星期二，第八天：到了开棺验尸的时候了。公司信用委员会在纽约召开了紧急会议。公开的理由是评估所罗门遭受的信用风险。在昨天的事件中有一些机构遭受了灭顶之灾，例如E. F. Hutton证券经纪公司和整个股权套利集团。不幸的是，会议开始后不到

半小时就已经吵得一塌糊涂了。整个委员会里只有一个人不是美国人。这位唯一的例外是英国人，他是专门从伦敦赶来赴会的。在会上，他成了众矢之的。美国人毫不客气地将这次崩盘归罪于英国政府。英国佬为什么非得一意孤行地卖掉国有的英国石油公司？交易师们通常根本不考虑短期的市场力量，现在却诅咒出价值数十亿美元的英国石油公司的股票给市场带来了无法承受的重压。整个股票市场的买方集团一想到大额新股的发行就会不寒而栗。他们既不提美国政府上万亿美元的预算赤字，也不讲美元币值如何不稳定，更无视繁荣或危机的过程有其自身内在的逻辑。他们之中有不少人在英国人面前暴跳如雷，大骂他的同胞的无耻行径。其中有一人更是轻蔑地说道：“你心里很明白，战后你们就干过这种勾当。”

你也许会认为，在这种场合下爆发的争执会表现为不同的金融利益之间的冲突，而不是民族间的纠纷，现在这样的局面不免令人瞠目结舌。他们似乎忘记了，坐在信用委员会桌边的都是自己人。公平地说，仇外的情绪可不是所罗门兄弟公司的独家特征。高盛公司这次和我们一起卷入了英国石油公司售股交易业务，亏了上亿美元。该公司的一位美籍合伙人给所罗门兄弟公司里的一名高级英国籍经理打电话，把他的亏损归罪于这位可怜人。可是，为什么会这样呢？原来在高盛公司合伙人的眼里，他在所罗门兄弟公司中的合作者代表的不是所罗门兄弟公司，而是英国人。“你们这帮该死的家伙最好给我停止（发行英国石油公司的股票），”他大叫着说，“当初要不是我们，你们今天全都得讲德语。”

公司里头明智点儿的人士并不在意应该怎样分派恶毒的诅咒，他们要考虑的是怎样找到一条出路：怎样避免1亿美元的亏损？或者，换个更好听的说法，我们怎样才能劝说英国政府原价收回它卖给我们的股票？一位来自伦敦的董事经理当时刚好在纽约，他真的把我拽到一边演示他准备向英格兰银行陈情时的辩论策略。根据他的计算，承销英国石油公司股票银行的总亏损将高达7亿美元。他说，世界金融体系恐怕承受不了这样大规模的失血。这会引发又一次恐慌。真的吗？耸人听闻罢了。逃避亏损的想法占满了他的脑子，我看他真的快要相信自己的谎话了。“当然，为什么不？”我这样回答他，“很值得一试。”毕竟，这只不过是一个已经用滥了的老花招儿。我的老板主张威胁英国政府，如果它不收回股票的话，就会再来一场股灾。看来这个策略没有奏效。1987年，约翰·古特弗罗因德向股东解释道：“为了信守我们对客户的诺言和在股市崩盘初期完成英国石油公司的股票承销业务，公司不得不承担

7900万美元的税前亏损。”（政府官员们请注意：警惕华尔街关于股市崩盘的威胁。只要你侵犯到他们的利益，他们就会这样叫嚷。但是，他们不可能操纵一次崩盘，正如他们不能阻止崩盘一样。）

当天晚些时候，也是我能够清楚回忆起自己在所罗门兄弟公司生活的最后一天，我在培训课堂上度过了艰难的1小时，面对着250双失神的眼睛做了一场报告。实习生们陷入了深深的绝望之中，他们的表情令我想起以前在书中读到过的14世纪黑死病流行时的情景。他们所有的希望全都破灭了。在他们看来，反正早晚要被炒鱿鱼，不如索性及时行乐。在这种心态驱使下，他们全部变成了“后排的人”。我一进门就不得不赶快躲避丢过来的一个纸团儿，然后硬着头皮在一派冷漠的气氛中开讲。我不知道有谁曾在这样的环境下做过报告。我预定的题目是“在欧洲销售债券”。没有人对此感兴趣，他们好像更关心伦敦分公司还有没有空缺，我是不是知道公司打算在什么时候让他们卷铺盖走人。他们固执地认为自己被抛弃了，因为他们对公司内部正在发生的事情一无所知。多么幸福的无知，可惜他们自己还不懂。最令他们气愤和失望的是，吉姆·马西甚至没有象征性地露上一面。他们还算是所罗门兄弟公司的人吗？或者应该算是什么人呢？

他们心中的疑团在两个小时之后就要被解开了。在我之后做报告的人讲到一半就被打断了，进来的是吉姆·马西，身后跟着两个很像保镖的家伙，其实只不过是两个交易师。他手上掌握着250名实习生的命运。在宣布公司决定之前，他毫无怜悯之心地长篇大论向他们解释，对于高层来说，做出解雇决定是怎样一个痛苦的过程，这种做法最终如何对公司健康发展有利，他们又如何为此大费脑筋。绕了一大圈之后他才进入正题：“我们做出了关于本届培训项目的决定……我们决定……（长长的一个停顿）……信守我们的承诺，你们可以留下来。”马西前脚刚走，立刻有好几个实习生赶忙回到他们在前排的座位上。但是，最终的结果并不像当初宣布这个消息时那样振奋人心，交易厅里没有空位子了。培训结束之后，大部分实习生只好去做后台职员。

* * *

1987年12月17日：发奖金的日子。一个奇特而又光荣的日子。公司破天荒头一遭地打破了报酬级别的限制体制。我成了幸运的受益者。本来，我的奖金数额会受限于级别，最多只能拿14万美元。拜新制度实行之所赐，我今年拿到了22.5万美元（据说共有275个人从中受益，这

是谁数出来的），听说以前从来没有一个工龄不足两年的新手拿过这么多钱，起码他们是这么说的。现在，我成了整个培训班里面收入最高的人。不过这个结果同样不像听上去那么响亮。我这期培训班里至少有一半人不是走了就是被炒掉了。

现在，情况很明显，如果干得够久，并且只要我肯干下去，公司将帮助我成为阔佬。哪怕业绩不变，明年我就可以拿到35万美元，后年45万美元，大后天52.5万美元。以后也会这样升上去，增加的速度虽然逐年放慢，但总数还在上升，直到我当上或当不上董事经理。

在公司遭遇到历史上最大困难的时候，打破级别限制，向少数几个雇员破例支付高薪的做法令人感到悲哀，甚至有点儿可笑。公司今年的净利润为1.42亿美元，同它高达35亿美元的资本金相比，这个数字小得几乎可以忽略不计。如果再考虑到在今年的大部分时间里，公司的规模比3年前大一倍的事实，这些数字更加令人心酸了。为什么在此刻公司却突然变得慷慨了呢？

我想我知道其中的奥妙。销售部的头头在发放奖金的时候一再向我保证，这是公司开创的一个有纪念性意义的先例（他没忘记叫我不告诉别人）。我从他的眼睛里看到了公司决策的内幕：恐惧。在某种意义上可以说，所罗门兄弟公司给每个雇员的出价也是一种交易。今年，它失去的人才太多了，以致在交易时再不能像从前那样镇定自若了。有一点是可以肯定的：它之所以发给我奖金，绝不是因为这是合理的或正确的。在高层，确有一些人按照正确和合理的原则行事，我可以骄傲地说，我的拉比即在此列，但是，剩下的大多数人却止步于不得不做的境界。公司对我慷慨，是因为它以为这样就能留住我，牢牢系住我的忠诚。

我的忠诚问题无须他们操心。我知道自己该对谁忠诚，寥寥数人而已：达什、亚历山大、我的丛林导师，还有我的拉比。问题是，当公司陷入大大小小的骗局之中不能自拔，面临内讧和分裂的威胁时，忠诚从何谈起？你不可能有什么忠诚，你甚至会怀疑为什么要这样。结论再清楚不过了，金钱游戏奖励的是“不忠诚”。那些从一个公司跳到另一个公司的人在此过程中收获了大额的报酬保证，他们的收入比死守一家雇主的人高得多。

所罗门兄弟公司的高级管理层此前从未尝试收购雇员的忠诚，他们

一向不擅此道。如果他们能够用“说谎者的扑克牌”的冠军眼光来看待我，他们早就应该看出来，金钱绝不能左右我的去留。我永远不会为了一张更大额的支票离开所罗门兄弟公司，不过，我会为了别的理由离开公司。这，就是我要做的。

[21] 卡利班，莎士比亚剧作《暴风雨》中的半兽人。——译者注

[22] 此处指美国南方的穷苦白人。——译者注

尾声

1988年年初，我离开了所罗门兄弟公司，没有任何表面上说得过去的理由。我对公司的前景并不感到悲观，我也不相信华尔街将会陷入崩溃，我甚至没有因为幻想的破灭而受到伤害。

1988年年初，我离开了所罗门兄弟公司，没有任何表面上说得过去的理由。我对公司的前景并不感到悲观，我也不相信华尔街将会陷入崩溃，我甚至没有因为幻想的破灭而受到伤害（这种感觉会逐渐增强直到某一程度，但还没有到不能忍受的程度，然后维持在这一程度上）。尽管有许多完美无缺的借口，但我认为我之所以离开仅仅是因为我不需要再待在这个地方了。

我父亲的那一代人是在信仰中长大成人的。其中有一条信仰就是，从一个人赚的钱的多少可以看出他对我们社会的福祉和繁荣所做的贡献有多大。在我成长的过程中，我一直同父亲走得很近。每天晚上，刚刚在前院里打完棒球，浑身还是湿漉漉的我总会一屁股坐进他旁边的一把椅子上，听他讲解为什么这样是对的，而那样又是错的。在永远正确的事情中，有一件就是讲能够赚大钱的人总是了不起的。看到自己参加工作不过两年的儿子在27岁时就弄到了22.5万美元的年收入，这极大地动摇了他的金钱观。他刚刚才从这场震惊中恢复过来。

我没有。如果你也像我一样曾在也许是最荒谬的金钱游戏中浸淫过，捞取了与你的社会价值完全不成比例的好处（如果问我值这么高的收入吗，我会做否定的答复），如果看到身边那些社会价值和你难分伯仲的家伙全部在大把捞钱，甚至没空去数自己赚了多少钱，你还会坚持自己的金钱信仰吗？当然，这要看个人的情况。对某些人来说，好运仅仅强化了信仰。他们把这些来历可笑的钱看得很认真，以此来证明自己是美国有价值的公民。这渐渐成了他们的指导假设——只能是假设，要想澄清恐怕没有多少希望。天才们靠打几个电话就能赚那么多钱，这表明了他们在一个更广泛的范围内的价值。也许你会以为这样想的人最终免不了自食恶果，这倒是个有趣的念头，可惜你错了。他们不会遭殃，只会越来越有钱。我敢肯定他们之中绝大多数人死的时候一身肥肉，快乐轻松。

可是，在我自己的心目中，对赚钱意义的信仰却彻底破碎了：赚得越多、生活越好的信条被太多相反的事实所驳倒。随着这一信条的崩溃，赚大钱于我已不再是梦寐以求的目标。有趣的是，直到赚钱信条破灭的那一瞬间，我才知道自己是如此沉迷于其中。

这算不上是了不起的收获，但却是在所罗门兄弟公司收获的最有用的教益。我在那里所学到的其他东西差不多都被抛诸脑后了。我现在可以在市场上轻松地操作几亿美元的投资交易，但在生活中却不知道怎样分配几千美元的花销。我在培训项目中很快就学会了点头哈腰，可是一有机会就忘得一干二净。不错，我已经懂得了，人是可以被组织腐蚀掉的。然而，考虑到我本人仍然有意加入某个组织并且情愿被腐蚀（请慢慢来），我看不出这种教训有什么实际上的好处。总的来说，看起来我没有学到什么有实际价值的东西。

也许我走得太早了，好日子还在后头呢。可是既然已经想通没有必要再待在所罗门兄弟公司里，我觉得应该马上离开。我的工作变成了每天早上重复以前做过的事情。所得的奖励自然也同以前一样。我不喜欢平平淡淡、缺乏生气、了无冒险乐趣的工作。你也许会说，我之所以离开所罗门兄弟公司的交易厅是为了追求冒险，这种愚蠢的决策绝不是我的风格。在市场上，除非有大捞一票的诱惑，否则就不应该去冒险。即使在就业市场上，这也是一个适用的规律，而我却把它打破了。现在，比起我在交易厅里的日子，不光口袋里钱少了，连我的前途似乎也吉凶难卜。

从表面上看，我做出离开的决定就像是完成了一宗自杀式的交易，只有落入所罗门兄弟公司“基克”推销员之手的客户才会干这种事。我深信，我离开的是一条通向百万富翁的最短路径。当然，所罗门兄弟公司如今正处于困难时期，但是，对于一个优秀的经纪人而言，盘里面的肉汁还是很多的，这正是游戏的本质所决定的。一旦公司走出困境，前途将无限美好。如前所说，我仍然持有所罗门兄弟公司的股票，我坚信它一定会走向复兴。公司的力量根植于成员的天才直觉，那位“说谎者的扑克牌”游戏世界冠军约翰·梅里韦瑟就是其中的一员。他们可不会因为公司的变故而丧失自己的天才直觉，梅里韦瑟不会，他手下的交易师们也不会，他们还在为所罗门兄弟公司做交易。不管怎么说，我相信所罗门兄弟公司的业务已经不可能再下滑了。此时离开公司意味着我犯了新手常犯的错误：在底部卖出。为了部分地弥补这种损失，最好的办法就是

抢在出门之前买上一把公司的股票。

如果说我做了一次糟糕的交易，那是因为没有把它当成交易。在我决定离开之后，我也曾有机会停下来思考，也许这一决定并不像表面上看上去那么愚蠢。在告别晚餐上，亚历山大坚持说我做出了一个了不起的决定。他说，他一生中所做的最好决定全都是出乎意料的，全都是那些斩断传统的决定，接下去他走得更远。他强调说，凡是因为出乎意料而强迫自己所做的决定都是最明智的决定。在一个职业发展规划追求平稳的年代里，听到这番倾心于不可预见性的高论，令人不禁有耳目一新的感觉。如果他说的是真的，那该有多好啊！

说谎者的扑克牌：华尔街的投资游戏：畅销版
[美]迈克尔·刘易斯 著
孙忠 译

电子书编辑：张畅
版权经理：王文嘉

出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn
版 本：电子书
版 次：2018年6月第1版
字 数：237千字

纸书书号：978-7-5086-8678-3
出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group

版权所有·侵权必究
投稿邮箱：tougao@citicpub.com

中信出版社官网：<http://www.citicpub.com/>;

官方微博：<http://weibo.com/citicpub>;

更多好书，尽在中信书院

中信书院：App下载地址<https://book.yunpub.cn/>（中信官方数字阅读平台）

微信号：中信书院

图书在版编目（CIP）数据

学会投资：中信投资经典系列套装10册 | 读这一本书就够了 / 【美】瑞·达利欧 【印度】阿比吉特·班纳吉 【美】彼得·考夫曼 等著. - 北京：中信出版集团

出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn
版 本：电子书

出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group

版权所有·侵权必究